



Facultad de Ciencias Humanas y Sociales
Grado en Administración y dirección de
empresas

**Las recomendaciones de los analistas y el precio
futuro de las acciones.**

TRABAJO FIN DE GRADO

Autor: Aitor Morales del Oso

Director: Ignacio Cervera Conte

MADRID | Junio 2021

Índice de contenidos

1. RESUMEN	3
1.1 Original	3
1.2 Inglés	3
2. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS	4
2.1 Objetivos	5
2.2 Metodología	6
2.3 Justificación del tema escogido	6
3. MARCO TEÓRICO	7
3.1 Métodos que estiman el valor de una acción	7
3.1.1 Análisis fundamental	7
3.1.2 Análisis técnico	11
3.2 <i>Behavioral Finance</i>	14
3.3 Hipótesis del Mercado Eficiente	17
3.4 Los analistas financieros y sus recomendaciones	19
3.4.1 El papel de los analistas financieros en los mercados.....	20
4. REVISIÓN DE LA LITERATURA	24
5. FACTORES QUE INFLUYEN EN LA IMPORTANCIA DE LOS ANALISTAS FINANCIEROS EN EL MERCADO ACTUAL	28
5.1 Aspecto técnico y los analistas financieros.....	29
5.2 Mercado eficiente y los analistas financieros.....	31
5.3 <i>Behavioral finance</i> y los analistas financieros	32
6. CONCLUSIONES	34
Bibliografía	38

1. RESUMEN

1.1 Original

Este trabajo tiene la finalidad de analizar la importancia y trascendencia que tienen las recomendaciones de los analistas financieros sobre el precio futuro de una acción. Para ello, se analizará el proceso de toma de decisiones de los analistas financieros, identificando los factores más relevantes en sus recomendaciones (análisis fundamental y *Behavioral Finance*). Continuaremos con una identificación de factores que afectan al precio de las acciones, tales como resultados, ciclos económicos o proyección de crecimiento de la empresa en cuestión. Posteriormente, se realizara un estudio de la hipótesis del mercado eficiente, con el objetivo final de encontrar los factores que explican de que manera las recomendaciones de los analistas financieros influyen en el precio de una acción.

Palabras clave: analistas, recomendaciones, mercado eficiente, *Behavioral Finance*

1.2 Inglés

The purpose of this paper is to analyze the importance and transcendence of financial analysts' recommendations on the future price of companies. To this end, we will analyze the decision-making process of financial analysts, identifying the most relevant factors in their recommendations (fundamental analysis and Behavioral Finance). We will continue with an identification of factors that affect the stock price, such as results, economic cycles or growth projection of the company in question. Subsequently, a study of the Efficient Market Theory will be carried out, with the final objective of finding the factors that explain why the recommendations of financial analysts influence the price of a stock.

Keywords: analysts, recommendations, efficient market, Behavioral Finance

2. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS

La base de la investigación se basa en determinar aquellos factores que explican la importancia de las recomendaciones de los analistas financieros sobre el precio futuro de las acciones. Para ello, hablaremos sobre las distintas herramientas que estiman el precio objetivo de una acción, los tipos de analistas, enfocándonos principalmente en los analistas del lado de la venta, analizando todo el proceso de toma de decisiones, factores que afectan al mismo, los distintos tipos de recomendaciones, la hipótesis del mercado eficiente de Fama o el concepto de *Behavioral Finance*.

En cuanto a las herramientas que estiman el precio de una acción, comenzaremos con el estudio del análisis fundamental, basado en cómo los resultados económicos, noticias, eventos corporativos o decisiones macroeconómicas son algunos de los factores que determinan el precio final de una acción. Se hará especial énfasis en este tipo de análisis, al ser la base en la cual se sustentan las recomendaciones de los analistas financieros.

La otra herramienta a analizar será el análisis técnico, muy distinto del análisis fundamental. Un análisis basado en la evolución histórica del precio de una acción que intenta predecir el precio futuro de la misma, a través de la repetición de patrones y tendencias. El análisis de estos factores informará a los analistas de señales de venta, de compra o momentos de estabilidad (mantener), que ayudará al analista a realizar las recomendaciones pertinentes acerca de dicha acción. Sin embargo, este tipo de análisis está dirigido a especuladores, cuyo objetivo es obtener rentabilidades en el corto plazo y sin tener en cuenta la información económica de la empresa en cuestión.

Finalmente, alejado de la metodología de los anteriores análisis, el último factor a tener en cuenta será el *Behavioural Finance*, es decir, la psicología de los agentes que participan en los mercados financieros. A raíz de los resultados del análisis fundamental y técnico, se crean una serie de expectativas que establecen un sentimiento de mercado que, a su vez, marcará una visión positiva (de compra), negativa (de venta) o neutral. Este concepto cobra especial importancia al ser uno de los pilares que justifican la importancia de los analistas financieros y su capacidad de influencia en el mercado actual.

El papel de los analistas financieros será el de recoger toda la información anterior y realizar las recomendaciones pertinentes en tres (comprar, vender, mantener) o cinco niveles (vender, infraponderar, mantener, sobreponderar, comprar). Además, se mostrarán los pasos a seguir por los analistas a la hora de elaborar una recomendación. Analizaremos el papel de los analistas financieros en el mercado actual, al igual que las normas que rigen su actividad, sus códigos de conducta o el contenido de sus informes.

También se realizará una investigación acerca de la hipótesis elaborada por Eugene Fama sobre los mercados eficientes. En ella, distinguiremos los diferentes tipos de mercados en función de la información disponible y, finalmente, desgranaremos las bases sobre la cual se sostiene esta teoría, con el objetivo de relacionarlo posteriormente con el papel de los analistas financieros.

En la revisión de la literatura, se procederá a analizar los trabajos que justifiquen la importancia e influencia de los analistas financieros en el mercado, así como aquellos trabajos que cuestionan el papel de los analistas financieros, para posteriormente explicar los factores que contribuyen a estos hechos.

Finalmente, y relacionando todos los conceptos teóricos anteriormente explicados, se identificarán los factores principales para determinar la influencia final de los analistas financieros sobre el precio futuro de las acciones y las evidencias que justifican esta decisión.

2.1 Objetivos

El objetivo fundamental de la investigación es el de identificar los factores más trascendentes que justifican la importancia de las recomendaciones de los analistas financieros sobre el precio de una acción. Para ello, se realizará un análisis acerca del papel de los analistas en el mercado financiero, sus procedimientos o los tipos de analistas. Posteriormente, se realizará un estudio de las dos principales herramientas que estiman el precio de una acción: análisis fundamental, análisis técnico y el análisis de factores externos como es el *Behavioural Finance*. Finalmente, se procederá a estudiar la hipótesis del mercado eficiente para su posterior análisis. A través de la relación de todos

los conceptos teóricos, se justificarán los motivos que explican como una recomendación tienen influencia sobre el precio.

2.2 Metodología

Para responder a la pregunta de investigación y cumplir con los objetivos propuestos en este trabajo, se llevará a cabo una metodología basada en dos principales factores, ambos cualitativos.

En primer lugar, se empleará la revisión bibliográfica con la que, a través de libros, artículos académicos e informes, se responderán a los primeros puntos del índice de manera más teórica, como los factores que afectan al precio de una acción, el papel de los analistas financieros, la hipótesis del mercado eficiente o el concepto de *Behavioral Finance*.

En segundo lugar, se realizará una revisión de los trabajos realizados que corroboran la importancia, o no, de las recomendaciones de los analistas financieros sobre el precio futuro de las acciones, con el objetivo de identificar qué factores son determinantes para que esto suceda.

2.3 Justificación del tema escogido

Los cinco años cursados en la Universidad Pontificia Comillas me han permitido desarrollarme personal y profesionalmente. El doble grado que he cursado me ha ayudado a saber a qué sector me gustaría dedicar mi trayectoria profesional, siendo este el ámbito financiero. Durante este verano, comenzaré mi trabajo como consultor financiero y he encontrado en este trabajo una oportunidad de seguir aprendiendo y creciendo en un mundo tan apasionante. Por este motivo, he decidido enfocar mi trabajo a las recomendaciones de los analistas financieros, y explicar su influencia sobre el precio futuro de una acción. Con este trabajo, espero afianzar los conocimientos adquiridos durante estos años y que me sirva de ayuda para conocer un poco más el funcionamiento de los mercados.

3. MARCO TEÓRICO

3.1 Métodos que estiman el valor de una acción

El precio de la acción de una empresa cotizada representa una estimación del valor real de la empresa en cuestión. Sin embargo, no existe una manera única de analizar cuál es el valor real de una acción. Existen diferentes métodos de valoración basados en el estudio de diferentes conceptos, como es el precio histórico, la información pública de la empresa o factores externos que afectan al precio como es el *Behavioral Finance* o la hipótesis del mercado eficiente, que juegan un papel muy importante en el propio precio.

3.1.1 Análisis fundamental

El análisis fundamental es un método de valoración de activos financieros, que tiene como premisa que se opera en un mercado que no es eficiente. Nació de la mano de John Burr Williams (1938), que afirmaba en su trabajo "*The theory of investment value*", que el valor de una acción viene dado por el valor actual de los ingresos futuros de la empresa, es decir, su valor intrínseco.

Para ello, se realiza un exhaustivo análisis de la empresa, del sector en el que opera, resultados financieros, situación económica, situación macroeconómica, etcétera. Con ello, se intenta predecir el valor futuro de la acción basándose en la prosperidad y solidez económica de la empresa. Para realizar este análisis, se sigue un método analítico que va desde los aspectos más generales a los aspectos particulares de la empresa. Este método, denominado como *Top-down*, permite obtener una visión global del contexto en el que se engloba la empresa para, posteriormente, ir concretando sobre aspectos específicos. Este método englobaría un estudio siguiendo los siguientes pasos:

1. Estudio macroeconómico en el que se rige la empresa, mediante el estudio de variables como los tipos de interés, la inflación o el crecimiento económico. Conocer el entorno en el que opera la empresa es crucial para los intereses de la misma, dado que la situación económica global tendrá una incidencia directa sobre el devenir de la empresa.

2. Análisis del sector en el que opera estudiando las principales características, tendencias, competencia o expectativas de crecimiento. La herramienta más común para realizar este análisis son las 5 Fuerzas de Porter, que engloba un análisis de barreras de entrada y salida, poder de los proveedores, poder de los clientes, productos sustitutos y competidores. Otro método común y más específico es el análisis DAFO, que permite encontrar ventajas y debilidades competitivas frente al resto de empresas del sector. A través de este análisis sectorial, la empresa tratará de conocer aquellos aspectos más relevantes que le permitan diferenciarse y adquirir una posición ventajosa sobre sus competidores.
3. Análisis de la empresa a través de la recopilación de datos económicos, estados financieros, proyectos o expectativas. Este análisis recoge toda la información disponible de la empresa que, posteriormente, utilizarán los analistas financieros para realizar el análisis fundamental de la misma.
4. Análisis del valor intrínseco de la empresa.

En este caso nos centraremos en el punto 4, es decir, en el análisis del valor intrínseco de la empresa. Como hemos observado, el análisis fundamental estudia los estados económicos de la empresa para determinar el precio objetivo de la acción. Existen diferentes métodos para evaluar la situación económica de una empresa en función de factores como el dividendo, la liquidez o las ganancias.

- a. Valoración por múltiplos

El modelo de valoración por múltiplos compara, a través de ratios, la situación económica de la empresa con empresas del mismo sector. A través de esta comparación, este método permite evaluar la situación de la empresa frente a la de sus competidores y, por ende, establecer un precio justo para la acción. A pesar de ser un método basado en el estudio de las ratios de una empresa, la situación de cada empresa es completamente distinta y no todos sus datos son extrapolables a la comparación.

i. EV/EBITDA

Esta ratio compara el *Enterprise Value* de una empresa, es decir, el valor de una empresa, con su EBITDA, es decir, los beneficios brutos de la empresa.

Se trata de una ratio muy objetiva, con dos interpretaciones claras. Por un lado, si la ratio ofrece un nivel bajo, supone unos altos grados de liquidez de la empresa y puede ser recomendable invertir en ella. Por el contrario, si la ratio ofrece unos niveles muy altos, implicará grados de liquidez muy bajos, que pueden derivar en problemas de pago a corto plazo.

ii. PER

$$\text{PER} = \frac{\text{Capitalización}}{\text{Beneficio Neto}} \quad (1)$$

Se trata de la ratio más utilizada por los analistas. Su resultado se interpreta como el número de años necesarios para que el inversor recupere la inversión a través del beneficio neto.

La interpretación del PER puede llegar a ser confusa. Por una parte, un PER muy alto (+25), puede suponer diferentes interpretaciones dependiendo del sector y de la situación específica de la empresa. Un PER muy alto, es decir, donde el beneficio neto de la empresa es muy bajo en comparación al precio de la acción, puede suponer dos cosas: grandes expectativas de crecimiento a futuro o bien todo lo contrario, una situación de alta especulación temporal.

Un PER muy bajo (0-8) supone un beneficio neto muy alto en comparación al precio por acción de la empresa. Nuevamente, esta situación deriva en dos interpretaciones en función de las características específicas. Por un lado, puede indicar que el precio de la acción está infravalorado o bien, por el contrario, que los beneficios tienden a la baja en el futuro.

En niveles intermedios de PER (10-17), generalmente supone una ratio adecuada, siempre y cuando hayamos analizado previamente el PER del sector y de las empresas competidoras.

Mediante la comparación de estas ratios, se establecerá un precio objetivo de la acción, que dependiendo de precio actual, supondrá una oportunidad de inversión para el inversor o bien, identificar que la empresa está sobrevalorada, realizando las pertinentes recomendaciones.

iii. Otras ratios

Otros indicadores comunes a la hora de comparar se basan en el análisis de los datos económicos de la empresa, como el balance o la cuenta de pérdidas y ganancias. Entre este tipo de indicadores encontramos los indicadores de liquidez, o lo que es lo mismo, la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo.

Otro indicador de gran importancia para los inversores es el ROE (*Return on Equity*), pues compara el beneficio neto obtenido en el ejercicio con su *Equity*.

b. Valoración por descuento de flujos de caja libre

Mientras la valoración por múltiplos comparaba los estados económicos de la empresa con su sector, este tipo de valoración tiene como objetivo determinar el valor real de la empresa, teniendo en cuenta las proyecciones futuras descontándolos a la denominada tasa de descuento.

A través de este método de valoración se podrá establecer el precio objetivo de una acción, en función de si los flujos de caja estimados de la empresa están infravalorados o sobrevalorados.

A pesar de ser un método frecuentemente utilizado por los analistas para estimar el precio futuro de una acción, este método no deja de ser una estimación, lo que supone que debemos asumir cierto margen de error al realizar dichas estimaciones.

En conclusión, el análisis fundamental de una empresa es la principal herramienta de análisis de un analista financiero. Se trata de un análisis exhaustivo de la información disponible de la empresa, con el objetivo de encontrar oportunidades donde el precio de cotización no se corresponda con el valor intrínseco de la acción. Tras el análisis realizado se pueden dar tres situaciones distintas: si el precio objetivo fijado por el analistas es mayor al precio de recomendación, se realizará una recomendación de compra. Si por el contrario, el precio objetivo estimado por el analista es menor al precio de cotización, se realizará una recomendación de venta. Finalmente, si el precio objetivo coincide con el precio de cotización, se recomendará al inversor mantener el título.

3.1.2 Análisis técnico

¿Y si los precios históricos de las acciones nos dejara pistas acerca de la evolución del precio futuro de una acción? Fue la pregunta que se planteó Charles Henry Dow (1851-1902). Según Charles, la información histórica acerca de los precios recoge toda la información necesaria para predecir los movimientos futuros del precio de una acción. Según la teoría del Dow (Rhea, 1932), se identifican tres tipos de tendencias principales en el mercado: la tendencia principal (con duración mayor a un año), la tendencia secundaria (con duración estimada menor de un año) y una tendencia menor (entre días y semanas, plenamente especulativa).

A raíz de esta teoría, a lo largo del S.XX se ha generalizado el uso de diferentes herramientas que analizan la evolución del precio histórico de las acciones. (Murphy, 1999)

I. INDICADORES

a. La media móvil

$$\text{Media Móvil Simple} = \frac{\text{Suma Precio Cierre de X sesiones}}{X} \quad (2)$$

Joseph Granville fue el primero en publicar los resultados acerca de esta herramienta, en concreto, de la media móvil de 20 observaciones en 1960.

Se trata de un indicador basado en el precio medio de un activo durante un periodo concreto (20, 30, 40 sesiones). Tras la introducción de la media móvil, se generará un nuevo gráfico con líneas que cortarán a menudo la línea de cotización de la acción. Cuando la media móvil corte de izquierda a derecha en momento de bajada, será un indicador de venta de la acción. Por el contrario, si la media móvil corta de izquierda a derecha en movimiento de subida, será un indicador de compra de la acción.

Cabe destacar la importancia del número de sesiones elegidas para elaborar la media móvil, pues dependerá del horizonte temporal del inversor. Si se trata de un inversor a corto plazo, a menor número de sesiones, mayor número de señales de compra y venta. Si por el contrario interesa más un tipo de inversión a largo plazo, convendrá una media móvil de más sesiones, donde obtendremos menor número de señales de compra y venta pero orientadas a tendencias a largo plazo.

b. RSI

$$RSI_n = 100 - \frac{100}{1 + RS}$$

(3)

Este indicador es la división de las ganancias y pérdidas medias en un periodo determinado. El resultado de esta división, oscilado entre 0 y 100, dará señales de sobreventa, sobrecompra o neutrales al inversor. Todos aquellos valores por encima de 70 son acciones con un alto volumen de ganancias, que puede interpretarse como un alto nivel de saturación del mercado y viceversa. Todos aquellos valores por debajo de 30, son acciones con un alto nivel de pérdidas, indicando oportunidades de entrada para el inversor a un precio económico.

Existen numerosos indicadores como las bandas de Bollinger, MACD, ratio put-call, que ofrecen al inversor los llamados “puntos de venta” o “puntos de compra” que,

utilizándolos de manera conjunta, pueda ayudar al inversor a adelantarse a movimientos y tendencias del mercado.

II. CHARTISMO

Tras el análisis de indicadores que ofrecen señales de compra y venta para el inversor surge el chartismo.

La crisis de 1929 supuso un cambio radical para la bolsa mundial, donde comenzó una carrera por anticiparse a los movimientos del mercado, no solo reduciendo pérdidas, sino generando ganancias para el inversor. El chartismo es el análisis bursátil basado en el estudio de figuras, del análisis gráfico (Achelis, 1995).

Las bases del chartismo giran en torno a la cotización, suponiendo que todos los factores, tanto internos como externos, se ven reflejados en la cotización. Además, estas cotizaciones se mueven por una serie de tendencias que se repiten frecuentemente.

El chartismo tiene tres conceptos claves en los que se basa su análisis. En primer lugar, las líneas de tendencia. La cotización, dependiendo de su rendimiento, puede crear tendencias alcistas (la cotización de la acción sigue un canal alcista) o tendencias bajistas (la cotización de la acción sigue un canal bajista). En segundo y tercer lugar, encontramos los soportes y resistencias. Estos conceptos no son más que niveles de precio donde la acción frena impulsos bajistas (zonas de soporte) o frena impulsos alcistas (zonas de resistencia).

Estos conceptos son importantes dado que son los pilares sobre los que se fundamentan las decisiones de los especuladores, a través del estudio de una serie de patrones que se repiten. Este tipo de señales se traducen en figuras interpretables. El doble techo (o el doble valle, siendo éste su contrario) que indica cambios de tendencia de alcista a bajista o el hombro-cabeza-hombro, que suele indicar un cambio de tendencia bajista, son algunas de estas figuras.

En conclusión, el análisis técnico tiene como objetivo determinar los momentos idóneos de entrada y salida del mercado, a través del análisis de la cotización, tendencias,

confirmaciones de tendencia y figuras. Sin embargo, la empresa pasa a un segundo plano. El desarrollo de la misma deja de tener importancia en este tipo de análisis, centrándose únicamente la cotización a corto plazo. Por esta razón, este tipo de análisis está especialmente dirigido a especuladores que tratan de obtener rentabilidades en el corto plazo.

3.2 Behavioral Finance

Hasta ahora, hemos estudiado un análisis basado en términos numéricos, racionales, donde el inversor, a través de la información disponible, toma una decisión sobre la acción. Sin embargo, no se tiene en cuenta al principal actor de esta ecuación, el propio inversor.

Las teorías tradicionales tenían como base de estudio a un inversor racional, dejando a un lado el sentimiento de mercado. Sin embargo, el mercado financiero tiene un aspecto mucho más irracional, donde los principales actores no siempre actúan como deberían debido a una serie de factores. El origen de este concepto no está claro, aunque muchos economistas afirman que nació del trabajo de Adam Smith acerca del comportamiento del ser humano.

Para desarrollar el verdadero significado de esta nueva psicología financiera, hay que estructurarlo en cuatro pilares básicos: la Teoría de las Perspectivas (*Prospect Theory*), la existencia de límites al arbitraje, la heurística y otros sesgos de conducta y los sentimientos, según el informe llevado a cabo por el Instituto BME (2017).

a. Teoría de las Perspectivas

Esta teoría, desarrollada por Kahneman y Tversky (1987), desarrolla el concepto de utilidad esperada. Esto es que el inversor, en momentos de indecisión, opta por aquellas opciones más útiles y más seguras.

Además, el inversor opta por una decisión basada, no tanto en el número de ganancias, sino en la reducción al máximo de las posibles pérdidas, también denominado como aversión al riesgo. Esto quiere decir que el objetivo último del inversor no siempre será obtener la máxima rentabilidad.

En conclusión, el inversor no siempre opta por aquellas decisiones más rentables y óptimas, sino que existe cierta aversión al riesgo que rompe con las bases del inversor en las finanzas tradicionales, donde el objetivo del inversor es obtener la máxima rentabilidad.

b. Límites al arbitraje

De nuevo, rompiendo con las finanzas tradicionales, se estima que los arbitrajistas del mercado no siempre son capaces de regularlo de manera sistemática, es decir, el precio de la acción no siempre reflejará su valor intrínseco.

Esto se debe a que los arbitrajistas (los inversores) cuentan con una serie de obstáculos al acudir al mercado, ya sea en forma de costes económicos o sentimientos, como es el miedo. Estos obstáculos impiden en muchas ocasiones que el precio no pueda ser corregido.

c. La heurística

Desde el punto de vista del *Behavioral Finance*, el inversor no actúa de manera racional. Esta afirmación supone que el aspecto psicológico tiene una gran importancia.

El ser humano tiende a crear una serie de atajos, ocasionados por experiencias anteriores, para solucionar problemas. Esta serie de atajos pueden traducirse en errores en la toma de decisiones del inversor, confirmando el principio del inversor irracional.

d. Sesgos

De nuevo, el ser humano por naturaleza, puede ser manipulado e influenciado en su toma de decisiones. Los principales sesgos de comportamiento de los inversores pueden ser resumidos en dos tipos: emocionales y cognitivos. Respecto a los sesgos emocionales, el inversor hace frente a diferentes aspectos en su vida cotidiana como el exceso de confianza, el autocontrol o el *status quo*. Todos ellos con una característica en común, son capaces de llevar al inversor a una decisión equivocada en la toma de decisión final. Por ejemplo, en el caso del exceso de confianza lleva al inversor a sobrestimar su nivel

de conocimiento. Un claro ejemplo de este sesgo se refleja en el trabajo realizado por James Montier en 2006, llamado “*Behaving Badly*”. En este trabajo, se preguntó a un importante número de directores de diferentes fondos sobre si su fondo está por encima o por debajo de la media del sector. La conclusión fue especialmente significativa, ya que el 75% de los encuestados respondieron que por encima, un hecho que demuestra como los gestores tienen un exceso de confianza sobre sus propias decisiones. Este sesgo es muy común de ver en los analistas financieros como veremos más adelante.

Por otro lado, los sesgos cognitivos tienen una característica más psicológica. Aspectos como la ilusión de control, la retrospectiva o el anclaje, puede llevar al inversor a tener una mayor o menor aversión al riesgo y por ende, a una alta probabilidad de error. Por ejemplo, el anclaje lleva al inversor a tomar decisiones basadas en hechos que no tienen relación.

En conclusión, existen diferentes tipos de análisis para determinar el precio de una acción. Por un lado, el análisis fundamental gira en torno a la empresa, donde a través del análisis de la empresa en sí, sus resultados, acciones corporativas o indicadores, el inversor puede determinar si la acción estudiada tiene un precio justo. Todo lo contrario es el análisis técnico. La empresa en sí pierde toda la importancia, siendo la cotización de la misma la base del estudio. A través del comportamiento de la acción, donde sigue una serie de tendencias, el inversor puede anticipar el devenir de la cotización futura. ¿Cuál de ellas es mejor? No existe una respuesta correcta, dado que ambas tienen ventajas y desventajas y donde una combinación de ambas puede ayudar al inversor a tomar una decisión más acertada. Sin embargo, sí podemos concluir que es el análisis fundamental el principal análisis sobre el que se basan la gran mayoría de las decisiones de los analistas financieros y los inversores profesionales. Mientras que el análisis técnico está altamente dirigido a especuladores.

Finalmente, se ha rebatido uno de los principios de las finanzas tradicionales, y es que el aspecto psicológico tiene un papel trascendental en los mercados financieros. El inversor no actúa racionalmente, sino que en su vida cotidiana se ve influenciado por una serie de aspectos internos y externos que se ven reflejados en la toma de decisiones. Pero el factor psicológico no solo afecta a los inversores. Los analistas financieros también se ven

influenciados por las emociones, dando lugar a una serie de sesgos como analizaremos más adelante.

Por tanto, si el actor fundamental actúa de manera irracional en la mayoría de ocasiones, hace del mercado un elemento difícil de anticipar.

3.3 Hipótesis del Mercado Eficiente

Tras haber analizado las herramientas que ayudan a estimar el precio de una acción y la importancia de las emociones en el mercado actual, es necesario hacer un análisis profundo del lugar donde opera la acción, el mercado.

Según Eugene Fama (1970), el mercado actúa de manera eficiente. Esto se debe a que en el precio de la acción está reflejada toda la información disponible que al título confiere. Su hipótesis es, a día de hoy, una de las hipótesis sobre las que se construyen las finanzas en la actualidad. Según esta hipótesis, el inversor dispone de toda la información necesaria para valorar el activo, dado que el precio del mismo refleja toda la información disponible. Esta suposición hace que las valoraciones históricas de una acción no tengan ningún tipo de validez a la hora de tomar decisiones. Por lo tanto, podemos resumir los puntos clave de esta hipótesis en tres apartados.

En primer lugar, el precio proporciona toda la información necesaria para tomar decisiones. De esta manera, esta información está al alcance de todos los inversores, que serán capaces de evaluar si el precio se corresponde con su verdadero valor. En segundo lugar, todos los precios evolucionan de manera aleatoria. Este concepto, también conocido como *random walk*, defiende que los precios no siguen unos patrones constantes y definidos, sino que su evolución en el mercado es totalmente aleatoria en el corto plazo. Fama acogió este término para su teoría del matemático Louis Bachelier, que tras un estudio, determinó que los precios no seguían ningún tipo de patrón y que su evolución se debía a la aleatoriedad. Finalmente, la última de las premisas de la hipótesis de Fama era que, en el mercado, las rentabilidades siguen una distribución normal.

La hipótesis de Fama creó numerosas críticas. Sin embargo, hasta el momento, era la única teoría que había sido empíricamente demostrada.

En cuanto al término de eficiencia de mercado, cabe destacar que existen diferentes niveles, en función a la información disponible del mercado en cuestión:

1. Mercado eficiente débil: todo mercado contiene una serie de información histórica disponible para los agentes que operan en él. En el caso de que, a través del uso de esta información, los inversores sean capaces de obtener rentabilidad, se considerará como un mercado eficiente débil.
2. Mercado eficiente semi-fuerte: este tipo de eficiencia se basa en la información pública. Esto quiere decir que a la información histórica se le añade que, además, es pública. En este contexto, sería posible obtener rentabilidades a través del análisis fundamental.
3. Mercado con eficiencia fuerte: En un mercado con eficiencia fuerte, se juntan los dos tipos de información anteriores (histórica y disponible) y se añade la información privilegiada. De esta manera, no es posible obtener rentabilidades significativas a través de la información exclusiva de forma constante.

Según la hipótesis de Fama, el mercado siempre actúa de manera eficiente. En primer lugar, critica que los precios históricos sean un factor significativo a la hora de invertir. Considera que en el precio de una acción está incorporada toda la información disponible, incluida la información histórica del activo, por lo que no es posible generar rentabilidades adicionales. Por otro lado, Fama considera que no debe existir ningún tipo de información privilegiada y, en caso de existir, las rentabilidades obtenidas serían casos puntales y poco consistentes.

Uno de los mayores activos y defensores de la hipótesis de Fama es Burton G. Malkiel. Malkiel (2003) sostenía que Fama estaba en lo correcto, convirtiéndose en uno de sus defensores más importantes. Según afirma Malkiel en su libro, los mercados se comportan de forma eficiente y muy poco predecibles. Malkiel, siguiendo la línea de Fama, considera que predecir el comportamiento de un activo en el corto plazo es realmente complicado. Sin embargo, Warren Buffet sí que ha mostrado su disconformidad con estas afirmaciones. Warren Buffet (1984), en su artículo "*The Superinvestors of Graham-and-Doddsville*" considera como absurdas estas afirmaciones. Para Buffet, la mayor prueba

de que el mercado no es eficiente es que gente como Graham y Dodd han sido capaces de obtener grandes rentabilidades adicionales durante años. En este artículo, Buffet resume la hipótesis del mercado eficiente de forma cómica diciendo que si el mercado fuese eficiente, él estaría pidiendo limosna. Con esta frase, Warren Buffet desmonta la hipótesis de Eugene Fama, basándose las rentabilidades obtenidas por grandes figuras y por él mismo.

En conclusión, la hipótesis de Fama sobre la eficiencia del mercado se presenta como imprescindible para entender la evolución del mismo. A pesar de contar con numerosos apoyos y otros tantos detractores, es una de la hipótesis del mercado que ha marcado un antes y un después en el mundo financiero. A día de hoy, no existe un consenso acerca de si el mercado es o no eficiente. Sin embargo, esta hipótesis permite explicar la verdadera importancia de los analistas financieros en el mercado actual como veremos más adelante.

3.4 Los analistas financieros y sus recomendaciones

Los analistas financieros juegan un papel crucial en los mercados al ser uno de los agentes principales de los mismos, junto a los inversores y a las empresas o activos que componen el mercado.

El analista financiero trata de analizar los fundamentales de la empresa en cuestión, con el objetivo de informar acerca de la situación real de la empresa en términos de rentabilidad-riesgo y otros factores como la liquidez o deuda.

Para la elaboración de estos informes, los analistas analizan los balances, la cuenta de pérdidas y ganancias, y las diferentes ratios que el analista considere significativas. Además, tienen en cuenta diferentes factores ajenos a la empresa que puedan afectar significativamente a la misma, como es la situación macroeconómica del momento, situación política, económica o social.

Los analistas financieros desarrollan su carrera profesional en distintos ámbitos y empresas distintas y, en función de quién les contrató, se les puede diferenciar en tres grupos: analistas del lado de compra, de venta e independientes.

Los analistas del lado de compra suelen trabajar para grandes compañías de inversión y su papel es fundamentalmente la de recomendar los títulos (tras previo análisis) de las empresas más rentables para la compañía. Por tanto, estas recomendaciones son privadas y tan solo tienen acceso a ellas la empresa para la que trabajen.

Los analistas del lado de venta tienen un papel fundamental, no tanto para que la propia empresa se beneficie de estas recomendaciones, sino para los inversores, dado que estas recomendaciones se ofrecen a los inversores externos con el fin de colocar dicha inversión. Por tanto, la elaboración de informes por parte de los analistas del lado de venta son mucho más exhaustivos que los informes elaborados por los analistas del lado de compra y ofrecen una información mucho más detallada de la empresa analizada. Este tipo de analistas han sufrido numerosas críticas, principalmente debido a los escándalos estadounidenses, donde los analistas incurrían en conflicto de intereses, es decir, las recomendaciones de los analistas no reflejaban la verdadera situación de la empresa, con el objetivo de beneficiarse personalmente de estas decisiones. Por ello, tal y como analizaremos más adelante, la Unión Europea implementó una serie de directrices con el objetivo de controlar el ejercicio profesional de los analistas financieros.

Finalmente, en el caso de los analistas independientes y a diferencia del resto, no trabajan para ninguna de las empresas anteriormente mencionadas. Este hecho les permite elaborar informes mucho más objetivos, evitando un posible conflicto de intereses que puedan sesgar las recomendaciones.

La distinción de los tipos de analistas es fundamental, dado que para la elaboración de la investigación, tan solo tendremos en cuenta las recomendaciones de los analistas independientes y de los analistas del lado de venta, que son los que emiten recomendaciones públicas sobre las empresas.

3.4.1 El papel de los analistas financieros en los mercados

Las recomendaciones de los analistas financieros se resumen como opiniones basadas en la información disponible de la empresa, a través del análisis fundamental de la misma.

A partir de este análisis, el analista elaborará recomendaciones de compra (para aquellos activos que el analista considere que el activo está infravalorado), venta (para aquellos analistas que consideren que el activo está sobrevalorado) y de mantener el título (para aquellos analistas que consideren que la acción tiene un precio de cotización acorde al precio objetivo estimado). Cabe destacar que estas recomendaciones son estimaciones, donde el analista establece un precio objetivo y, a partir de ahí, realiza las recomendaciones pertinentes. Todas estas recomendaciones se realizan a través de un proceso organizado, que debe ser aprobado por un comité interno de la casa donde trabaja antes de publicar los resultados.

La influencia de las recomendaciones de los analistas financieros en rentabilidades futuras ya han sido estudiadas anteriormente, destacando trabajos reconocidos como Beneish (1991), donde observó como en aquellos valores con recomendaciones de compra, los inversores obtuvieron un 2% de rentabilidad mientras que, con aquellos valores con recomendación de venta, el activo se devaluó hasta un 3%. Con resultados parecidos, se encuentra la investigación llevada a cabo por Graham y Harvey (1996), donde concluyen con la capacidad de generar rentabilidad sobre aquellas acciones con recomendaciones de compra por parte de los analistas. Los analistas financieros, por tanto, son profesionales cuyas decisiones tienen la capacidad de influir sobre los propios mercados.

La función del analista está muy especializada dado que, generalmente, los analistas están especializados en función del sector. Esta especialización les permite realizar, a través del análisis previo de cada una de las empresas, una serie de informes en los que generan una serie de recomendaciones sobre el activo en cuestión. Al tratarse de meras recomendaciones, no tienen un carácter decisivo. Sin embargo, al ser opiniones realizadas por expertos cualificados, el inversor puede tomar decisiones en base a estas recomendaciones y tienen una gran capacidad de influir.

Sin embargo, el papel de los analistas financieros carece de sentido si creemos que, tal y como afirma Fama, todos los mercados son eficientes. Si esta información fuera cierta, todos los inversores tendrían la información necesaria para evaluar el precio de la acción. Sin embargo, los analistas financieros defienden que la información recogida en el precio no es suficiente y es imperfecta. De hecho, consideran que el mercado se aproxima a la

eficiencia cuando la mayor parte de sus agentes creen que el mercado no es eficiente (Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores).

Tal y como hemos comentado anteriormente, las decisiones de los analistas financieros se fundamentan en un análisis exhaustivo de la información disponible. De este modo, puede emitir recomendaciones basadas en el análisis fundamental de un activo, estimando el valor real del activo en función de una serie de ratios y, por otro lado, pueden emitir recomendaciones basadas en el análisis técnico, dirigido a especuladores, donde a través del análisis de patrones históricos, tratan de obtener conclusiones significativas sobre el comportamiento futuro del precio de la acción.

En los informes finales emitidos por parte de los profesionales, podemos distinguir una serie de características comunes. En su informe, debe de estar bien detallada y recogida toda la información en la cual se basa su recomendación final, distinguiendo tres elementos distintos: los *cash-flows* del activo, la predicción del analista del precio que debe alcanzar y, finalmente, la recomendación en forma de compra, venta o mantener (Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores). El contenido de los informes de los analistas financieros también han variado con el paso del tiempo. Inicialmente, los analistas financieros reflejaban en su informe los resultados del análisis fundamental realizado sobre la empresa en cuestión. Sin embargo, según el artículo “*Information content of equity analyst reports*” (Asquith, Mikhail, & Au, 2005), los informes recogen estimaciones divididas en tres tipos distintos. En primer lugar, se recogen predicciones de los beneficios y los dividendos de la empresa en el momento de la valoración y a futuro. En segundo lugar, se realiza una estimación del precio objetivo para la acción con el horizonte temporal de un año. Finalmente, el informe recoge la recomendación final para el inversor (comprar, vender o mantener). Todos estos informes se realizan a través del análisis de la información disponible de la empresa y permiten a los analistas sacar las conclusiones pertinentes en forma de recomendación o, si procede, realizar modificaciones en dichas recomendaciones.

De esta manera, las recomendaciones finales no son más que una conclusión basada en un estudio previo del activo. Todas las recomendaciones están sujetas a la aprobación de los órganos correspondientes y sujetas a posibles cambios futuros. Esto es que un analista puede modificar la recomendación realizada debido a diversos factores justificados, tanto

a bien como a mal. Estas decisiones suelen tener un impacto sobre los inversores que analizaremos más adelante.

Un aspecto clave en la actividad del analista es la de realizar su trabajo de la manera más objetiva posible, sin que sus informes estén inmersos en un conflicto de intereses. Este punto es uno de los aspectos que más controversia causa en el mundo financiero y es que, los analistas del lado de venta se pueden considerar como agentes duales. De esta manera, se podría considerar que las recomendaciones realizadas tienen el objetivo de vender cierto producto al cliente, perjudicando gravemente los intereses de este último.

Para evitar esta situación, la regulación sobre la actividad del analista financiero está recogida por la Unión Europea a través del Plan de Acción de Servicios Financieros, destacando dos Directivas concretas. Por un lado, la Directiva de Abuso de Mercado o DAM, que nació con el objetivo de crear una serie de normas comunes que regularan el mercado de valores. De esta forma, tratan de evitarse aquellas situaciones en las que se obtengan rentabilidades mayores a costa del uso de información privilegiada, manipulaciones o conflicto de intereses. Por otro lado, existe la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros o MIFID, que es la encargada de regular de forma específica los servicios financieros europeos. La MIFID está orientada a evitar los conflictos procedentes de la prestación de servicios financieros, asegurando una total transparencia. Para ello, los analistas financieros, a través de sus recomendaciones, están expuestos a un exhaustivo control para evitar que estos actúen en beneficio de sus propios intereses (Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores).

En conclusión, los analistas financieros tienen un papel fundamental en el mercado de valores. La elaboración de informes, previo estudio de cada una de las empresas o activos, se resumen en una serie de recomendaciones disponibles para el inversor externo (en el caso de los analistas del lado de venta), o para el beneficio de su propia empresa (en el caso de los analistas del lado de compra). Por ello, los analistas financieros deben de seguir una serie de códigos de conductas, tal y como redacta el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores o IIMV. Los códigos de conducta que resumirían la manera de actuar de los analistas en el mercado es la siguiente:

1. Deben actuar con profesionalidad, ejerciendo su actividad de forma honesta y transparente.
2. Los analistas deben actuar de forma independiente y objetiva, de manera que no existan condicionantes externos que influyan en su trabajo.
3. Tienen la obligación de estar al corriente de la normativa más actual, evitando posibles perjuicios futuros.
4. La elaboración de sus recomendaciones deben estar única y exclusivamente basadas en la información pública que ofrece la empresa y que está disponible para todos los inversores. En ninguno de los casos, los analistas podrán usar cualquier tipo de información privilegiada que les sitúe en una posición de ventaja.
5. Los informes en los que se apoyan para emitir sus recomendaciones deben ser documentos veraces y contrastados, utilizando los métodos de valoración (que en este caso será el análisis fundamental de la empresa) de manera adecuada.

4. REVISIÓN DE LA LITERATURA

La labor de los analistas financieros en el mercado ha sido cada vez más significativa con el paso del tiempo. El mercado de valores se caracteriza por diferentes etapas de euforia del mercado, donde los valores cotizan al alza, y periodos de crisis o pánico, con grandes caídas. Un claro ejemplo de estas situaciones son los dos últimos años.

En el año 2019, según los datos ofrecidos por Investing, el índice estadounidense S&P500 cerró el ejercicio con una rentabilidad anual superior al 28%. Sin embargo, la crisis sanitaria que ha acusado el mundo entero ha supuesto un periodo de pánico en el mercado, con caídas de los principales índices mundiales de hasta un 50%.

En este escenario, la labor de los analistas financieros se antoja fundamental. Sus recomendaciones se convierten en un respaldo para todos aquellos inversores que buscan una opinión objetiva y basada en datos verídicos del activo. Por ello, existen numerosos trabajos que tratan de demostrar la verdadera influencia de las recomendaciones de los analistas en el precio de las acciones. En este apartado, analizaremos algunos de los trabajos más significativos que demuestran que, a través de las recomendaciones de compra o venta, el inversor es capaz de llevar a cabo estrategias rentables, con el objetivo

último de analizar las razones de este fenómeno. Sin embargo, también existen diversos trabajos que cuestionan la labor de los analistas financieros, dando evidencias de que sus recomendaciones no aportan valor alguno al inversor y pueden estar sesgadas. A continuación, realizaremos un análisis de algunos de los trabajos más significativos sobre el papel que tienen los analistas financieros en el panorama actual.

En primer lugar, empezaremos por aquellos trabajos que muestran evidencias de la influencia que ejercen los analistas financieros en el mercado de valores. Para llevar a cabo esta investigación, nos basaremos en el trabajo estadístico realizado por el profesor Ignacio Cervera Conte, profesor de la Universidad Pontificia Comillas.

En su trabajo, tal y como analizaremos más adelante, trata de analizar el impacto que tienen los cambios en las recomendaciones del consenso de los analistas financieros en el mercado español durante un periodo de pánico, como fue la crisis financiera de 2008, analizando la capacidad de aumentar la volatilidad que tienen los analistas financieros.

Existen numerosos trabajos basados en el seguimiento de estrategias basadas en las recomendaciones de los analistas financieros, como es el caso de Gonzalo e Inurrieta (2001), en el que en su trabajo “*¿Son rentables las recomendaciones de las casas de bolsa?*”, demostraron la capacidad de obtener rentabilidades basadas en el seguimiento de las recomendaciones realizadas por los analistas y en sus cambios de las recomendaciones. Otro de los trabajos más relevantes fue el de Juergens (1999), que demostró en su trabajo la capacidad del inversor de obtener rentabilidades superiores a la media basadas en decisiones tomadas en los tres días posteriores a la publicación de la recomendación en cuestión.

Por otro lado, Belcredi, Bozzi y Rigamonti (2003), a través de su trabajo, estudiaron el impacto real que tienen los cambios de las recomendaciones. Para ello, dividieron la investigación en dos fechas diferentes, por un lado la fecha de emisión de la recomendación, y por otro, la fecha tras la publicación de la misma. Su conclusión sugería una rentabilidad anormal durante los tres días posteriores a la emisión de la recomendación.

Finalmente, otros autores como Lehavy y Brav (2003), trataron de analizar y demostrar que, en muchas ocasiones, las recomendaciones de los analistas financieros no tenían un

impacto directo en el precio de la acción. En su trabajo “*An Empirical Analysis of Analysts*”, demostró que el precio de una acción puede tardar meses en ajustarse de forma completa a la recomendación realizada por parte del analista.

A pesar de los numerosos trabajos que existen y corroboran esta teoría, esta investigación profundizará sobre el trabajo realizado por el profesor Ignacio Cervera Conte (2015), con el objetivo de encontrar las razones que justifican la importancia que tienen las revisiones de las recomendaciones del consenso de analistas financieros sobre el precio de las acciones en un contexto de crisis financiera.

Para llevar a cabo su investigación, se recogieron las recomendaciones del consenso de analistas financieros de la base de datos *Factset*. A través de un trabajo estadístico, obtuvo una serie de conclusiones significativas para el devenir de este trabajo. En primer lugar, se observa como los coeficientes de las variables que componen el mercado la etapa anterior a la crisis financiera y durante la crisis financiera son totalmente distintos. Entre estos resultados, destaca la alta volatilidad causada por las revisiones a la baja por parte de los analistas, concluyendo que, en épocas donde el precio de las acciones tienden a la baja (como fue el caso de la crisis financiera de 2008), los inversores se muestran más sensibles a este tipo de revisiones. Además, considera que no todas las variables tienen el mismo peso en la volatilidad de un título, destacando tres de ellas. En primer lugar, siendo esta la más relevante de todas, están las revisiones de los precios objetivos. Esta variable es la que genera mayor volatilidad, dado que se entiende como una situación inesperada que aumenta la incertidumbre o el optimismo, especialmente en periodos de recesión. En segundo lugar, se encuentran las revisiones sobre los beneficios estimados. Uno de los pilares en los que se fundamenta el valor de una empresa son los beneficios que genera. Por ello, la volatilidad de esta variable dependerá de los cambios sobre el beneficio estimado de la empresa que estimen los analistas. Finalmente, la última variable que trata en su informe son las revisiones de los analistas financieros sobre sus propias recomendaciones, siendo esta la que menos influencia tiene en la volatilidad de la acción. Esto se debe a que, en cierto modo, las recomendaciones dependen de las otras dos variables. Un inversor tiene en cuenta dicha recomendación pero hará más énfasis en el precio objetivo estipulado a la hora de tomar su decisión.

El otro trabajo en el que haremos hincapié antes de analizar las causas de este fenómeno es el llevado a cabo por los profesores Juan Carlos Gómez Sala y Germán López Espinosa (2005), de la Universidad de Alicante. En su estudio, ambos trataron de analizar la capacidad de llevar a cabo estrategias rentables siguiendo las recomendaciones del consenso de analistas financieros. Para llevar a cabo esta investigación, se realizó un trabajo estadístico con el objetivo de valorar si la rentabilidad basada en aquellas carteras con las recomendaciones más favorables y más desfavorables por parte del consenso son realmente significativas.

Los resultados obtenidos de dicha investigación son bastante significativos. Ambos autores concluyen que, para aquellos activos con recomendaciones de compra (activos infravalorados, con un precio objetivo mayor al precio de cotización), se generan rentabilidades superiores que con estrategias basadas en recomendaciones de venta. Esto se debe a que, debido a la alta cualificación de los analistas, son capaces de identificar aquellos activos más atractivos, tomando la línea basada en el *value*. Además, una de las conclusiones más interesantes de esta información es que no existe relación significativa entre la rentabilidad obtenida y la información que se dispone sobre dicha empresa. De esta manera, no se obtienen rentabilidades mayores con estrategias basadas en las recomendaciones de empresas de menor capitalización bursátil. A pesar de esto, si que concluyen que la capacidad de los analistas financieros es mayor para recomendar títulos referentes a empresas con mayor capitalización.

En conclusión, existen numerosos trabajos que demuestran sobre la capacidad que tienen los analistas financieros para influir en el mercado de valores. De esta manera, es posible obtener rentabilidades superiores con estrategias basadas en las recomendaciones realizadas por los analistas.

Por otro lado, también se han elaborado trabajos que se oponen a esta teoría. La labor de los analistas financieros en el mercado ha sido altamente cuestionada. Por ejemplo, en el trabajo llevado a cabo por Brown, Call, Clement y Sharp (2015), se realizó una encuesta a más de 300 analistas financieros. Los resultados que obtuvieron fueron bastantes significativos. Por ejemplo, llegaron a la conclusión de que los analistas no tienen en cuenta los informes realizados por otros analistas. Además, hacen hincapié en los sesgos que pueden tener los analistas financieros a la hora de elaborar sus informes, que pueden

tener atenuantes externos que les lleve a establecer cifras por debajo de su valor real. Por ejemplo, el analista puede fijar un precio objetivo que sabe que está por debajo de su valor real.

En la línea del anterior trabajo, Kumar Chopra (1998), mostró evidencias de cómo el excesivo optimismo por parte de los analistas financieros les lleva a crear expectativas significativamente mayores sobre los beneficios estimados de las empresas. Los analistas muestran especial tendencia a pronosticar en un amplio rango de comodidad y sus informes varían en gran medida en función del ciclo económico. Para finalizar, Chopra concluye que las estimaciones de los analistas financieros son más acertadas en periodos de estabilidad y crecimiento económico continuado.

Finalmente, Loh. y Stulz (2018), analizaron el impacto de las recomendaciones de los analistas en los inversores. Los resultados fueron parecidos a los analizados anteriormente, y es que concluyen que las recomendaciones de los analistas tienen un mayor impacto en etapas de crisis económica, dado que durante estos periodos los inversores aumentan su confianza en los profesionales financieros. Además, concluyen que las revisiones a la baja de estas recomendaciones afectan negativamente al devenir de la empresa en cuestión.

En definitiva, la influencia de las recomendaciones de los analistas financieros ha sido estudiada por grandes figuras de las finanzas actuales. Existe un fuerte debate entre aquellos que defienden la importante labor que ejercen los analistas financieros en el mercado de valores y, por el contrario, aquellos que cuestionan la labor de los analistas financieros. Esta situación da lugar a una pregunta que responderemos más adelante: ¿son las recomendaciones de los analistas financieros un factor influyente sobre el devenir del precio de una acción?

5. FACTORES QUE INFLUYEN EN LA IMPORTANCIA DE LOS ANALISTAS FINANCIEROS EN EL MERCADO ACTUAL

Tras la revisión del marco teórico y de la literatura empleada en este trabajo, entramos en el análisis sobre el que se fundamente esta investigación. Existen evidencias empíricas sobre la importancia de las recomendaciones emitidas por parte de los analistas para el

inversor, al igual que existen evidencias que demuestran que el trabajo realizado por los analistas financieros no siempre se asemeja a la realidad. Sin embargo, el objetivo último de este trabajo es el de desgranar las razones por las que el papel de los analistas financieros han incrementado, o no, su importancia en el sector financiero en las últimas décadas. En concreto, trataremos tres factores: la importancia del conocimiento técnico, la relación de la labor llevada a cabo por los analistas financiero y la hipótesis del mercado eficiente y por último, la relación entre los analistas financieros y el conocido “*Behavioural Finance*”, en el que se estudiará la influencia emocional que tienen las recomendaciones de los analistas sobre los inversores.

5.1 Aspecto técnico y los analistas financieros

Tras todo el estudio realizado sobre el papel de los analistas financieros en el mercado de valores, no existe ninguna duda sobre su importancia en el mercado financiero actual. Pero uno de los factores que el rol del analista se haya convertido en una parte fundamentales es una mayor profesionalización del sector, que ha llevado a un incremento significativo de los conocimientos. Por ello, los analistas financieros se han convertido en una figura de apoyo para el inversor a la hora de tomar sus propias decisiones, disminuyendo la desconfianza creada desde hace años sobre el posible conflicto de intereses que acarrea esta profesión.

El nivel de globalización en el que estamos inmersos ha llevado a una situación en la que los inversores no se conforman con sus carteras formadas con títulos domésticos. La inversión en títulos extranjeros se ha convertido una práctica habitual para los inversores, al ser una oportunidad de crear mayores rentabilidades. Consecuentemente, en este proceso de globalización, los analistas suponen una pieza fundamental para un mundo sin descubrir. Tal y como afirma Nicolás López Medina, director de análisis en M&G Valores, en la revista Bolsa y Mercados, los productos financieros y vehículos de inversión han sufrido tal desarrollo que necesariamente ha supuesto un mayor necesidad de asesoramiento por parte del inversor (Bolsas y Mercados, 2014).

Pero todo este respaldo se sostiene mediante un análisis exhaustivo de toda la información disponible de la empresa. A través del análisis fundamental, los analistas financieros han sido capaces de predecir los movimientos futuros de una acción en el medio y largo plazo. En este apartado, es importante distinguir entre aquellas recomendaciones realizadas

siguiendo una línea de valor, donde el analista hace sus recomendaciones a través del análisis fundamental de la empresa, con el objetivo de ayudar al inversor a crear valor en el medio y largo plazo. Por otro lado, también recientemente muy demandado, se encuentran aquellos analistas que hacen sus recomendaciones en función del análisis técnico, dirigido a especuladores que tratan de obtener valor en el corto plazo. Sin embargo, en este caso, nos centraremos en aquella técnica que realmente aporta valor al inversor, como es el análisis fundamental.

El análisis fundamental permite obtener la información necesaria para determinar el estado de una empresa. A través de las ratios, los analistas son capaces de elaborar informes exhaustivos, plasmando toda la información de la empresa. Tal y como afirma la profesora Adriana Carolina Combatt Fandiño (2010), los escándalos corporativos producidos en Estados Unidos antes de la crisis financiera de 2008, fueron un punto de inflexión para la labor del analista financiero. La nueva regulación por parte de la Unión Europea, controlando y mitigando los problemas derivados del conflicto de intereses, han derivado en una mayor confianza por parte de los inversores hacia los analistas financieros. Además, como hemos comentado anteriormente, el trabajo de un analista suele especializarse en un sector específico. Tal y como afirma José Luis Sánchez-Fernández de Valderrama, en la Revista Española de Financiación y Contabilidad, las características de cada sector exigen realizar el análisis fundamental de manera distinta, ponderando diferentes variables en función de su importancia (Valderrama, 1991). Una evidencia más de la necesidad de estos profesionales y que justifica el verdadero valor de sus recomendaciones.

Por tanto, esta creciente profesionalización, unido a una regulación mucho más estricta por parte de los grandes organismos que regulan la actividad financiera, han supuesto un incremento de la importancia del analista financiero en el mercado. Una confianza depositada sobre un profesional que, a través de la herramienta de análisis más fiable para conocer el estado de una compañía, como es el análisis fundamental, ha permitido los inversores obtengan rentabilidades basadas en las recomendaciones de los analistas financieros. Además, este tipo de análisis rompe con el factor que veremos a continuación, que es la hipótesis de los Mercados Eficientes. Según Fama, el análisis fundamental carecería de sentido, dado que toda la información disponible ya está

reflejada en el precio. Sin embargo, como veremos a continuación, esta afirmación no es cierta.

5.2 Mercado eficiente y los analistas financieros

La hipótesis del mercado eficiente, llevada a cabo por el economista estadounidense Eugene Fama (1970), defiende que el precio de todos los activos recoge toda la información disponible sobre el mismo y, por tanto, refleja su valor intrínseco. De esta manera y según esta hipótesis, no es posible para el inversor obtener rentabilidades superiores a la media de forma consistente. A esta afirmación se le suma la posibilidad de obtener rentabilidades extraordinarias en el corto plazo, debido a una ineficiencia temporal, basada en que no toda la información disponible está totalmente incorporada de forma inmediata, lo que provoca una serie de fluctuaciones que, en el medio o largo plazo acaba siendo corregida.

Esta hipótesis es muy importante para entender la relevancia de los analistas financieros en el mercado actual. Para estos profesionales, el mercado no es eficiente, y es que si lo fuera, no tendría sentido su papel en el mercado. Los analistas financieros parten de la base de que el mercado no es eficiente, dado que existe información adicional que permite obtener rentabilidades extraordinarias. Si los mercados fueran eficientes, la realización de los exhaustivos informes y la elaboración de las recomendaciones del mercado carecerían de sentido alguno (el precio reflejaría toda la información disponible). Por tanto, si los analistas partieran de la suposición de que el mercado es eficiente, el mismo se convertiría en un mercado totalmente ineficiente (Quiroga, 2017).

Por tanto, los analistas financieros actúan desde la base de que los mercados no son eficientes, algo que de manera contradictoria, acerca al mercado a la eficiencia. La razón de esto es que los analistas, al hacer recomendaciones sobre una acción, influyen de manera directa sobre los inversores, que pueden tomar sus decisiones en base a esta recomendación. Este hecho influye de manera directa en el precio de la acción, contribuyendo a aumentar la eficiencia del mercado. Todos los analistas compiten por encontrar la información necesaria que genere valor y rentabilidad al inversor, contribuyendo a una mayor eficiencia al acercar a la acción a su valor real.

La hipótesis del mercado eficiente es una de los fundamentos sobre la que se apoya el trabajo de los analistas financieros. Por esta razón, su estudio resulta necesario para entender la forma en la que actúa el mercado y, consecuentemente, los analistas financieros.

A través de las recomendaciones de los analistas financieros, los inversores toman una serie de decisiones que terminarán por ajustar los precios de mercado. De esta manera, se explica la importancia que tienen las recomendaciones de los analistas financieros sobre el precio de la acción, a través de la influencia que tiene sobre el inversor.

5.3 *Behavioral finance* y los analistas financieros

Históricamente, el hombre como sujeto inversor se había descrito como un ser racional que actúa sin que sus emociones influyeran en sus decisiones finales. Sin embargo, poco a poco esta teoría fue perdiendo fuerza a favor de la irracionalidad del inversor en el mercado.

Actualmente, no es posible entender el funcionamiento del mercado sin tener en cuenta la irracionalidad del inversor. Como hemos analizado en el marco teórico, el inversor está expuesto a una serie de emociones que se traducen en diferentes sesgos que perjudican su racionalidad en el momento de invertir. En este contexto, la figura del analista financiero coge más fuerza.

Ante una situación de irracionalidad, donde los inversores no siempre se comportan como deberían, la figura del analista financiero se postula como imprescindible. Un profesional cualificado, a través de sus informes y recomendaciones, tiene la capacidad de influir sobre la decisión del inversor. Como hemos podido observar en el trabajo realizado por el profesor Ignacio, y especialmente acentuado en momentos de crisis económica, la volatilidad causada por las recomendaciones y cambios en factores como el precio objetivo por parte de los analistas, se explican por la reacción emocional que causan sobre el inversor. Los periodos en los que las cotizaciones tienden a la baja, crean una atmósfera de incertidumbre que se refleja en las actuaciones del inversor. Por ello, independientemente de estos momentos, es importante formar una cartera que la

compongan empresas con un análisis fundamental robusto, donde a pesar de que pueda tener pérdidas durante un tiempo concreto, el inversor esté seguro del verdadero valor de la acción.

Este concepto choca, a su vez, con la hipótesis de Fama. Y es que según afirma Josefina Martínez (2003), existen pruebas empíricas que demuestran que el precio de una acción puede no ajustarse a su valor real a causa de las emociones y sesgos de los inversores. La hipótesis llevada a cabo por Eugene Fama adquiere todo su sentido en un contexto donde los agentes que componen en el mercado, actúan de forma racional. Sin embargo, esto no sucede así. El mercado pasa por una serie de ciclos en los que factores ajenos al propio mercado, como son los factores psicológicos, tienen una incidencia decisiva en ellos. El inversor racional, según Adrián Mitroi y Alexandru Oproiu (2014), es aquel capaz de controlar sus dos facetas en el momento de la inversión: su faceta más intelectual donde el inversor analiza los factores, y la faceta más racional, donde el inversor tiene que ser capaz de controlar sus emociones.

Pero el factor psicológico, tal y como hemos podido analizar en la revisión de la literatura previa, juega un papel fundamental en los analistas financieros, destacando dos sesgos principales como son el *herding* y el exceso de optimismo.

Los analistas financieros muestran, en ocasiones, cierta tendencia a un exceso de optimismo, sobrevalorando sus opiniones frente a otras. Esta situación provoca un ensalzamiento interno de sus propias habilidades que pueden dañar la integridad de sus informes. Un claro ejemplo es el estudio llevado a cabo por Yanran Wu, Tingting Liu, Liyan Han y Libo Yin (2018), en el que demostraban como los analistas financieros tienen a crear estimaciones más optimistas para contentar a sus clientes. Este sesgo implica un distanciamiento de los precios objetivos estimados por los analistas y el verdadero precio de la acción. Por otro lado, el *herding* también juega un papel fundamental. Este concepto se refiere a la imitación de un comportamiento que se produce de forma masiva. Es decir, los analistas financieros tienden a tomar sus decisiones en base a las decisiones del resto de analistas del mercado. En el estudio llevado a cabo por Bart Frijns, Thanh D. Huynh (2018), se sacaron unas conclusiones muy interesantes acerca de la influencia de los medios de comunicación en los analistas financieros. En primer lugar, determinaron que los analistas financieros hacen menor número de recomendaciones sobre aquellas

acciones más seguidas por los medios. En segundo lugar, los analistas tienden más a tomar decisiones en manada cuando la empresa en la que trabajan tienen una visión negativa de los medios. Esto son tan solo algunos ejemplos que demuestran que los sesgos también afectan al analista financiero, lo que puede derivar en errores manifiestos en sus informes.

En definitiva, uno de los factores más decisivos que explican la alta volatilidad de los mercados en ciertos momentos son las emociones de los inversores y de los analistas financieros. Los analistas financieros juegan un papel crucial con sus recomendaciones para el inversor, hasta el punto que es capaz de influir de manera positiva y negativa en sus decisiones finales, tal y como demuestran los trabajos previamente citados. Es por esto que el concepto de *Behavioral Finance* tiene un papel fundamental para entender el mercado. Por un lado, tiene una relación directa con la hipótesis del mercado eficiente, ya que rompe con la supuesta racionalidad del inversor a la hora de tomar decisiones, a pesar de que el precio refleje toda la información disponible. Por otro lado, es la razón fundamental que explica como las recomendaciones de los analistas financieros influyen en el precio de una acción. Los analistas financieros son figuras con gran capacidad de influencia y que juegan un papel crucial en los mercados. Sin embargo, un aspecto muy a tener en cuenta es la racionalidad del propio analista en su toma de decisiones. Los analistas se ven frecuentemente afectados por una serie de sesgos que pueden alterar los informes y las recomendaciones emitidas sobre las acciones. Por tanto, las finanzas conductuales afectan a todos los actores del mercado, provocando una serie de alteraciones a causa de la irracionalidad y las emociones.

6. CONCLUSIONES

A través de este trabajo, hemos identificado las principales herramientas de análisis para determinar el precio de una acción. Por una parte, el análisis fundamental sobre el cual se sostienen las recomendaciones de los analistas financieros. Este tipo de análisis se basa en el estudio de los estados económicos de la empresa para determinar el precio objetivo de la acción. De modo que te permite realizar una valoración a través de la información disponible de la empresa en cuestión. Por otro lado, encontramos el análisis técnico. Este tipo de análisis, aunque también es utilizado por los analistas en determinadas ocasiones, está especialmente dirigido a especuladores cuyo objetivo es obtener rentabilidades en el

corto plazo. El análisis técnico se caracteriza por un estudio de la información histórica de la acción, a través de tendencias o el estudio gráfico.

Además, se han analizado dos conceptos clave para entender la importancia de los analistas financieros en la actualidad: la hipótesis del mercado eficiente y el *Behavioral Finance*. En primer lugar, la hipótesis del mercado eficiente de Fama es importante para entender el funcionamiento del mercado. Esta teoría sostiene que en el precio de una acción está incluida toda la información disponible, de modo que no es posible generar rentabilidades superiores a la media en el medio y largo plazo. En segundo lugar, las finanzas conductuales se presentan como imprescindibles para conocer porqué el inversor se comporta así en el mercado. Y es que chocando con las teorías tradicionales, el inversor y los analistas son seres irracionales y sus emociones juegan un papel trascendental en el mercado. Aquí resurge la importancia del analista financiero para el inversor, capaz de influir en sus decisiones finales a través de sus recomendaciones.

El estudio realizado sobre los diferentes trabajos de investigación nos ha permitido entender el debate existente sobre la influencia que tienen los analistas financieros en el mercado de valores. A través del estudio realizado por el profesor Ignacio Cervera, hemos podido corroborar como el cambio en las recomendaciones del consenso de analistas influyen en la volatilidad del mercado, especialmente en etapas de crisis económicas. Por otro lado, el estudio realizado por los profesores Germán López y Juan Carlos Gómez nos ha permitido concluir que, apoyado en un trabajo estadístico, es posible obtener mayores rentabilidades a través de estrategias basadas en las recomendaciones de los analistas financieros. Por otro lado, los trabajos llevados a cabo por autores como Kumar Chopra (1998) o Brown, Call, Clement y Sharp (2015) concluyen que las recomendaciones de los analistas financieros no siempre muestran la realidad, dado que sus informes están sesgados por diversos motivos. Los analistas financieros se ven influenciados por sesgos que reducen la veracidad y la objetividad del informe emitido y de sus recomendaciones. Si el precio objetivo estimado está sesgado, no se adecuara con la realidad y llevará al inversor a tomar una decisión equivocada. Este debate planteado nos permite analizar los factores que evidencien o critiquen el papel de las recomendaciones de los analistas financieros en el precio de una acción.

Para finalizar este trabajo, hemos realizado un análisis de los factores que justifican la importancia de las recomendaciones de los analistas financieros en el precio futuro de las acciones, distinguiéndolo en tres factores distintos pero relacionados entre sí. En primer lugar, encontramos el factor técnico. La creciente profesionalización de los analistas se ha traducido en una mayor confianza por parte del inversor, apoyado por una mayor regulación de la actividad financiera que desempeñan. En un contexto económico global, ante la demanda de inversiones extranjeras, los analistas financieros adquieren un papel más importante si cabe actuando como figura de apoyo para el inversor. A través del análisis fundamental, los analistas tratan de analizar la información disponible de la empresa buscando posibles desajustes en los precios de cotización. Estos desajustes se transforman en recomendaciones de compra y venta para el inversor. Además, durante los últimos años, el análisis técnico también ha sido usado en determinadas ocasiones por los analistas financieros, con el objetivo de emitir recomendaciones sobre títulos para los especuladores del mercado.

Por otro lado, encontramos la influencia de la hipótesis del mercado eficiente en los analistas financieros. Esta teoría parte de la base de que toda la información disponible está recogida en el precio de una acción. Sin embargo, los analistas financieros creen que el mercado no es eficiente y que por tanto, es posible obtener rentabilidades superiores a la media, ya que no toda la información está recogida en el precio. Contradictoriamente, el hecho de que los analistas financieros partan de la premisa de que el mercado no es eficiente, acerca al propio mercado a la eficiencia. Esto se debe a que, a través de sus recomendaciones y su influencia sobre el inversor, el precio va corrigiendo a su valor real. Este hecho no significa que el mercado sea o no eficiente, simplemente es un factor que explica como los analistas financieros son un actor fundamental para que el mercado se acerque a la eficiencia.

Finalmente, se ha analizado lo que consideramos que es el factor clave que explica el resto de variables. Este factor es el concepto de *Behavioral Finance*. La gran mayoría de las teorías antiguas parten de la premisa de que el inversor es un ser racional, sin embargo, esto no es así. El inversor, como ser humano, está constantemente influenciado por sus emociones. Las recomendaciones de los analistas financieros provoca un sentimiento de mercado que influye al inversor en su toma de decisiones. Sin embargo, el inversor debe analizar detenidamente estas recomendaciones dado que, al igual que ocurre con los

inversores, el factor psicológico juega un papel fundamental en los analistas financieros. El *herding* o el exceso de confianza son los dos sesgos más comunes y que alteran la objetividad de los informes emitidos por parte de los analistas.

Todos estos factores tienen una relación directa entre ellos. En primer lugar, el análisis fundamental utilizado por los analistas parte de la premisa de que el mercado no es eficiente. Los analistas financieros, con su gran capacidad de influencia en las decisiones del inversor, influye en el precio de las acciones, acercando a estos a su valor real y por tanto, creando un mercado que se acerca a la eficiencia.

Con este trabajo, hemos podido ahondar sobre el papel que ejercen las recomendaciones de los analistas financieros en el precio de la acciones. Sin duda, la influencia que tienen los analistas financieros es evidente. En primer lugar, la actividad llevada a cabo por parte de los analistas ayudan al precio a ajustarse a su valor real, contribuyendo a una mayor eficiencia del mercado. Sin embargo, hay que ser precavidos a la hora de seguir estas recomendaciones. Existen evidencias empíricas que demuestran la capacidad de influencia de los analistas financieros sobre el inversor a través de sus recomendaciones, sin embargo, estas recomendaciones pueden estar sesgadas y no ser coherentes con la realidad. El inversor debe tener la capacidad de análisis y debe ser capaz de interpretar los informes emitidos por los analistas financieros antes de tomar la decisión.

En conclusión, considero que las recomendaciones de los analistas financieros tienen la capacidad de influir sobre el precio futuro de una acción, especialmente en etapas de recesión económica. Sin embargo, esto no quiere decir que todas las recomendaciones emitidas por parte de los analistas sean certeras. Se deben tener en cuenta muchos factores antes de tomar la decisión de invertir en un activo, como los sesgos de los principales actores del mercado. Por tanto, el papel de los analistas financieros puede acercar, o no, al mercado a la eficiencia, contribuyendo, o no, al reajuste del precio de una acción a su valor real. Sin duda, las finanzas conductuales o *Behavioral Finance* es el factor más importante para determinar la influencia de los analistas financieros en el mercado de valores.

Bibliografía

- Achelis, S. (1995). *Análisis Técnico. De la A a la Z*. Probus.
- Asquith, P., Mikhail, M., & Au, A. (2005). Information content of equity analyst reports. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 245-282.
- Beneish, M. (1991). Stock Prices and the Dissemination of Analysts' Recommendations. *Journal of Business*, 64, 393-416.
- Bolsas y Mercados. (2014). Recuperado en Mayo de 2021, de ¿Cuánto vale una recomendación?: https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5092__Cuánto_vale_una_recomendación____el_análisis_y_los_analistas_financieros_hoy
- Brav, A., & Lehavy, R. (2003). An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short Term Informativeness and Long Term Dynamics. *The Journal of Finance*, 58(5), 1933-1968.
- Belcredi, M., Bozzi, S. y Rigamonti, S. (2003). The impact of the research reports in Italy. *EFMA 2003 Helsinki Meetings. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=391680>*
- Buffet, W. (1984). The Superinvestors of Graham-and-Doddsville. *Hermes*, 4-15.
- Call, A., Clement, M., Sharp, N., & Brown, L. (2015). Inside the “Black Box” of Sell-Side Financial Analysts. *Journal of Accounting Research*, 53(1), 1-47.
- Cervera, I. (2015). El consenso de los analistas financieros antes y durante de la crisis financiera: una evidencia en el mercado continuo. *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, 95, 123-150.
- Chopra, V. K. (1998). Why so Much Error in Analysts' Earnings Forecasts? *Financial Analysts Journal*, 54(6), 35-42.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fandiño, A. C. (2010). *La responsabilidad del analista financiero como tercero de confianza*. Bogotá: Vniversitas.
- Frijns, B., & Huynh, T. (2018). Herding in analysts' recommendations: The role of media. *Journal of Banking & Finance*, 91(C), 1-18.
- Gonzalo, V., & Inurrieta, G. (2001). ¿Son rentables las recomendaciones de las casas de bolsa? *IX Foro de Finanzas*, Pamplona, 171-180.

- Graham, J. R., & Harvey, C. (1996). Market timing ability and volatility implied in investment newsletters' asset allocation recommendations. *Journal of Financial Economics*, 42(3), 397-421.
- Instituto BME. (2017). Recuperado en Enero de 2021, de Behavioral Finance: ¿Por qué los inversores se comportan como lo hace y no como deberían?: https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5270_Behavioral_Finance___Por_qué_los_inversores_se_comportan_como_lo_hacen_y_no_como_deber%C3%ADan_
- Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores. (s.f.). *Análisis de información útil y relevante para la toma de decisiones*. Recuperado en Abril de 2021, de <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/06-capitulo-6.pdf>
- Juergens, J.L. (1999). "How Do Stock Markets Process Analysts' Recommendations?", Working Paper, The Pennsylvania State University.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1987). Teoría prospectiva: un análisis de la decisión bajo riesgo. *Infancia y Aprendizaje*, 30, 95-124.
- Loh, R., & Stulz, R. (2018). Is Sell-Side Research More Valuable in Bad Times? *Journal of Finance*, 73(7), 959-1013.
- Lopez, G., & Gomez Sala, J. (2005). El valor de las recomendaciones de consenso de los analistas financieros en el mercado de capitales español. *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*. Working paper WP-EC 2005-09.
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59-82.
- Martínez, J. (2003). Refutación de la hipótesis de los Mercados Eficientes. *Universidad de A Coruña*, 1, 2-19.
- Mitroi, A., & Oproiu, A. (s.f.). Behavioral finance: new research trends, socioeconomics and investor emotions. *Theoretical and Applied Economics*, 11(4), 155-164.
- Montier, J. (2006). Behaving Badly. *SSRN Electronic Journal*, Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=890563>
- Murphy, J. (1999). *Technical Analysis of the Financial Markets: A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications*. Nueva York: New York Institute of Finance.

- Quiroga, E. (2017). Eficiencia en los mercados financieros y predicción de precios de los activos. *Ciencias Administrativas*, 10, 47-50.
- Rhea, R. (1932). *The Dow Theory: an explanation of its development and an attempt to definite its usefulness as and aid in speculation*. Nueva York: Barron.
- Valderrama, J. L.-F. (1991). El análisis fundamental bajo la óptica del analista financiero. Particularidades del análisis sectorial. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 69, 1045-1074.
- Williams, J. B. (1938). *The Theory of Investment Value*. Harvard University Press.
- Wu, Y., Liu, T., Han, L., & Yin, L. (2018). Optimistic bias of analysts' earnings forecasts: Does investor sentiment matter in China? *Pacific-Basin Finance Journal*, 48, 147-163.