

VALORACIÓN DE LAS ACCIONES EN LOS MERCADOS DE CAPITALES ESPAÑOL Y EUROPEO

DATOS BÁSICOS

Autor: Alfredo Juan Grau Grau

Título: Valoración de las acciones en los mercados de capitales español y europeo.

Director: María Begoña Font Belaire

Universidad y fecha de lectura: Universidad de Valencia, 19 de enero de 2011.

Palabras clave: Valoración de Activos Financieros, Integración Financiera, Unión Monetaria Europea, Riesgos por Inflación y Tipo de Cambio.

Clasificación JEL: G12, G15, F31, F36.

Acceso al documento completo: <http://roderic.uv.es/handle/10550/23304> y/o <http://tdx.cesca.cat/handle/10803/79016>

Publicaciones:

- Font, B. y Grau, A.J. (2009). "¿Cómo se valoran las acciones españolas: en el mercado de capitales doméstico o en un mercado europeo?", *Móneda y Crédito*, Vol. 229, pp. 91-156.
- Font, B. y Grau, A.J. (2011). Los factores pronóstico económico, estructura productiva y capacidad de innovar en la valoración de activos españoles. Documento de Trabajo número 613/2011 en Fundación de la Cajas de Ahorros (FUNCAS).
- Font, B. y Grau, A.J. (2012). "Exchange rate and inflation risk premia in the EMU", *Quantitative Finance*, Vol. 12, núm. 6, pp. 907-931.
- Grau, A.J. (2012). Effects of the Financial Crisis on the European Integration Process: Relevance of Exchange Rate, Inflation and Domestic Risks. Documento de Trabajo número 698/2012 en Fundación de la Cajas de Ahorros (FUNCAS).
- Grau, A.J. (2013). "Efecto de la crisis financiera (2007-10) en la innovación estratégica y la estructura productiva en el proceso de formación de los precios", *Revista Española de Financiación y Contabilidad – Spanish Review of Finance and Accounting (forthcoming)*

RESUMEN

Esta Tesis se enmarca en la teoría sobre valoración de activos financieros y su objetivo principal es investigar y cuantificar los factores de riesgo que intervienen actualmente (enero 1993-

diciembre 2004) en la valoración de los activos españoles desde una perspectiva doméstica (considerando tan sólo la inversión en el mercado bursátil español), e internacional (bajo el supuesto de un mercado bursátil integrado en el que se incluyen los activos financieros negociados en la Zona Euro y en el Reino Unido).

El análisis conjunto e integrado de los resultados empíricos permite exponer cuáles son los factores que están interviniendo en la valoración de los activos desde los contextos nacional y europeo, y cuantificar los errores económicos de una valoración exclusivamente doméstica, que no considera los efectos de la apertura de nuestro mercado hacia el exterior, y de una valoración exclusivamente internacional, que asume que los mercados español y del resto de los países de la zona euro y Reino Unido está completamente integrado.

Los principales resultados de esta Tesis son los siguientes. Desde una perspectiva doméstica, el modelo de tres factores de Fama y French (1993) es el modelo que mejor describe los rendimientos de sección cruzada de activos españoles, siendo el impacto económico conjunto de los factores tamaño y *ratio book-to-market* significativo en 4 (sobre 6) carteras sectoriales y de 9 (sobre 9) carteras agrupadas por tamaño y *ratio book-to-market*. Aunque, dada la externalización del mercado español hacia Europa, una valoración exclusivamente doméstica supone la sobrevaloración significativa de 3 (sobre 6) carteras sectoriales y de 8 (sobre 9) carteras agrupadas por tamaño y ratio, y la infravaloración de 1 cartera sectorial y 1 cartera agrupada por tamaño y ratio.

Desde una perspectiva internacional, los mercados de capitales europeos pagan una prima significativa por los riesgos de tipo de cambio e inflación, y el impacto económico de estas primas se ha incrementado con la adopción de la moneda única. Una valoración basada en el modelo ICAPM supone la infravaloración significativa de 2 (sobre 10) carteras sectoriales por efecto de la premia asociada al tipo de cambio en el periodo pre-euro, y la infravaloración significativa de 7 (sobre 10) carteras sectoriales por los efectos de premias de inflación y tipo de cambio y de 1 (sobre 9) cartera de la agrupación por tamaño y ratio por efecto de la premia de tipo de cambio en el periodo post-euro. Es interesante señalar, que la evolución temporal de la prima de inflación durante el periodo post-euro explica (en parte) la prima de riesgo doméstica y, por lo tanto, podemos decir que la inflación es un indicador de los riesgos de no-integración que, además, tiene impacto sobre el nivel de integración futuro. En términos económicos, la valoración exclusivamente internacional supone la sobrevaloración significativa de 3 (sobre 10) carteras sectoriales y de 3 (sobre 9) carteras agrupadas por tamaño y ratio.

ÍNDICE

Capítulo I: Introducción y Revisión de la Literatura

- 1.1. Introducción: objetivos generales de la tesis
- 1.2. Revisión de los modelos de valoración

- 1.2.1. Modelos de valoración domésticos
- 1.2.2. Modelos de valoración internacionales
- 1.3. Revisión de las metodologías de estimación
- 1.4. Organización de la tesis doctoral

REFERENCIAS

Capítulo II: Datos y Metodología

- 2.1. Introducción
- 2.2. Modelos de valoración y metodología aplicados en esta tesis
 - 2.2.1. Modelos de valoración domésticos
 - 2.2.2. Modelos de valoración internacionales
 - 2.2.3. Aproximaciones econométricas y metodología
- 2.3. Metodología de contraste de las hipótesis de segmentación e integración
 - 2.3.1. Contraste de la hipótesis de segmentación del mercado doméstico
 - 2.3.2. Contraste de la hipótesis de integración del mercado internacional
- 2.4. Datos y construcción de carteras
 - 2.4.1. Descripción de los datos
 - 2.4.2. Construcción y descripción de las carteras y los factores domésticos (España)
 - 2.4.3. Construcción y descripción de las carteras y los factores internacionales (UE más Reino unido)

REFERENCIAS

CUADROS Y GRÁFICAS

Capítulo III: Los Factores Pronóstico Económico, Estructura Productiva y Capacidad de Innovar en la Valoración de Activos Españoles

- 3.1. Introducción
- 3.2. Datos y Metodología
- 3.3. Resultados empíricos
 - 3.3.1. Pronóstico económico sobre el crecimiento futuro del PIB y valoración de activos
 - 3.3.2. Condiciones de negocio y capacidad de innovación y valoración de activos
 - 3.3.3. Estudio comparativo del factor pronóstico económico, y los factores condiciones de negocio en la valoración de activos
- 3.4. Los factores tamaño, ratio book-to-market y momentum en la valoración de activos
 - 3.4.1. Cuantificación de los efectos tamaño, *ratio book-to-market* y efecto *momentum* en el mercado de capitales español

3.4.2. Explicaciones racionales de los efectos tamaño, *ratio book-to-market* y efecto *momentum*.

3.4.3. Los efectos tamaño, *ratio book-to-market* y efecto *momentum* en el proceso de la UME.

3.5. Conclusiones

REFERENCIAS

CUADROS Y GRÁFICAS

Capítulo IV: ¿Cómo se valoran las Acciones Españolas: en el Mercado de Capitales Doméstico o en un Mercado Europeo?

4.1. Introducción

4.2. Datos y Metodología

4.3. Resultados empíricos

4.3.1. Estimación de la prima internacional y doméstica

4.3.2. Impacto económico de la prima internacional y doméstica en la valoración de activos

4.3.3. El proceso y consolidación de la UME y su efecto sobre las hipótesis de segmentación e integración

4.3.4. Diagnóstico: Robustez en la estimación de las primas al riesgo

4.4. Conclusiones

REFERENCIAS

Capítulo V: Las Primas Económicas al Riesgo de Tipo de Cambio e Inflación en la Unión Monetaria Europea (UME)

5.1. Introducción

5.2. Datos y Metodología

5.3. Resultados empíricos

5.3.1. Los factores riesgo de mercado, de tipo de cambio e inflación en la valoración de activos europeos

5.3.2. Cuantificación económica de los riesgos mercado, tipo de cambio e inflación

5.3.3. Evolución temporal de las primas de riesgo en el proceso de la UME

5.3.4. Valoración de activos europeos en el proceso de la UME

5.4. Robustez de los resultados: Efecto de grado de integración del mercado de capitales europeo

5.4.1. Los riesgos específicos por país

5.4.2. El riesgo doméstico: Efectos sobre la valoración de activos europeos

5.4.3. Integración del mercado de capitales europeo: Efecto de las primas a los riesgos de tipo de cambio e inflación

5.5. Conclusiones

REFERENCIAS

CUADROS Y GRÁFICAS

Capítulo VI: Conclusiones Finales

Conclusiones Finales

REFERENCIAS

BIBLIOGRAFÍA RECOMENDADA

Adler, M and B. Dumas, (1983). “Internacional Portfolio Choice and Corporation Finance: A synthesis”, *Journal of Finance*, Vol. 38, pp. 925-984.

Hardouvelis, G. A., D. Malliaropulos and R. Priestley, (2006). “EMU and European Stock Market Integration”, *Journal of Business*, Vol. 79, pp. 365-392.

Sercu, P. (1980). “A Generalization of the International Asset Pricing Model”, *Revue de l'Association Française de Finance*, Vol. 1, pp. 91-135.

Solnik, B. H. (1974). “An Equilibrium Model of the International Capital Market”, *Journal of Economic Theory*, Vol. 8, pp. 500-524.

Stehle, R. (1977). “An Empirical Test of the Alternative Hypothesis of National and International Pricing of Risky Assets”, *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 493-502.