

# INFORMACIÓ ECONÒMICA ALS MITJANS I PRESA DE DECISIONS D'INVERSIÓ

JOAQUIM PERRAMON, Grup de Recerca Investigació en Anàlisi Financera i de la Incertesa (IAFI) de la Universitat de Barcelona

1 de desembre de 2014

## Uns apunts de teoria

El que tractaré seguidament està basat en un treball propi realitzat en el marc del Grup de Recerca IAFI (Investigació en Anàlisi Financera i de la Incertesa), del Departament de Matemàtiques de la Facultat d'Econòmiques de la Universitat de Barcelona, que dirigeix el doctor Dídac Ramírez, que és l'actual rector de la UB. El treball té forma d'*e-book* i es titula *Bombolles financeres i confusió informativa: Relació entre la informació econòmica als mitjans i la presa de decisions d'inversió* i es troba accessible a tothom en el dipòsit digital de la UB. En el text que he preparat m'estalvio les citacions, que estan en el llibre i deixo la referència de la data.

L'interès per la informació econòmica em ve molt de lluny, del meu pare, periodista econòmic, que em portava a tot arreu. Ell transmetia el seu esperit lliure; et podia portar a les Rambles i el voltants, et podia presentar un banquer o et duia a menjar bo i barat. I també veníem aquí, a la Societat Catalana d'Economia. Això de l'economia és complex i pot ser extraordinàriament confús i aquí, a la Societat Catalana d'Economia, era un dels llocs on t'ajudaven a lligar caps, que és des del meu punt de vista el més difícil de l'economia com a conseqüència d'aquesta complexitat que esmentava.

En aquesta xerrada d'avui no sé si ajudaré a lligar caps, però si més no presentaré una sèrie de reflexions sobre les quals he investigat i potser resultin d'interès.

El primer problema a plantejar és com lliga la informació econòmica als mitjans amb la teoria econòmica. Aquí hem viscut una bombolla en què els mitjans no

sembla que hagin sigut neutres. Tanmateix, aquest suposat efecte dels mitjans no ha estat tingut en compte pel model dominant a la teoria que contempla la borsa com entorn i on la decisió de l'inversor es basa en consideracions fetes a partir de l'anàlisi de probabilitats amb l'objectiu de maximitzar el rendiment tot minimitzant el risc.

L'estratègia inversora resultant d'aquest model és que cal diversificar la inversió en carteres, que és la millor manera de minimitzar el risc. El rendiment que s'obté amb aquesta estratègia és un rendiment mitjà a partir de cada una de les accions de la cartera.

Aquesta teoria de la inversió parteix de la hipòtesi fonamental que la informació coneguda pels membres del mercat i totes les creences dels inversors sobre el futur estan reflectides en les cotitzacions. Això significa que, si un analista financer elabora una cartera d'accions de diverses societats que cotitzen a la borsa pensant que aquest conjunt d'accions seran les que es revaluaran més i seguidament li fem la mateixa tria d'una cartera a l'atzar, el resultat de l'experiment és que la revaloració de les accions conscientment escollides per l'analista financer no supera la de les atzaroses. Aquest experiment el va proposar per primer cop Burton G. Markiel i s'ha comprovat repetidament.

Des d'aquest punt de vista, la informació econòmica en els mitjans de comunicació no s'espera que tingui cap efecte sobre l'estratègia inversora consistent a diversificar riscos en una cartera d'inversions. S'admeten desajustos a curt termini que el mercat va absorbint.

Aquesta teoria s'ha imposat en l'àmbit teòric, de fet ha estat elaborada, entre altres, per cinc premis Nobel: F. Modigliani, M. Miller, W. Sharpe (any 1985), H. Markowitz (1990) i E. Fama (2013). Malgrat això, la teoria sempre havia estat controvertida, però amb la crisi les crítiques van pujar de to, ja que des la teoria no es va donar importància a la bombolla perquè es considerava que es tractava d'un desajust temporal. El mercat, deien, no s'equivoca.

Malgrat aquest predomini teòric aclaparador, ens trobem que inversors com Warren Buffett, d'un èxit fora de dubte, menyspreen la teoria de la inversió dominant. W. Buffett considera que les decisions d'inversió s'han de prendre d'una altra manera de com indica la teoria. No es tracta d'escampar uns recursos en una cistella, sinó que s'ha d'analitzar amb profunditat una empresa i invertir-

hi quan es donen una sèrie de condicions entre les quals la més important és la confiança en els gestors. La concepció de Warren Buffett ve a coincidir amb la que tenia J. M. Keynes. De fet, amb aquests principis, jo considerava a la meua tesi doctoral que es podia modelitzar un mètode d'avaluació d'inversions coherent en què el benefici no necessàriament és un premi al risc, sinó que seria la retribució d'un coneixement i la beta més que una mesura de risc apareixia com una proporció entre taxes de rendibilitat.

Però la diferència fonamental entre l'estratègia inversora de Warren Buffett i la que proposen els models teòrics ortodoxes és que la primera correspon a un actor i la segona a un observador. Els actors, sigui el Warren Buffett o el Messi jugant al futbol, no es basen en les estadístiques per prendre les decisions. Les estadístiques, la teoria de probabilitats i la ciència poden servir als actors per enriquir el seu coneixement, però no exactament per actuar. Si no és, és clar, que els jocs estiguin tancats o es coneguin totes les possibilitats.

Són dos concepcions diferents. Els grecs ja distingien entre filosofia especulativa, basada en l'observació, que era la ciència, i la filosofia pràctica, basada en l'acció, que servia per afrontar amb èxit la incertesa.

Warren Buffett demostra que ell amb el seu mètode pot superar les previsions que fa la teoria econòmica de la inversió respecte a l'èxit dels inversors. I per a la teoria econòmica aquest senyor és un succés amb probabilitat molt baixa. I aquí hem de fer un matís. Hem dit que, d'acord amb la teoria, la revaloració de les accions conscientment escollides per un analista financer no superaria les escollides a l'atzar. Podria passar que l'analista l'encertés repetidament i això seria altament improbable, de la mateixa manera que és altament improbable tirar una moneda moltes vegades i que sempre surti cara. Però aquesta descripció no encaixa amb el cas de Warren Buffett. Ell és una *rara avis*, en això sí que és podria considerar improbable, però un cop aquesta *rara avis* existeix i és un fet resulta que ell té per costum encertar les seves previsions.

Aquest model alternatiu d'inversor i de presa de decisions d'inversió és important per entendre què ha passat amb les bombolles i, a la vegada, la relació de la informació econòmica amb la presa de decisions. Sembla clar que a les borses ha predominat un tipus d'inversor el comportament del qual estava fora dels esquemes de la teoria dominant.

Ens trobem amb un tipus d'inversor que pren les decisions d'inversió sobre la base d'un relat propi que es construeix d'acord amb els seus coneixements, experiència i la informació que rep. D'aquests inversors, n'hi ha com Warren Buffett, que dedica un o dos anys a analitzar una inversió profundament, i n'hi ha que són molt intuïtius i es construeixen el seu relat en segons. Aquest tipus de comportament intuïtiu ha estat estudiat. És de destacar Daniel Kahneman, un psicòleg premi Nobel d'Economia l'any 2002 que ha obert la porta a les finances conductistes. També és destacable l'aportació de Robert Shiller, premi Nobel d'Economia de l'any 2013, que tenia el sobrenom de *Mr. Bubble*.

Robert Shiller dona importància a aquest inversor intuïtiu, també anomenat *inversor irracional*, encara que el nom no agrada a ningú. L'inversor irracional estaria en la base del fenomen de les bombolles. I aquest tipus d'inversor sí que és influenciable per la informació econòmica als mitjans. Aquesta influència l'estudia Shiller, ja que li dona molta importància.

Segons Robert Shiller una de les teories més velles dels mercats financers expressada en periòdics i revistes més que no pas en centres acadèmics és l'anomenat *procés de «feedback»*, la retroalimentació. Una pujada important dels preus especulatius que doni uns quants èxits personals pot atreure l'atenció del públic general i això mateix estimula una altra pujada de preus, que pot provocar una bombolla. Shiller, a part de teòric de l'economia, és un divulgador i va il·lustrar aquest procés amb la tulipomania, una bombolla especulativa que hi va haver a Holanda cap al 1640 sobre el preu dels bulbs de la tulipa i que sovint s'ha conegut per la descripció que va fer molts anys més tard, el 1840, el periodista escocès Charles Mackay.

Shiller considera que el mitjans estan profundament implicats en els períodes anomenats d'*exuberància irracional* i analitzà la incidència dels mitjans d'informació econòmica sobre les borses en diverses etapes i en diferents països, va fer enquestes als inversors i arribà a la conclusió que els mitjans d'informació econòmica no tenen, en general, influència directa sobre la decisió immediata dels inversors en el sentit que no se'n pot deduir una regla. Això sí, Shiller considera que els mitjans participen activament en la formació d'opinió pública i les seves diferents categories de pensament i, a més, creen l'ambient en el qual es desenvolupen els esdeveniments del mercat.

També il·lustrà amb exemples el fet que els mitjans de comunicació, com a conseqüència que han d'oferir temes interessants al públic, són propagadors essencials de moviments especulatius de les cotitzacions. Shiller considera bàsic el fenomen de retroalimentació que es produeix en les bombolles especulatives, i és aquí on els mitjans prenen una importància cabdal.

### **Influència dels mitjans en l'opinió general**

Shiller també ha tingut en compte el treball d'altres autors com Shleifer, Odean, Barber, Milgrom... Andrei Shleifer (1980, 2000 i 2005), juntament amb altres autors, va considerar la hipòtesi que el lector de periòdics vol veure confirmada la seva opinió i que els diaris es presten a presentar els relats alimentant l'opinió del lector. Confirma la hipòtesi quan hi ha opinions generals, però quan hi ha opinions divergents, com passa amb les opinions polítiques, es produeix una segmentació de l'oferta informativa. La riquesa informativa la determina la diversitat dels lectors, és a dir, la demanda i no pas el mitjà.

En un altre treball ha considerat la parcialitat dels mitjans. Una tendència o biaix és ideològic i es refereix a la voluntat des dels mitjans d'afectar l'opinió del lector i l'altra tendència o biaix és la de fer històries memorables; fer herois o malvats.

Brad Barber i Terrance Odean (2007) han trobat directament relacions en la influència de la premsa sobre els inversors. Consideren que els inversors prenen les seves decisions sobre les accions de les empreses que els resulten conegudes, i en això la premsa hi té molt a veure.

### **Influència de les empreses sobre els mitjans**

La cobertura en els mitjans és un indicador raonable del coneixement i l'opinió sobre les empreses en un interval de temps. D'aquí la importància de la influència dels mitjans; si bé, cal dir que la informació apareguda en els mitjans té l'origen en fonts diverses, però sobretot a partir de la mateixa empresa en un marc teòric definit per la informació asimètrica.

L'activitat comunicativa de les empreses es podria explicar en termes d'estratègia de comunicació. La *reputació* es pot considerar com el resultat d'aquesta activitat comunicativa, és a dir, com l'avaluació que els *stakeholders* fan de l'organització.

Els *stakeholders* o grups d'interès en una empresa inclouen qualsevol persona o grup que pot influir o és influenciat per les pràctiques d'una empresa. Pot tractar-se de proveïdors, consumidors, empleats, accionistes, entitats financeres, Administració pública i mitjans de comunicació.

El motiu de la reputació cal cercar-lo en les experiències que han tingut els *stakeholders* amb les operacions d'una empresa dia a dia, la marca, la comercialització, la imatge pública, ja sigui en els mitjans de comunicació o a través del boca a boca.

Segons David L. Deephouse (2000) i altres autors, la reputació pot donar un avantatge competitiu a l'empresa. Per exemple, poden aconseguir més clients, millors interessos bancaris, millor cotització de les accions, etcètera. Les empreses cada cop més intenten gestionar aquest intangible a través dels departaments de comunicació corporativa. En conjunt, hi ha una influència positiva de la reputació sobre el rendiment.

La relació entre els rendiments empresarials i la reputació a partir de les dades de la revista *Fortune* també ha estat analitzada per R. Vergin i M. Qoronfleh (1998) i han trobat una relació positiva entre l'índex de reputació i el rendiment en el mercat de valors. Havent considerat durant catorze anys les empreses que surten en els deu primers llocs del rànquing de *Fortune*, resulta que l'any següent d'aparèixer en el rànquing les empreses han experimentat increments del 20,1% en la cotització a la borsa. Mentre que la mitjana d'increment de l'índex borsari S&P havia estat del 13,1%. Aquest increment de la cotització no deixa de ser un encariment i, per tant, els inversors que comprin les accions cares poden veure disminuir la rendibilitat per dividend de l'empresa.

En aquesta mateixa línia, Thomas Schuster (2003) comprovà l'efecte positiu de la informació en la premsa econòmica sobre les cotitzacions i l'efecte en encariment de les accions i la reducció de la seva rendibilitat, i assenyala també que la pressió sobre els preus prové dels inversors novells i inexperts.

### **Autoengany. *Feedback* des de l'origen**

Hem vist que la informació apareguda en els mitjans té l'origen sobretot a partir de la mateixa empresa. Doncs bé, pot passar que l'empresa s'autoenganyi.

Aeron Davis, sociòleg de la comunicació, ha analitzat els circuits a través dels quals es transmet la informació de les empreses i ha descobert que aquests circuits sovint es retroalimenten.

Primer de tot, Davis (2006) va realitzar més de cent entrevistes entre tres subconjunts de protagonistes afectats per la comunicació empresarial: els responsables a les empreses de les relacions amb els inversors, els periodistes econòmics i els inversors professionals.

Els periodistes enquestats tenien un accés força restringit als consellers delegats i directors financers de les empreses. De fet, les empreses presenten primer els informes als analistes financers i els gestors de fons i després als mitjans de comunicació. Algunes companyies prefereixen els contactes privats amb la premsa a les presentacions públiques. En qualsevol cas, les empreses fan un seguiment molt acurat de la informació financera.

Els mitjans també tenen contacte amb els analistes financers i els gestors de fons, i els entrevistats reconeixien que els mitjans són molt importants per cuidar la reputació. Si bé el factor més important per a la decisió inversora es considera que és l'opinió sobre l'alta direcció. La imatge en els mitjans de comunicació reflecteix les expectatives generals i, en ocasions, pot ajudar a desencadenar la decisió.

Els enquestats consideraven que la tasca comunicativa més important és la gestió de les males notícies en moments de crisi, ja que aquestes poden tenir un efecte molt negatiu sobre la companyia. També coincidien en l'elevada capacitat que tenen les empreses d'influir en els mitjans, sobretot les grans.

Pel que fa als periodistes, aquests veien clarament les empreses més grans i/o amb major potencial d'inversió com les més «noticiables» per als seus lectors.

Respecte a la influència de la premsa econòmica en la decisió d'inversió, els gestors de fons entrevistats consideren que l'impacte és limitat. Els gestors de fons tenen més accés al consellers delegats de les empreses que els periodistes i, per altra banda, tenen més possibilitats d'analitzar les companyies. Segons ells, una de les dificultats dels periodistes és la manca de formació financera suficient per analitzar les empreses.

Tanmateix, el principal problema que Davis posa de manifest és que el circuit informatiu es retroalimenta. Els periodistes obtenen la major part de la seva

informació dels informes dels analistes, així com informació dels departaments de comunicació de les empreses i dels fons d'inversió, però a la vegada els analistes obtenen la seva informació professional dels mitjans de comunicació econòmics i de fonts institucionals. A part, es fàcil que els analistes no siguin independents, ja que les entitats a les quals pertanyen, sobretot quan es tracta de bancs, poden tenir interessos en l'empresa analitzada.

## **Empreses regulades**

A part del biaix a favor de les grans empreses, hi ha un biaix cap a les empreses de sectors regulats. Les empreses de sectors regulats (banca, constructores i autopistes, elèctriques, telefòniques...) són els principals protagonistes de la premsa econòmica. Els guanys de les empreses dels sectors regulats depenen en bona mesura de la seva relació amb l'Administració reguladora, que habitualment és una relació que sovint es qualifica de captura del regulador, i que es basa en el fet que la informació sobre el servei és asimètrica ja que, degut a l'especialització del sector o de la matèria, a l'Administració li manca informació.

Les empreses regulades estan molt interessades que l'opinió pública els resulti favorable, i per tant no deixa de ser coherent que influeixin de manera especial en la premsa econòmica. En el treball en el qual he basat aquesta xerrada vaig fer una anàlisi estadística amb dades del 2009 del diari *Expansión* en què comprovava un clar protagonisme informatiu de les empreses dels sectors regulats. El protagonisme encara resultava superior si es consideraven els anuncis.

En una altra prova, agafava les empreses del Dow Jones i mirava l'aparició de notícies en un determinat període en el *New York Times* i en el *Wall Street Journal*. El coeficient de correlació entre les notícies en el dos diaris era del 0,8. Per tant, la majoria d'empreses presentaven una cobertura similar en el diari general i en l'econòmic. Llavors, les empreses de gran consum proporcionalment apareixien més en el mitjà generalista i les empreses de sectors regulats o dependents de l'Administració preponderaven en la premsa econòmica.

En el cas d'Espanya em vaig trobar que la correlació entre l'aparició de notícies d'empreses de l'IBEX 35 a *Expansión* i *Cinco Días* és del 0,98%, gairebé una correlació perfecta, de manera que em vaig decidir a comparar una ponderació de



les notícies a *Cinco Días* i *Expansión* amb les notícies a *El País*. La correlació entre les notícies a *El País* i a *Expansión* i *Cinco Días* és del 0,88 %. Les empreses de l'IBEX que presenten en aquest cas una cobertura similar a la premsa generalista i a l'econòmica són poques. En el costat generalista destaca Telefónica, que a part de ser molt regulada és de gran consum, i en l'econòmic, ACS, Bankinter, Gamesa, Ferrovial, FCC.

Aquesta anàlisi estadística corrobora els resultats d'un altre autor que ha tractat del paper de les empreses regulades en la informació econòmica, Paul Milgrom (1981 i 2008). Milgrom ha desenvolupat la idea dels anomenats *jocs de persuasió*, en els quals, per exemple, una empresa regulada intenta influir sobre el regulador proveint selectivament informació rellevant per a la decisió. En una versió del model, en equilibri, l'empresa facilitarà la informació que li sigui més favorable i retindrà la més desfavorable. Si la comunicació entre les parts no té costos i el regulador detecta qualsevol retenció d'informació, llavors el regulador adoptaria una estratègia d'escepticisme extrem: s'interpreta que la informació s'amaga si només és molt desfavorable, de manera que la resposta esperada és que l'empresa adopti una estratègia de màxima divulgació d'informació, la que li interessa és clar.

## Panorama general

Al començament he hagut de caracteritzar un determinat tipus d'inversor per veure de quina manera podia tenir influència la informació econòmica en la presa de decisions d'inversió. Comentava que el predomini de l'inversor irracional estava en la base de les bombolles. Doncs, per acabar-ho d'adobar, resulta que aquest «inversor irracional» no és ningú en concret, és una manera de procedir. Un mateix inversor pot tenir un comportament racional o irracional, segons les ocasions. Això ja ho explicava Keynes. Hi ha èpoques de tranquil·litat i racionalitat i èpoques d'irracionalitat o d'exuberància irracional, prenent el títol del llibre més famós de Robert Shiller (*Irrational exuberance*). L'estat d'opinió és cabdal.

Pel que fa als mitjans de comunicació, són uns intermediaris. Per un costat tenen un lector als que han d'interessar. Un tema pot ser rellevant, però el lector l'ha de «comprar». Per tant, és natural, doncs, que els mitjans tinguin tendència a la «història memorable», a l'heroi o el malvat.

Això passa fins i tot sense que hi intervinguin persones. Internet ofereix la possibilitat que un autor doni a conèixer la seva obra, però en conjunt hi ha la impressió que les diferències entre els que concentren l'atenció i la resta encara s'aguditzen. És el fenomen que s'anomena *winner takes all*.

Respecte a les fonts d'informació dels mitjans, aquestes són les empreses; per tant, d'entrada és una informació asimètrica, a la vegada hi ha biaixos, com hem vist amb les grans empreses i les empreses regulades, i a més hi ha retroalimentació d'origen quan el mateix emissor percep la realitat a través del que es publica en els mitjans de comunicació que són receptors de les mateixes empreses.

La «bombolla» gran o petita és el resultat natural de combinar tots aquests ingredients. Què és pot fer per què aquest *cocktail* sigui menys explosiu? Una mesura és la formació econòmica del públic en general. Aquesta és la principal mesura proposada per Shiller dins del que ell anomena *renovació de les infraestructures informatives*. És una proposta molt adient amb el fet que ha augmentat molt el nivell formatiu de la població.

Per la banda de les fonts informatives, s'ha de vetllar per la competència i transparència informativa.

La informació és un bé públic, i a mi em sembla que estaria bé tenir una sindicatura de greuges de la informació. Els mitjans ja tenen uns consells que vetllen pel compliment d'un codi deontològic, però també hauria d'haver-hi un codi deontològic i uns organismes unificats que garantissin el seu compliment.

També s'hauria d'impulsar uns estudis de postgrau sobre informació econòmica, no solament per a periodistes, sinó per a economistes o advocats. I això per interès general i de totes aquelles empreses i sectors afectats per la informació econòmica, com ara mitjans de comunicació, empreses, instituts d'informació i estadística, consultories, etcètera.