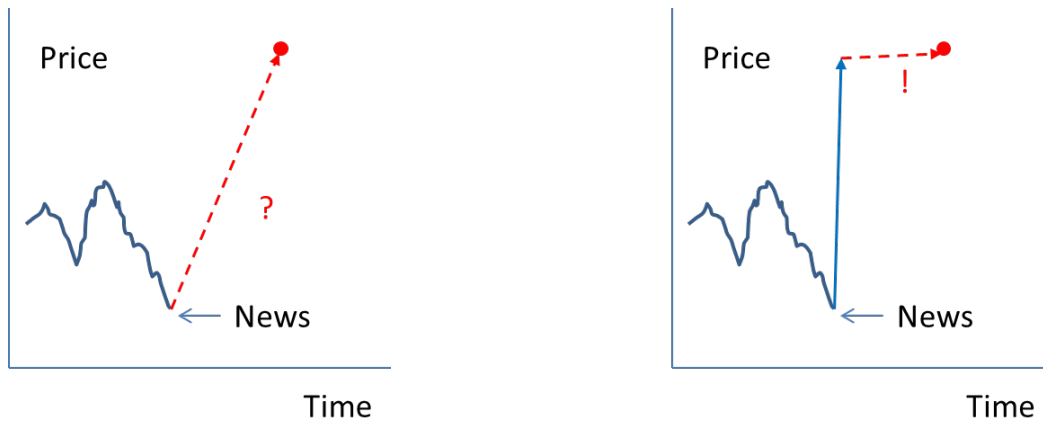


Eugene Fama: Mercados eficientes, primas de riesgo y el premio Nobel.

En 1970, Gene Fama definió que un mercado era “informacionalmente eficiente” si los precios incorporaban en cada momento la información disponible relativa a los valores futuros.

“Un mercado en el que los precios reflejan la totalidad de la información existente es denominado eficiente “[Fama, 1970].



Si hay una señal de que los valores futuros serán altos, los agentes competitivos del mercado, tratarán de comprar. Su acción motivará que se eleven los precios, hasta que reflejen la nueva información, como he indicado en la imagen. Los “mercados eficientes” simplemente dicen que en un mercado competitivo los precios de los activos no deberían ser predecibles.

La teoría de los “mercados eficientes” no es compleja. Pensemos en un modelo de teoría más próximo a Darwin que a Einstein. La Eficiencia es un principio simple, como la evolución por selección natural, que organiza y vertebrata todo un vasto proyecto empírico.

El trabajo empírico que exige no es fácil. La hipótesis del mercado eficiente tiene muchas implicaciones sutiles, la mayoría de ellas son anti intuitivas para los profesionales de esos mercados, especialmente para aquellos que tiene como una de sus funciones venderle algo.

Por ejemplo, la eficiencia implica que la regla de trading que dice aquello de “compre cuando el mercado suba ayer”, no debería funcionar. El resultado sorprendente es que, cuando se examinan científicamente las reglas de trading, los sistemas, los boletines de información del mercado, etc carecen realmente de poder predictivo más allá del que genera el puro azar. Esto no es un teorema, un axioma, una filosofía o una religión: es una predicción empírica que bien podría haber tenido otro resultado y que, no obstante, a veces lo tiene.

La eficiencia implica que los gestores profesionales no deberían hacerlo mucho mejor que un mono lanzando dardos. Esta predicción también se apoya en datos. Es cierto que bien podría haber arrojado el resultado opuesto. Si lo pensamos detenidamente, debería realmente haber mostrado el resultado contrario. En cualquier otro campo en el que los humanos desarrollan sus esfuerzos, profesionales experimentados superan sistemáticamente a los amateurs. Pero otros campos no son tan despiadadamente competitivos como el de los mercados financieros.

43 años más tarde, la “eficiencia” sigue siendo una cuestión controvertida.

Parte de la polémica que se genera alrededor de la eficiencia refleja un simple malentendido acerca de qué hacen exactamente los sociólogos e investigadores sociales. O más allá, preguntas como ¿qué decir sobre Warren Buffet? ¿Y sobre Joe X, que predijo el crash del Mercado en su blog?

Bueno, cuando hablamos de “datos” no hablamos de una merca colección de observaciones anecdóticas. Esto no tendría mayor utilidad para la ciencia social que para la medicina el encontrar la habitual paradoja de “¿cómo es que el abuelo ha llegado a edad tan avanzada si fuma?”. Las finanzas empíricas miran a todos los gestores y observan todas sus predicciones, intentando separar la suerte y el azar de medidas ex ante que demuestran talento y habilidad, y, por supuesto, recopilan datos limpios.

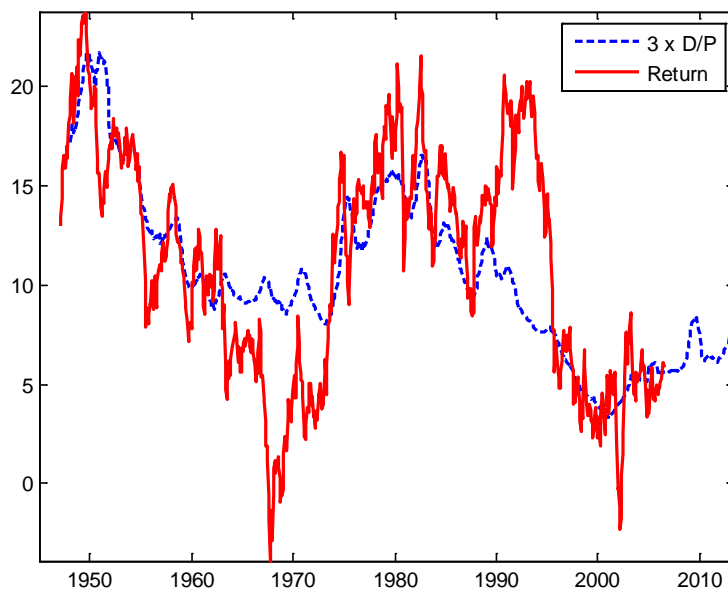
Otro aspecto de esta polémica refleja cierta ignorancia sobre la definición de “eficiencia” informacional. En todos los campos académicos en los que se investiga se desarrolla un terminología técnica, apropiándose normalmente de palabras comunes. Pero la gente en general no es consciente de que esas definiciones pueden llegar a no tener sentido fuera de ese contexto académico concreto.

Un mercado informacionalmente eficiente puede experimentar subidas y bajadas ineficientes – hasta ahora los cracks del mercado no son predecibles- . Un mercado informacionalmente eficiente puede también, por ejemplo, tener bancos deficientemente regulados. La gente que afirma “ los cracks prueban que los mercados son ineficientes” o “ la teoría financiera de los mercados eficientes es basura, no fuisteis capaces de predecir el crash”, simplemente no saben qué significa la noción de “eficiencia”. La predicción principal de los mercados eficientes es exactamente que los movimientos de precios de mercado deberían ser impredecibles. Beneficios constantes sin riesgo debería ser una noción claramente rechazada.

Recuerdo que una vez le dije a una periodista que pensaba que los mercados eran muy impredecibles. Me citó diciendo que los mercados “se auto regulaban”. Es triste que incluso profesores prestigiosos digan este tipo de cosas habitualmente.

Encuentro fascinante una reflexión que valdría la pena que fuese estudiada por filósofos e historiadores de la ciencia dentro de su retórica habitual. ¿Qué habría pasado sin Gene Fama hubiese utilizado otra palabra para su análisis? ¿Qué hubiese pasado si hubiese cambiado la expresión a, por ejemplo, la hipótesis de los mercados “reflectantes” como aquellos en los que los precios “reflejan” la información? ¿Estaríamos discutiendo sobre ello?

A mitad de los 70, Gene empezó dirigir sus observaciones hacia las previsiones de rendimiento a largo plazo. Veámoslo en el gráfico : somos capaces de predecir los rendimientos de las acciones en un horizonte a largo plazo.



La línea azul es el ratio de dividendos sobre precio. Pensemos sobre él en un escenario de subidas y bajadas de precios. El ratio baja en momentos de boom del mercado, como los 60s y 90s, y sube en estallidos de burbujas como en los 70s. También oscila con los ciclos económicos. Podemos ver la sorprendente volatilidad de las valoraciones de las acciones. Señalar este aspecto fue una de las razones por las que Bob Shiller comparte el premio Nobel.

La línea roja es la media del rendimiento de los siguientes siete años. Así, los períodos de precios altos en relación a dividendos son predeciblemente seguidos por altos rendimientos. Este patrón persiste en diferentes mercados –bolsa, renta fija, mercados de divisas o mercados inmobiliarios –.

Aún es más sorprendente lo menos llamativo y más silencioso: los períodos de precios altos no son necesariamente seguidos por altos dividendos ni por beneficios o ganancias.

¿Implica este hecho que los mercados son ineficientes? Claro que no.

“La teoría solo tiene contenido empírico, sin embargo, dentro del contexto de un modelo más específico de equilibrio de mercado....” [Fama (1970)]

El artículo de 1970 de Gene enfatizaba que se podía conseguir mayores beneficios si se soportaban mayores riesgos y que la recompensa por esa asunción de riesgo variaba a lo largo del tiempo y además difería en diferentes tipos de activos. Así es como él interpretaba esos hechos. Sin embargo, los precios descontados de esos activos deberían ser impredecibles. Por ello, es crucial cómo se fijan las tasas de descuento.

Por ejemplo, en Diciembre de 2008, los precios cayeron y por ello el retorno esperado subió. Dentro de este contexto, el inversor reflexionaba de forma generalizada de este modo: “ Veo una oportunidad de compra. Pero las acciones siguen siendo arriesgadas y la economía parece desmoronarse. No puedo asumir ahora este nivel de riesgo. Mejor opto por vender”. Muchos endowments de Universidades hicieron exactamente esto.

Los hechos implican una revisión importante de nuestra visión global: las variaciones en la prima de riesgo, relacionadas con los ciclos económicos, responden totalmente a la volatilidad de las valoraciones de las acciones, más que a la variación de la expectativa de los cash flows futuros. Esta visión cambia radicalmente todo lo que hacemos en la economía financiera y campos adyacentes desde contabilidad a macroeconomía.

Hay también otra posibilidad: quizás los inversores actúen de manera irracionalmente optimista durante los booms e irracionalmente pesimista en los cracks.

Recientemente se ha abierto una tercera cuestión: quizás la mecánica de la intermediación financiera de inversores institucionales genere variaciones en la prima de riesgo. Así, cuando los hedge funds apalancados pierden dinero, reaccionan vendiendo. Si no hay suficientes compradores para asumir esa venta, los precios bajan.

Todas estas diferentes visiones parecen coincidir y estar de acuerdo en su análisis estricto de los hechos. Entonces, ¿cómo diferenciarlas? La respuesta es que necesitamos "modelos de equilibrio de mercado". No estamos aquí para fabular. Necesitamos modelos económicos, psicológicos o institucionales que sean capaces de ligar las fluctuaciones de precio a más hechos, de una manera no tautológica. Y eso es a lo que toda una generación de investigadores, yo incluido, dedica gran parte de su tiempo. Otro signo claro de la enorme influencia que todos estos hechos tienen.

La economía financiera es un campo de investigación muy vivo, que realiza todo tipo de preguntas interesantes: ¿Es el sector financiero demasiado grande o demasiado pequeño? ¿Por qué se paga tanto a los gestores de inversiones de estilo activo? ¿Cómo se explican los enormes volúmenes de negociación en mercado? ¿Cómo exactamente llega a formarse los precios a través de las operaciones de compraventa? ¿Las operaciones de compraventa realizadas en milisegundos ayudan o dañan al mercado? ¿Prevalecen los efectos de las alzas del mercado? ¿Están los bancos correctamente regulados?

La idea de la eficiencia informacional de los mercados así como sus hechos observados y sus métodos empíricos continúan hoy guiando todas estas importantes líneas de investigación.

La conclusión de Gene es siempre "observad los hechos, recoged los datos, probad la teoría". Sucede que cada vez que observamos, el mundo nos sorprende totalmente. Y lo hará indudablemente de nuevo.