

PRINCIPIOS DE INTELIGENCIA FINANCIERA

extracto LIBRO:

**DIRECCIÓN FINANCIERA
LA INTELIGENCIA FINANCIERA EN LA GESTIÓN EMPRESARIAL**

Joaquín López Pascual et al.

Capítulo 2

Principios de inteligencia financiera

1. INTRODUCCIÓN

A la hora de enfrentarse a la toma de decisiones financieras, el ser humano emplea una forma especial de análisis y razonamiento que podemos describir a través de una serie de pautas que vamos a denominar "*Principios de inteligencia financiera*". Se trata, en muchos casos, de principios de sentido común que la mayoría de las veces son incorporados de forma implícita al proceso de toma de decisiones, por residir en el subconsciente del decisor.

Por ello, a la hora de analizar el proceso de toma de decisiones financieras, se hace necesario realizar una revisión expresa de dichos principios como uno de sus condicionantes básicos. Algunos de esos principios están ya incorporados a los métodos y modelos de decisión financiera, mientras que otros, como decíamos antes, solamente se tienen en cuenta en la medida en que el decisor los incorpora en su proceso mental de análisis y razonamiento. De acuerdo con este planteamiento, los principios fundamentales se pueden agrupar de la forma que se presenta en el Cuadro 2.1.

Cuadro 2.1. *Principios de racionalidad financiera*

Principios incorporados en los modelos de decisión financiera	Principios no incluidos en los modelos de decisión financiera
Opción	Interés propio
Flujos incrementales	Interés ajeno

Cuadro 2.1. *Principios de racionalidad financiera* (continuación)

Principios incorporados en los modelos de decisión financiera	Principios no incluidos en los modelos de decisión financiera
Relación rendimiento-riesgo	Señales
Aversión al riesgo	Imitación
Diversificación	Innovación
Eficiencia del mercado	Ventaja comparativa
Valor temporal del dinero	

2. PRINCIPIOS NO INCLUIDOS EN LOS MODELOS DE DECISIÓN FINANCIERA

2.1. El principio del interés propio

- Si todos los demás factores son iguales, la persona elige la alternativa que le es más favorable financieramente.
- Esto no implica que hacer dinero sea siempre el criterio prevalente porque en ese caso no se explicarían las donaciones o las fundaciones.

En definitiva, es un principio en el que prevalece un comportamiento egoísta, y que supone razonar en términos del beneficio de la alternativa elegida en comparación con el coste de oportunidad por lo que se deja de ganar por las alternativas que se abandonan.

2.2. El principio del interés ajeno

- Mientras actuamos en nuestro propio interés hay al menos otra persona en la transacción que actúa en el suyo.
- No considerar la otra parte puede conducir a decisiones por debajo del óptimo, consecuencia de un comportamiento *arrogante* que sobrevalora el criterio propio y menosprecia el ajeno. Evidentemente, la mayoría de las transacciones financieras son de suma cero, lo que implica que una parte gana sólo a ex-

piensas de la otra. Las transacciones que no son de suma cero generalmente resultan de beneficios fiscales, como una transacción estructurada de forma que ambas partes paguen *menos impuestos*.

2.3. El principio de los indicios

Formalizado recientemente en lo que se denomina la *teoría de las señales*, forma parte del sexto sentido que interpreta como relevantes determinados comportamientos o gestos.

Así, por ejemplo, cuando una empresa aumenta su dividendo está dando una señal de un futuro más optimista para la empresa.

Otro ejemplo, en sentido contrario, lo puede constituir el hecho de que el presidente o el consejero delegado de una empresa anuncie un futuro optimista para la empresa, pero al mismo tiempo los ejecutivos estén vendiendo las acciones que poseen en la empresa.

Este principio conduce a considerar las señales en la toma de decisiones, en especial cuando aparecen discrepancias entre los datos y los hechos.

2.4. El principio de la imitación

No cabe duda de que muchas veces nos dejamos guiar por lo que hacen los demás. Si bien este comportamiento entra en conflicto con el principio siguiente, hay circunstancias, como la falta de recursos para investigación, en que lo que hacen otros puede ser una fuente de información significativa.

Tiene el peligro de elegir equivocadamente el modelo a seguir, y en el extremo, el de un comportamiento *oportunista* al beneficiarse de los logros de los demás sin incurrir en los costes correspondientes.

2.5. El principio de la innovación

- La simple imitación de los demás no crea valor para el imitador.
- Toda persona/empresa de éxito ha tenido al menos una idea original.

En definitiva, este principio parte de la base de que crear nuevas ideas, productos o servicios es lo que realmente crea valor y contribuye a obtener el objetivo de la empresa.

2.6. El principio de la ventaja comparativa

- Constituye el fundamento del beneficio extraordinario que estimula la competitividad y la diferenciación entre las empresas.
- La eficiencia económica se logra cuando cada uno se dedica a lo que hace mejor. Encargar a entidades especializadas la ejecución de determinadas tareas, como la colocación de una emisión de títulos, es un claro ejemplo de una actuación inspirada en este principio.

3. PRINCIPIOS INCORPORADOS EN LOS MODELOS DE DECISIÓN FINANCIERA

3.1. Principio de opción

- La mayoría de decisiones financieras llevan opciones añadidas.
- Es algo que ha sido tenido en cuenta de forma intuitiva en infinidad de decisiones en el pasado; sin embargo, hoy día ese principio de razonamiento ha pasado de ser meramente subjetivo a cuantificarse expresamente mediante el modelo de valoración de opciones.
- Una opción en el sentido más amplio es la posibilidad de que se produzca algún suceso en el futuro.

- Dependiendo de las circunstancias, el tenedor de la opción puede decidir:
 - Realizar la acción (ejercer la opción).
 - Olvidar la acción (dejar que la opción expire).

Las opciones en una decisión financiera pueden ser explícitas o implícitas. Por ejemplo:

- Contrato de opción explícito:
 - Concesión para una explotación minera.
- Contrato de opción implícito:
 - Posibilidad de ampliar la empresa una vez introducida en el mercado.

3.2. Principio de los flujos incrementales

- El decisor financiero sólo debe tener en cuenta la diferencia de flujos que se generan al tomar una decisión.
- Costes y beneficios incrementales son los que aparecen cuando se lleva a cabo una determinada acción, como diferencia con los que se producirían si la acción no se realizara.
- Los costes hundidos (costes en los que se ha incurrido previamente) son irrelevantes para la toma de decisiones financieras.

Bajo este principio, una empresa que se encontrara ante la alternativa de sustituir su presupuesto de publicidad, como se describe en el siguiente cuadro, tomaría su decisión sólo en función de los costes y resultados incrementales, es decir: lo que tomaría en consideración es si un aumento de un millón en ventas compensaría un desembolso de un millón en publicidad.

Presupuesto de publicidad	Estado	Cifra de ventas
5 millones	Actual	10 millones
6 millones	Presupuesto	11 millones

- Coste incremental del gasto en publicidad propuesto = 1 millón.
- Incremento en la cifra anual de ventas = 1 millón

3.3. Principio de relación rendimiento-riesgo

Hay una relación de intercambio entre riesgo y rendimiento. Todo inversor sabe que:

- Para obtener mayores rendimientos se debe estar dispuesto a asumir mayores riesgos.
- Un alto riesgo va acompañado de una mayor probabilidad de un buen rendimiento junto con una mayor probabilidad de un mal rendimiento.

3.4. Principio de aversión al riesgo

Este principio es complementario del anterior:

- Con todo lo demás igual, la gente prefiere mayor rendimiento y menor riesgo.
- El decisor elegirá la alternativa de alto riesgo sólo si espera obtener un rendimiento lo suficientemente elevado.
- Las personas aceptarán una reducción en rendimientos a cambio de una reducción en el riesgo.

El siguiente ejemplo ilustra una situación en que se aplicaría este principio.

Alternativa	Rendimiento esperado	Unidades de riesgo
A	15%	30
B	15%	35
C	22%	35

- Entre A y B el decisor elegiría A por el menor riesgo asociado a igual rentabilidad.
- Entre B y C elegiría C por su mayor rentabilidad ante igual nivel de riesgo.
- Entre A y C se tendría que recurrir a alguna medida relativa, como la de rendimiento por unidad de riesgo, para poder determinar cuál de las dos alternativas es la de menor riesgo en relación con su rentabilidad.

3.5. Principio de diversificación

Siempre se ha tenido la sensación de que poner todos los recursos en una sola operación genera un mayor riesgo que si se reparten entre varias. Hoy día este principio está incorporado a distintos modelos matemáticos que permiten, además, medir de forma precisa las consecuencias de la diversificación.

- Repartir las inversiones (diversificar) puede reducir el riesgo sin reducciones significativas del rendimiento.
- Un inversor que se guía por este principio no invertirá toda su fortuna en un solo activo (empresa).

3.6. Principio de eficiencia del mercado de capitales

Algo que también se da por hecho al tomar una decisión financiera es que los mercados de capitales son eficientes;

- Los mercados de capitales son mercados en los que los valores mobiliarios, como las acciones y obligaciones, son comprados y vendidos.

- Los ejemplos de mercados de capitales incluyen los mercados organizados tales como las Bolsas de valores.
- Los precios de mercado de los activos financieros que son negociados regularmente en los mercados de capitales:
 - Reflejan toda la información disponible.
 - Se ajustan rápidamente a la nueva información.
- La nueva información es información que no ha sido conocida (o anticipada) previamente.
- La negociación llevada a cabo por inversores inteligentes en respuesta a la nueva información provoca que los precios cambien rápidamente.

Si los mercados de capitales son eficientes:

- El precio de un activo es el mismo en cualquier lugar del mercado.
- Se cumple la “ley de precio único”.
 - Los títulos equivalentes se deben vender al mismo precio.
- No pueden existir oportunidades de arbitraje.
 - El arbitraje permite obtener beneficios sin riesgo sin tener que comprometer recursos.

La consecuencia de considerar que los mercados financieros son eficientes, a la hora de tomar una decisión financiera, es la de aceptar los valores del mercado como los más justos y que el decisor, al no poder modificarlos, debe tomarlos como datos.

3.7. Principio del valor temporal del dinero

Viene a recoger algo tremendamente simple e intuitivo: no es lo mismo disponer de dinero hoy que mañana. Formulado de una forma muy simple, podríamos decir que el valor temporal del dinero

nos indica a cuánto renunciamos hoy por trasladar la disposición del dinero al futuro.

Como fácilmente se puede deducir de lo dicho anteriormente, cualquier unidad monetaria futura tiene un valor inferior en términos de unidades monetarias del presente. La razón es sencilla: si espero recibir un euro dentro de un año pero no puedo esperar a gastarlo, este deseo tendrá un coste, de forma que lo que yo gaste hoy, más el coste asociado al anticipo de ese gasto, habrán de ser iguales al ingreso que espero recibir dentro de un año, que será justamente de un euro. De igual forma podríamos razonar en sentido contrario: si hoy no deseo gastar y traslado ese acto al futuro es porque espero poder elevar la capacidad de compra de mi euro de hoy, luego el valor futuro de un euro de hoy deberá ser superior al actual.

El valor temporal del dinero se suele medir mediante el tipo de interés: cuanto más valoremos la posesión del dinero en la fecha actual en relación con el futuro, mayor será el tipo de interés y viceversa.

Expresado de una forma matemática, la relación entre el valor en un instante futuro a años de distancia (VF_n), el valor actual (VA) y el tipo de interés expresado en términos anuales (r), es la siguiente:

$$VF_n = VA \times (1 + r)^n$$

De forma análoga, si quisiéramos conocer el valor actual en función del valor futuro y del tipo de interés, la expresión sería:

$$VA = \frac{VF_n}{(1 + r)^n} = VF_n \times (1 + r)^{-n}$$

De todo lo dicho se deduce que, desde un punto de vista financiero, el tiempo es una dimensión más a considerar cuando comparamos dos o más cantidades de dinero que se reciban o paguen en fechas diferentes, puesto que no son homogéneas.

(Cinco Días, 22 de agosto de 2000)

MERIWETHER SE VUELVE HUMILDE

El antiguo responsable de Long Term Capital Management confiesa que se equivocó

POR GREGORY ZUKERMAN
Redactor de THE WALL STREET JOURNAL

Tardó dos años, pero al fin John Meriwether confesó: cometió una gran equivocación y casi provocó el colapso del sistema financiero internacional.

En su primera entrevista en profundidad desde la sacudida financiera de 1998, cuando la posibilidad de la quiebra del fondo de cobertura de Meriwether, Long Term Capital Management (LTCM), causó pánico entre los inversores de bonos y acciones de todo el mundo, Meriwether y su socio Eric Rosenfeld reconocen sus errores.

"Nuestra visión era errónea", comenta Meriwether. "He de confesar que siento un enorme remordimiento".

La confesión es notable. Meriwether, después de todo, no es reconocido por su modestia. Tras la catástrofe de su fondo en 1998, Meriwether se negó a asumir responsabilidad alguna por el desastre y no quiso conceder entrevistas.

Pero ahora el corredor de 52 años parece más humilde tras sus fallidos intentos para recaudar US\$1.000 millones para un nuevo fondo de cobertura. Meriwether maneja apenas US\$375 millones.

Para algunos, la crisis de LTCM parece algo sucedido hace décadas. Pero en 1998, al mercado global de bonos y acciones casi le dio un ataque cuando LTCM perdió US\$4.000 millones en cuestión de meses, una situación de la que sólo pudo ser salvado mediante un programa de rescate de US\$3.600 millones orquestado por la Reserva Federal y en el que formó parte un consorcio de 14 firmas de Wall Street.

Desde entonces, las acciones se han recuperado. Después de caer un 14% du-

rante la peor parte de las crisis en 1998, el Dow Jones de Industriales ha avanzado 2.340 puntos, un 27%. Pero el mercado de bonos no se ha recuperado por completo. Las pérdidas emanadas del incumplimiento de pagos de Rusia, en julio de 1998, y los subsiguientes prohibiciones de LTCM generaron nerviosismo en las firmas de Wall Street, muchas de las cuales continúan siendo cautelosas a la hora de arriesgar capital en transacciones. El resultado: ahora es mucho más difícil negociar sin alterar los mercados. A juicio de Jeff Vanderbeek, el jefe de operaciones de bonos del banco de inversión Lehman Brothers, "no ha existido una recuperación de la liquidez ni siquiera cercana a lo que la gente hubiera pensado".

Meriwether es realista acerca de su reputación. Reconoce que, sin importar el desempeño de su nueva compañía, probablemente será recordado como el hombre que casi derrumbó los mercados financieros con una serie de osadas apuestas.

"Es una marca indeleble, algo que siempre estará con uno, y no hay nada que hacer al respecto", explica el ejecutivo. "Los últimos años han sido un proceso enormemente doloroso; todos han sufrido los estragos".

En apariencia, no ha cambiado mucho para los corredores de LTCM. Meriwether y Rosenfeld, de 47 años, aún trabajan en las oficinas de la firma en Greenwich, Connecticut. La vestimenta es informal y hace unos días Meriwether lucía una camisa amarilla, un suéter de lana azul y pantalones de algodón. El piso de negociaciones estaba tranquilo.

Pero la aparente calma escondía el intento de la compañía de lanzar un nuevo fondo: JWM Partners.

Ahora, Meriwether predica un nuevo evangelio. Los mercados financieros mundiales volverán a experimentar grandes turbulencias, dice. El corredor ha creado una cartera de inversiones más

conservadora, que podría beneficiarse de la próxima crisis financiera. En efecto, el hombre que fue arrasado por una crisis ahora apuesta por la próxima.

Citando restricciones regulatorias, Meriwether y Rosenfeld declinaron hacer comentarios sobre los detalles de su nuevo fondo. Pero los inversores comentan que el fondo está reportando una rentabilidad anual de entre el 15% y 20%, cifra inferior al 30% prometido por LTCM.

El nuevo fondo tampoco está usando el mismo endeudamiento que LTCM. JWM Partners utiliza una tasa de apalancamiento de US\$10 en dinero prestado por cada US\$1 en acciones, comparado con la relación de casi 30 a 1 en LTCM.

La estrategia de JWM sigue siendo la compra de acciones que perciben como subvaloradas. De acuerdo con un inversor, en una operación reciente JWM compró bonos del Tesoro que no habían tenido emisiones recientemente, como los bonos de 25 años, al tiempo que opta por vender a corto, o tomar prestado para vender, papeles de reciente emisión como bonos del Tesoro a 10 y 30 años. La estrategia apuesta a que la rentabilidad de los dos tipos de valores convergerán. Hasta ahora ha sido exitosa.

"Nuestra visión era errónea. He de confesar que siento un enorme remordimiento"

Pero el grupo de Meriwether también está apostando por valores más líquidos. "Con el aumento de la globalización se producirán más crisis", explica Meriwether. "Todo nuestra atención está ahora en los extremos: qué es lo peor que puede pasar en cualquier situación, porque no queremos volver a pasar por lo mismo". Indica Meriwether, lanzando una leve risa entre dientes.

Según los inversores, el fondo, que comenzó a operar durante el pasado ejercicio, ha registrado un alza del 7% en lo que va de año, una vez descontadas comisiones. Esa cifra supera el desempeño de la mayoría de los índices de bonos y acciones. Esto se compara con una pérdida del 4% en lo que va de año para el Promedio Industrial Dow Jones, y una ganancia del 6% para el índice de bonos de Lehman Brothers.

Pero Meriwether están encontrando que clientes potenciales son reacios a confiarle su dinero.

Para atraer inversores el grupo de Meriwether ha revelado detalles sobre lo que están comprando y vendiendo y, especialmente, los riesgos que están asumiendo.

Esto representa una gran diferencia con respecto a la actitud de LTCM, que a veces trataba a sus propios inversores con desdén, compartiendo muy poco de su estrategia y cobrando elevadas tarifas por el manejo del dinero.

Lo que sigue siendo una incógnita para el antiguo responsable del LTCM son las reacciones de pánico de los inversores. "No llegamos a entender totalmente que un grupo de personas estaban cada vez más involucradas en este tipo de actividades y, sobre todo, no supimos prever su reacción en momentos de pánico", afirma Meriwether.

"Lo que sucedió finalmente es que nuestra tesis de valoración de riesgos resultó estar completamente equivocada".



John Meriwether

4. PRINCIPIOS DE RACIONALIDAD FINANCIERA Y REALIDAD

En este capítulo hemos analizado diversas cuestiones a tener en cuenta al tomar una decisión financiera, desde la actuación de los agentes en su propio beneficio hasta los principios de innovación, diversificación, pasando por la eficiencia del mercado de capitales.

Como confirmación de que los principios expuestos tienen una incidencia directa en la vida empresarial real, recogemos un comentario aparecido en la prensa en el que se puede apreciar cómo estos principios están presentes en el planteamiento de las decisiones empresariales (véase página anterior).

En esta referencia al “caso Meriwether” se pone de manifiesto la importancia de tener muy presente cómo afectan los distintos principios a la hora de abordar decisiones financieras. El antiguo responsable del Long Term Capital Management, John Meriwether (fondo de inversión estadounidense implicado en una de las crisis financieras más importantes de los últimos años producida en los mercados de capitales) expone sus opiniones y sus equivocaciones sobre esa crisis.

Este “caso Meriwether” puede servirnos para reflexionar sobre los principios expuestos y considerar la necesidad de valorarlos en la toma de decisiones como indicadores de referencia contrastados y de indudable validez práctica.

BIBLIOGRAFÍA

- BERMAN, K., KNIGHT, K., y CASE, J.: *Financial Intelligence: A Manager's Guide to Knowing What the Numbers Really Mean*, HBS Press, 2005.
- EMERY, D. y FINNERTY, J.: *Principles of Finance. With Corporate Applications*, Prentice Hall, 1991.
- GALLINGER, G. y POE, J.: *Essentials of Finance. An Integrated Approach*, Prentice Hall, 1995.
- SCOTT, D., MARTÍN, J., PETTY, J. y KEOWN, A.: *Basic Financial Management*, 8th ed., Prentice Hall, 1999.