

INFORMACIÓ ECONÒMICA ALS MITJANS I PRESA DE DECISIONS D'INVERSIÓ

Joaquim Perramon. Grup de recerca IAFI (UB)

Societat Catalana d'Economia, 1 de desembre de 2014

Encaix teòric

El que tractaré seguidament està basat en un treball propi realitzat en el marc del Grup d'Investigació IAFI, 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 de *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 cites, 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 els 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 complexe i pot ser extraordinàriament confós 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.

Per tot això és per a mi un gran honor que m'hagin invitat a participar en aquesta xerrada d'avui. No sé si ajudaré a lligar caps però si més no presentaré una sèrie de reflexions sobre les que he investigat i potser resultin d'algun interès.

El primer problema a plantejar és com encaixa la informació econòmica als mitjans amb la teoria econòmica. Aquí hem viscut una bombolla on els mitjans no sembla que hagin estat 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 es la millor manera de minimitzar el risc. El rendiment que s'obté amb aquesta estratègia és un rendiment mig a partir de cada una de les accions de la cartera.

Aquesta teoria de la inversió parteix de la hipòtesi fonamental de 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 en repetides ocasions.

Des d'aquest punt de vista, no s'espera que la informació econòmica als mitjans de comunicació tingui cap efecte sobre l'estratègia inversora que consisteix en 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 sis 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 la teoria no va donar importància a la bombolla, considerant que es tractava d'un desajust temporal. El mercat, deien, no s'equivoca.

Malgrat aquest predomini teòric aclaparador, ens trobem que inversors com Warren Buffet, d'un èxit fora de dubte menyspreen la teoria de la inversió dominant. Ell considera que les decisions d'inversió s'han de prendre d'una altra manera a com indica la teoria. No es tracta d'escampar uns recursos en una cistella, sinó que s'ha de 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 Buffet ve a coincidir amb la que tenia J.M. Keynes. De fet amb aquests principis jo considerava, a la meva tesi doctoral, que es podia modelitzar un mètode d'avaluació

d'inversions coherent, on 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 seria simplement una proporció entre taxes de rendibilitat.

Però la diferència fonamental entre l'estratègia inversora de Warren Buffet 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 Buffet o Messi jugant al futbol, no es basen en les estadístiques per a 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 a actuar. A no ser, 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, i les que eren la ciència i la filosofia pràctica, basades en l'acció, que servia per afrontar amb èxit la incertesa.

Warren Buffet 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 l'èxit d'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, cosa que seria altament improbable, de la mateixa manera que és altament improbable tirar una moneda moltes vegades i que sempre sortís cara. Però aquesta descripció no encaixa amb el cas de Warren Buffet. Ell és una *rara avis*, en això si que es 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 en base a un relat propi que es construeix d'acord amb els seus coneixements, experiència i la informació que rep. D'aquests inversors n'hi ha algun com Warren Buffet 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 dóna importància a aquest inversor intuïtiu, també anomenat 'inversor irracional' encara que el nom no agrada a ningú. L'inversor irracional estaria a la base del fenomen de les bombolles. I aquest tipus d'inversor sí que es influenciaria per la informació econòmica als mitjans.

Segons Robert Shiller, una de les teories més antigues dels mercats financers, expressada en diaris 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, podent provocar una bombolla. Ell, a part de teòric de l'economia, és un divulgador i va il·lustrar aquest procés amb la Tulipmania, una bombolla especulativa que va haver 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, al 1840, el periodista escocès Charles Makay.

Shiller, considerant que els mitjans estan profundament implicats en els períodes anomenats d'exuberància irracional, 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 de 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 que es desenvolupen els esdeveniments del mercat.

També il·lustrà amb exemples el fet de que els mitjans de comunicació, com a conseqüència de 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, entre d'altres.

Andrei Shleifer (1980, 2000 i 2005), juntament amb altres autors, va considerar la hipòtesi de 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 dels mitjans d'afectar l'opinió del lector, i l'altre tendència o biaix és la de fer **històries memorables; fer herois o malvats.**

Brad Barber i Odean Terrance (2007) han trobat directament relacions en la influència de la premsa sobre els inversors. Ells consideren que els inversors prenen les seves decisions sobre les accions de les **empreses que els hi 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 pròpia 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 a 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 i 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, etc. 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) que han trobat una relació positiva entre l'índex de reputació i el rendiment en el mercat de valors. Havent considerat durant 14 anys les empreses que surten en els 10 primers llocs del ranking de Fortune, resulta que a l'any següent d'aparèixer al ranking, les empreses han experimentat increments del 20,1 per cent en la cotització a la Borsa, mentre que la mitja de increment de l'índex borsari S&P havia estat del 13,1 per cent. 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 l'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.

Auto engany. *Feedback* des de l'origen

Hem vist que la informació apareguda en els mitjans té origen sobretot a partir de la pròpia empresa. Doncs bé, pot passar que l'empresa s'auto enganyi. Aeron Davis, sociòleg de la comunicació, ha analitzat els circuits a través dels quals es transmet la informació de les empreses, descobrint 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 mitjans, 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 a 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 a 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 fons institucionals. A part, es fàcil que els analistes no siguin independents, ja que les entitats a les que 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 en 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 que he basat aquesta xerrada vaig fer una anàlisi estadística amb dades del 2009 del diari Expansión, en el que comprovava un clar protagonisme informatiu de les empreses dels sectors regulats. El protagonisme encara resultava superior considerant 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 els dos diaris era del 0,8. Per tant, el major part de les empreses presentaven una cobertura similar en el diari general i en el econòmic. Llavors les empreses de gran consum proporcionalment apareixien més en el mitjà generalista i les empreses de sector 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 del Ibex 35 a Expansión i Cinco Dias és del 98 per cent, gairebé una correlació perfecta, de manera que em vaig decidir a comparar una ponderació de les notícies a Cinco Dias y Expansión amb les notícies a El Pais. La correlació entre les notícies a El Pais i A Expansión/Cinco Dias és del 88 per cent. 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 Telefònica, 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), ha desenvolupat la idea dels anomenats 'joc 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 de informació, la que li interessa és clar.

Panorama general

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

Pel que fa als mitjans de comunicació, són uns mers intermediaris. Per un costat tenen un seguit de lectors 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 inclús sense que hi intervinguin persones. Internet ofereix la possibilitat de que un autor doni a conèixer la seva obra, però en conjunt hi ha la impressió de que les diferències entre els que concentren l'atenció i la resta encara s'aguditzen. A aquest fenomen se l'anomena *Winner takes all*.

Respecte 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 propi emissor percep la realitat a través del que es publica en els mitjans de comunicació, que són receptors de les pròpies empreses.

La 'bombolla', gran o petita, és el resultat natural de combinar tots aquests ingredients. Què és pot fer per a que aquest *cocktail* sigui menys explosiu? Una 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

Essent la informació un bé públic, 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 per les empreses 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 economistes o advocats. I això per interès general i en particular per l'interès de totes aquelles empreses i sectors afectats per la informació econòmica, com ara mitjans de comunicació, empreses, instituts d'informació i estadística, consultories, etc. Aquesta és una proposta que li semblava clau a Stiglitz.