

LA HIPÓTESIS DEL MERCADO EFICIENTE

y la hipótesis conductista de los mercados financieros

Salvador Anibal Ochoa Ramírez

RESUMEN

El comportamiento de los mercados financieros actualmente, se explica con base en dos teorías que suelen ser opuestas: la Teoría de las expectativas racionales y la Teoría conductista de las finanzas. La primera, basada en la hipótesis del mercado eficiente, continúa siendo el pilar fundamental de los principales modelos que explican el comportamiento de los mercados financieros, pese a la gran volatilidad desempeñada por los principales índices accionarios desde la reciente crisis financiera de 2008. Esta teoría establece que los precios de los valores comercializados en los mercados

financieros, tienden a ser siempre los correctos, y concluye que dichos mercados en su conjunto no se equivocan y se autorregulan, por ser resultado de una subiduría financiera pública. Sin embargo, a dicha teoría se le opone cada vez con mayor fuerza la Teoría conductista de las finanzas, la cual establece que la excesiva volatilidad y las llamadas burbujas tienen su origen tanto en la psicología como en el comportamiento irracional de los inversores. El presente artículo tiene como objetivo dar a conocer ambas teorías y contrastarlas en forma descriptiva, reseñando los puntos de vista de los principales investigadores que han trabajado en la búsqueda de la teoría más adecuada que explique mejor el funcionamiento



de los mercados financieros, para lo cual se consultó la literatura más representativa de ambas teorías. Como resultado, se concluye que los mercados no se autorregulan, por lo que es necesaria dicha regulación por parte de los gobiernos o el poder público.

Palabras clave: expectativas racionales, mercado eficiente, Teoría Dow, finanzas conductistas, inversores racionales, burbuja financiera.

INTRODUCCIÓN

La actual teoría financiera tiene como principales soportes la Teoría de las expectativas racionales y la Teoría conductista de las finanzas (Mishkin, 2008). La Teoría de las expectativas racionales tiene sus orígenes en la Teoría Dow (Smith, 2003), para después evolucionar hacia la más perfeccionada Teoría de las expectativas racionales basada en la hipótesis del mercado eficiente (Efficient-market hypothesis [EMH], por sus siglas en inglés) (León León, 2008; Madura, 2010), la cual sostiene que la mano invisible del mercado corrige cualquier anomalía en el mismo. Esta teoría es el principal fundamento del neoliberalismo económico financiero que surge a partir de los años setenta del siglo XX, influyendo en las políticas económicas de países desarrollados como Estados Unidos y el Reino Unido, en los cuales se ponen en práctica la disminución en las regulaciones y la intervención del Estado en la economía y las finanzas (León León, 2008). Los principios del neoliberalismo se resumen en los diez puntos del Consenso de Washington (Casilda Béjar, 2004).

Por otro lado, la principal teoría que se opone a los principios del mercado eficiente es la Teoría conductista de las finanzas, la cual explica cómo los patrones

de conducta no completamente racional de los inversores influyen en los precios de las acciones en una forma diferente a la establecida por la EMH (Shiller, 2003; Smith, 2003). Por lo tanto, surge la pregunta: ¿cuál de ambas teorías explica mejor el comportamiento de los mercados financieros?

Por otro lado, la principal teoría que se opone a los principios del mercado eficiente es la Teoría conductista de las finanzas, la cual explica cómo los patrones de conducta no completamente racional de los inversores influyen en los precios de las acciones en una forma diferente a la establecida por la EMH (Shiller, 2003; Smith, 2003). Por lo tanto, surge la pregunta: ¿cuál de ambas teorías explica mejor el comportamiento de los mercados financieros?

LA TEORÍA DE LAS EXPECTATIVAS RACIONALES

Es una teoría financiera desarrollada por Robert E. Lucas dentro de la nueva economía clásica (León León, 2008), que complementa la EMH, la cual fue postulada por Samuelson y Mandelbrot, y posteriormente afirmada por Eugene Fama (1965, 1970).



Eugene Fama.

La EMH sostiene que un mercado es eficiente si los precios de los activos reflejan rápidamente toda la información disponible. Se basa en cuatro supuestos: la existencia de muchos inversores en el mercado bien informados; la información llega al mercado de forma aleatoria; los precios se ajustan para reflejar el efecto de la nueva información; y los precios y los rendimientos esperados deberían reflejar inmediatamente toda la información relevante (Flórez Ríos, 2008).

Eugene Fama (1965) resume todo esto en dos puntos:

- 1) Los precios actuales cambiarán rápidamente para ajustarse al nuevo valor intrínseco o teórico derivado de la nueva información.
- 2) El periodo que transcurre entre dos ajustes sucesivos de precios o entre dos informaciones sucesivas de un mismo título, es una variable aleatoria independiente (Aragónés y Mascareñas, 1994).

MARCO TEÓRICO

¿QUÉ ES UNA TEORÍA?

Una definición científica de teoría es dada por Kerlinger (1980, p. 73), citado por De Andrade Martins (2006): "Una teoría es un conjunto de constructos (conceptos), definiciones y proposiciones relacionadas entre sí, que presentan una visión sistemática de fenómenos especificando relaciones entre variables, con la finalidad de explicar y prever fenómenos de la realidad".

De Andrade Martins (2006) nos dice acerca de las teorías:

El objetivo de una teoría es el de la reconstrucción conceptual de las estruc-



turas objetivas de los fenómenos, con el fin de comprenderlos y explicarlos. Dentro del contexto de la investigación, las teorías orientan la búsqueda de hechos, establecen criterios para la observación, seleccionando lo que debe ser observado como pertinente para que se prueben hipótesis y se busquen respuestas a las cuestiones de una determinada investigación. Las teorías no sólo sirven de instrumentos que orientan la observación empírica, sino que también contribuyen para la “modelización de un cuadro heurístico para la investigación” (Bruyne, 1991, p. 101), habilitando al investigador a percibir los problemas y sus posibles explicaciones. Las teorías se presentan como un cuadro de referencia, metódicamente sistematizado, que sostiene y orienta la investigación.

Según Hernández, Fernández y Baptista (1994), citados por Parada Daza (2005), las funciones que una teoría debe cumplir son:

- a) Explicar el fenómeno: por qué, cómo y cuándo ocurre.
- b) Sistematizar y dar orden al conocimiento sobre un fenómeno, especialmente cuando aquél está disperso, y
- c) Predecir el futuro del fenómeno, que es el objetivo de toda teoría.

LA TEORÍA FINANCIERA

Dentro de las finanzas se han desarrollado muy diferentes temas, entre otros: finanzas corporativas, finanzas públicas, finanzas internacionales, gestión financiera y teoría financiera. Definir la teoría financiera es básico para su análisis y proyecciones.

Parada Daza (2005) nos proporciona una serie de definiciones de autores clásicos, como sigue:

W. Sharpe (1976), en su libro “Portfolio Theory and Capital Market”, sostiene que “es una teoría bastante abstracta, pero rigurosa de especial interés para inversionistas en carteras de títulos”. E. Fama (1976), en su libro “Foundation of Finance” no da una definición explícita pero señala que el objetivo de su texto es introducir la teoría de las finanzas y su verificación empírica, aunque la considera como un campo de la economía pero que es única en términos de la correspondencia entre teoría y práctica. Huang y Litzenberg (1988), en su libro “Foundations for Financial Economic” consideran que esta teoría trata sobre el consumo de los individuos y en decisiones de portafolios bajo incertidumbre y su implicación en títulos bursátiles. R. Jarrow (1988) de su libro “Finance Theory”, se entiende que es una teoría de Portafolio, CAPM, precios de opciones, APT, y modelos asociados a economía financiera. T. Copeland y F. Weston (1988) en su libro “Financial Theory and Corporate Policy” sostiene que es una teoría que explica cómo y por qué los individuos y sus agentes toman decisiones y elecciones, entre diferentes flujos y su libro se concentra en títulos bursátiles, administración de portafolios y políticas de finanzas. R. Merton (1992) en su libro “Continuous-Time Finance”, señala que es una teoría neoclásica y que cubre áreas perfectamente definidas.

De un examen del contenido de las anteriores definiciones en la literatura citada, Parada Daza (2005) obtiene las siguientes observaciones:

a) La Teoría Financiera está formada por un conjunto de modelos normativos, los cuales son contrastados con la realidad. Su preocupación fundamental es la explicación de la formación de precios de activos financieros y de la forma de cubrirse frente a riesgos, tomando

como referencia un portafolio de activos financieros dentro de la idea de mercados competitivos.

b) La base metodológica subyacente es el uso de matemáticas en sus diferentes formas. Esto avala la idea de que se trata de modelos rigurosos.

c) Su objeto son las decisiones de inversión en activos financieros y la cobertura para protegerse frente al riesgo.

d) La variable principal de estudio está constituida por los precios de los activos financieros en mercados competitivos.

e) Es una teoría relativamente joven respecto a otras áreas del conocimiento afines. Son consideradas como variables neutras, para el análisis, variables del tipo: necesidades de autoestima, necesidades sociales y el tratamiento de las emociones.

f) En sus definiciones conceptuales no se incluyen otros modelos sobre inversiones en acciones desarrollados con anterioridad a la década de los cincuenta, periodo de inicio de la teoría financiera, y que se refieren a los Analistas Técnicos y a los Analistas Fundamentales.

g) Su metodología económica subyacente es la aplicación y extensión de los conceptos microeconómicos de equilibrio, así como la metodología de investigación de la economía neoclásica.

h) A partir de los años ochenta del siglo veinte, aparecen nuevos conceptos como Ingeniería Financiera concentrada en activos financieros tales como: Opciones Financieras, Futuros Financieros, entre otros.

i) Aunque no existe una definición universal de Teoría Financiera, sin embargo es claro que ella se refiere a modelos de equilibrio respecto a los precios de los activos financieros, modelos que contienen aspectos de racionalidad y empirismo, bases de la Teoría del Conocimiento.



Se deduce que los modelos de la teoría financiera explican el precio, la rentabilidad y el ajuste en el movimiento de los precios de los activos financieros, y demuestran el comportamiento maximizador de los inversores en función de sus precios, o sea, explican la formación de precios de los activos financieros (Parada Daza, 2005).

METODOLOGÍA

La presente investigación se realizó en forma documental. Se consultaron artículos publicados en revistas de economía y finanzas reconocidas, disponibles en las bases de datos electrónicas mundiales y latinoamericanas a las que se tiene acceso mediante el portal de la Universidad Autónoma de Ciudad Juárez; así como artículos publicados en revistas indizadas y arbitradas sobre el tema de la Teoría de las expectativas racionales, la EMH y la Teoría conductista de las finanzas.

Asimismo, se consultaron diversos libros de autores reconocidos y expertos en el tema, tales como: Joseph Stiglitz, de Columbia, premio Nobel de economía 2001; Paul Krugman, de Princeton, premio Nobel de economía 2008; y Rober Shiller, de Yale, uno de los principales exponentes de la Teoría conductista de las finanzas y finalista del premio Nobel 2012.

El diseño de la presente metodología es explicativo. Se aplicó la lógica inductiva, partiendo de conocimientos e hipótesis particulares para llegar a una conclusión general. Es no experimental, ya que no se manipulan variables o se asignan aleatoriamente a los participantes o los tratamientos (Kerlinger y Lee, 2002; citados por: Hernández Sampieri, 2006).

ANTECEDENTE: LA TEORÍA DOW

Charles Dow, fundador en 1889 junto con Edward Jones del influyente Wall Street Journal (WSJ) y del índice Dow Jones Industrial Average (DJIA), indicador del nivel de precios de la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) desde 1896, iniciaría una forma totalmente nueva para analizar los mercados, sentando las bases de lo que actualmente se denomina "análisis técnico".

En varios artículos que Dow publicó en el WSJ entre 1900 y 1902, expuso una teoría para predecir los precios de las acciones basada en las ganancias y dividendos de las mismas. William P. Hamilton, sucesor de Dow como editor del WSJ, le asignó el nombre de Teoría Dow, la cual suponía que el mercado de valores refleja "la suma total de conocimiento respecto del curso futuro de la actividad comercial mucho mejor de lo que podía aspirar a hacerlo cualquier individuo. En consecuencia, poco podría obtenerse del análisis de los fundamentos del negocio". Por lo tanto, los inversores leen los datos del mercado como si fuera un barómetro de las condiciones comerciales, obteniendo claves para prever el futuro (Smith, 2003).



Charles Dow.

LA TEORÍA DE LAS EXPECTATIVAS RACIONALES

La Teoría de las expectativas racionales afirma, según Soros (2008), que los participantes en el mercado, al buscar su propio interés, basan sus decisiones en el supuesto de que los demás participantes harán lo mismo.

Como se dijo al inicio del presente artículo, esta teoría fue desarrollada por Robert E. Lucas (León León, 2008) y complementa la EMH, postulada por Samuelson y Mandelbrot, y afirmada por Eugene Fama (1965, 1970).

La EMH sostiene que un mercado es eficiente si los precios de los activos reflejan rápidamente toda la información disponible, y se basa en cuatro supuestos:

- 1) La existencia de muchos inversores en el mercado bien informados.
- 2) La información llega al mercado de forma aleatoria.
- 3) Los precios se ajustan para reflejar el efecto de la nueva información, y
- 4) Los precios y los rendimientos esperados deberían reflejar inmediatamente toda la información relevante (Flórez Ríos, 2008).

Eugene Fama (1965) resume todo lo anterior en dos puntos:

- 1) Los precios actuales cambiarán rápidamente para ajustarse al nuevo valor intrínseco o teórico derivado de la nueva información.
- 2) El periodo que transcurre entre dos ajustes sucesivos de precios o entre dos informaciones sucesivas de un mismo título, es una variable aleatoria independiente (Aragón y Mascareñas, 1994).

Harry Roberts (1967), citado por Aragón y Mascareñas (1994), definió

tres niveles de eficiencia de los mercados de valores, donde cada uno reflejaba la clase de información que era rápidamente revelada en el precio. Estos niveles de eficiencia los denominó: débil, intermedio y fuerte.

En el nivel débil del mercado eficiente cada título refleja la información contenida en toda la información pasada. Ningún inversor podrá conseguir un rendimiento superior al del promedio del mercado, analizando exclusivamente la serie histórica de precios y si lo logra, será sólo por azar.

En el nivel intermedio del mercado eficiente, los precios reflejan no sólo toda la información pasada, sino también toda la información hecha pública acerca de la empresa o de su entorno, que puede afectar a cada título en particular, como: informe de resultados, anuncios de dividendos, balances anuales, trimestrales, variación del tipo de interés, etcétera.

En el nivel fuerte del mercado eficiente, se parte del supuesto de que los precios reflejan absolutamente toda la información, ya sea pasada, pública o privada. Según ella, ningún inversor podrá ganarle al mercado más que por azar. Ésta es una hipótesis extrema que es prácticamente imposible de cumplir en ningún mercado, por no existir los mercados perfectos.

En resumen, los mercados se aproximan a ser eficientes (pero no perfectos) cuando los inversores compiten buscando que la ineficiencia les haga ganar una mayor rentabilidad que al promedio de los demás inversores (Aragónés y Mascareñas, 1994).

Basados en lo anterior, Aragónés y Mascareñas (1994) nos dicen que:

Un mercado de valores es eficiente cuando la competencia entre los distintos participantes que intervienen en el mismo, guiados por el principio del

máximo beneficio, conduce a una situación de equilibrio en la que el precio de mercado de cualquier título constituye una buena estimación de su precio teórico o intrínseco (valor actual de todos los flujos de caja esperados).

Por lo tanto, los precios de los valores que se negocian en un mercado financiero eficiente reflejan toda la información disponible y se ajustan total y rápidamente a la nueva información, la cual se supone que es gratuita. Si todos los títulos están bien valorados, los inversionistas obtendrán un rendimiento apropiado para el riesgo asumido, por lo que no existirán títulos sobre o infravalorados.

Si en un mercado eficiente existiera momentáneamente una disparidad entre el precio de mercado de un título y su valor intrínseco, ésta sería aprovechada por los especuladores que se beneficiarían de dicha ineficiencia momentánea. Si el título estuviese infravalorado, los especuladores lo adquirirían para obtener una rápida ganancia de capital, lo que crearía una presión de la demanda sobre dicho título, que haría subir su precio hasta igualarlo a su valor intrínseco. Si el título estuviese sobrevalorado, los especuladores lo venderían creando una presión de la oferta, con lo cual su precio bajaría hasta situarse en su valor teórico. Cuantos más especuladores participen menor será el beneficio, y el resto de los participantes creará realmente encontrarse en un mercado eficiente. En éste, las múltiples estimaciones del valor de un título deberán oscilar de forma aleatoria alrededor de su verdadero valor intrínseco. Por lo tanto, todos los inversores tienen las mismas probabilidades de ganar o perder y la mayor ganancia que algunos inversionistas puedan obtener sobre los demás, será producto del azar.

El mercado eficiente debe ser forzosamente competitivo, puesto que es la

única forma de que toda la información que afecte al valor teórico o intrínseco de los títulos, se refleje inmediatamente en sus precios (Aragónés y Mascareñas, 1994).

La información que perfila a los precios en un mercado eficiente, debe ser insesgada. La hipótesis de que un mercado es eficiente, se originó en la Teoría del recorrido aleatorio. Los precios de los títulos en un mercado competitivo representan un consenso entre los inversores sobre el verdadero valor del bien, siempre basados en toda la información disponible. Si existe nueva información, el ajuste al precio es instantáneo, y los cambios posteriores al precio son independientes y aleatorios. Por lo tanto, el que los mercados sean eficientes deriva en diversas implicaciones para la financiación de las empresas, como las siguientes:

- 1) El principal objetivo de la organización es el de maximizar su valor actual de mercado.
- 2) No tienen utilidad las decisiones que pretendan incrementar los rendimientos sin afectar los flujos de caja.
- 3) Si se emiten nuevos títulos a precios de mercado, se elimina el problema de la dilución de los rendimientos de los tenedores ya existentes.
- 4) El rendimiento de los títulos será una medida significativa del rendimiento de la compañía (Azofra Palenzuela y Fernández Álvarez, 1992).

Para estudiar y medir el contenido de la información contable, se asume como básica la eficiencia del mercado como teoría financiera que estudia su funcionamiento y que sirve como instrumento para contrastar la utilidad de la información contable (Giner Inchausti, 2001).

El mercado eficiente constituye uno de los fundamentos de la economía



financiera de la empresa (Azofra Palenzuela y Fernández Álvarez, 1992).

Para Parada Daza (2005), los mercados eficientes se refieren a un tópico como es la información. Para que exista una competencia justa o limpia, debe haber información para todos los participantes, tanto pública como privada, tanto histórica como presente. Si ésta no existe, o existe sin igualdad para todos, tendremos una información asimétrica, lo que provoca injustamente el traslado de la riqueza desde aquel que no tiene información hacia aquel que sí la tiene, información confidencial y de la cual éste se aprovecha. Por lo tanto, en un mercado eficiente los vendedores y compradores de activos financieros deben poseer toda la información del pasado, del presente y todo tipo de datos que afecten a una empresa que emite activos financieros (Parada Daza, 2005).

La Teoría de las expectativas racionales, como ya se dijo, complementa la EMH. Sostiene que el público inversionista toma en cuenta toda la información que existe a su disposición a la hora de elaborar sus expectativas financieras. Por ejemplo, si el banco central aplica una política monetaria laxa, es decir, si abarata el dinero bajando las tasas de interés con el propósito de estimular la economía, los individuos y las familias incrementarán su gasto por el menor costo del dinero y, además, se anticipa que habrá mayor inflación al aumentar la velocidad de circulación del dinero, de acuerdo al enfoque monetarista, y las empresas tenderán a incrementar sus inversiones en maquinaria y equipo, aprovechando el menor costo del dinero y anticipando que, a futuro, se incremente el costo de financiamiento (Madura, 2010).

La mano invisible del mercado y la mano visible del gobierno inciden en la determinación de las tasas de interés y el tipo de cambio, dos variables externas a

las empresas que juegan un papel fundamental en el sistema económico (León León, 2008).

En la década de los setenta surge el neoliberalismo económico financiero, influyendo en las políticas económicas de países desarrollados como Estados Unidos y el Reino Unido. En esta época, se inicia la disminución en las regulaciones y la intervención del Estado en la economía. Regresa la idea de que el mercado libre y sus fuerzas promueven mejor la competencia, el ajuste de los mercados y la mejor asignación de recursos. Se asume que la existencia de consumidores con excedentes redundará en un incremento del bienestar de la población (León León, 2008).

El Consenso de Washington, formulado en un documento por John Williamson en noviembre de 1989, se refiere a los temas de ajuste estructural contenidos en los programas de instituciones internacionales como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), para hacer frente a la crisis de la deuda externa en agosto de 1982. Resume las ideas del neoliberalismo en diez puntos, los cuales han servido de referencia para determinar los lineamientos de la política económica en los países capitalistas como el nuestro (León León, 2008).

Los diez puntos son los siguientes (Casilda Béjar, 2004):

1. Disciplina presupuestaria. Finanzas públicas equilibradas. La disciplina presupuestaria es un elemento esencial en los programas negociados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) con los miembros que desean obtener sus préstamos. La mayoría de éstos coincide con que los grandes y persistentes déficits presupuestarios son la fuente básica de problemas macroeconómicos como lo son la inflación, desequilibrios en la balanza de pagos y la fuga de capitales.

2. Cambios en las prioridades del gasto público. Para reducir el déficit presupuestario, se opta por reducir el gasto público más que optar por aumentar la recaudación fiscal, tratando de redireccionar el gasto improductivo de los subsidios hacia áreas como la salud, la educación o la infraestructura, para poder combatir la pobreza.

3. La reforma fiscal o reforma tributaria. Se coincidió en que la forma más adecuada para incrementar la recaudación fiscal hasta un nivel mínimo considerado como necesario de acuerdo con lo dicho en el punto anterior, consiste en tratar de instaurar una base impositiva integral y amplia sobre el consumo, a la vez de mantener tasas impositivas moderadas sobre la renta.

4. Las tasas de interés. Las tasas de interés deben seguir dos principios fundamentales: Primero, deben determinarse en el mercado de dinero para evitar una asignación inadecuada de los recursos. Segundo, deben ser positivas en términos reales para desincentivar las fugas de capitales e incrementar el ahorro.

5. El tipo de cambio. El tipo de cambio debe ser flexible. Se propuso que los tipos de cambio fueran determinados por las fuerzas del mercado, tratando de que éste sea competitivo. Es preferible alcanzar un tipo de cambio real competitivo en lugar de aspirar a los llamados «tipos de cambio de equilibrio fundamental» (por diferencia de inflaciones básicamente).

6. Liberalización comercial. El objetivo central de una política económica orientada hacia el sector exterior es la liberalización de las importaciones, mientras que una política de protección de las industrias nacionales frente a la competencia extranjera se interpretaba como creadora de distorsiones costosas que empobrecen la economía nacional. El ideal de libertad comercial está sujeto a



dos requisitos: Primero, la protección de las industrias nacientes. Segundo, el establecimiento de un calendario a seguir, pues a una economía muy protegida no se le puede despojar de toda su protección sin un periodo de transición.

7. Política de apertura respecto a la inversión extranjera directa. Dicha inversión directa aporta capital, tecnología y experiencia mediante la producción de bienes necesarios en el mercado interno, además de contribuir a nuevas exportaciones. Se desaprueba la existencia de un nacionalismo económico que disminuya dicha inversión extranjera directa.

8. Política de privatizaciones. Privatización de empresas estatales que ayuda a la reducción de la presión en el presupuesto de los gobiernos, tanto a corto plazo por los ingresos derivados de la venta de dichas empresas, como a largo plazo, por no tener ya que financiar la inversión y operación necesarias, en base a que la empresa privada está gestionada más eficientemente que las empresas estatales, debido a que sus directivos tienen un interés personal directo en los beneficios de la empresa, lo cual les incentiva a alcanzar la mayor eficiencia posible para maximizar sus beneficios propios.

9. Política desreguladora. Considerada como una forma de fomentar la competencia, principalmente en América Latina, donde se hallan economías de mercado muy reguladas y gestionadas por administradores mal pagados y fácilmente corruptibles, además de discriminar a las pequeñas y medianas empresas, las cuales son importantes generadoras de empleo y de estabilidad social.

10. Derechos de propiedad. Protección a la propiedad privada, ya que hasta finales de la década de los 80, en América Latina, los derechos de propiedad eran muy inseguros, en contraste con los derechos de propiedad firmemente establecidos en los Estados Unidos de Norteamérica.

De acuerdo a León León (2008), las propuestas para estabilizar la economía de México han surtido efecto positivo a 25 años de distancia de la crisis de 1982, ya que en nuestro país se tiene una relativa estabilidad macroeconómica. Cuando se hace referencia a ésta, es basada en las tendencias favorables que se han observado en las siguientes variables desde 1995 hasta la actualidad:

- a) La tasa de inflación.
- b) La tasa de interés líder de la economía.
- c) El tipo de cambio nominal.
- d) Las reservas internacionales.
- e) El déficit gubernamental como porcentaje del producto interno bruto (PIB).
- f) El manejo de la deuda pública.
- g) La evolución de la tasa de riesgo país.

La política económica bajo las bases del Consenso de Washington determina las variables externas que afectan el desempeño financiero de la empresa (León León, 2008).

Desde mediados de los años setenta del siglo XX, las finanzas habían llegado a lo que Gómez-Bezares (2005) llama paradigma de los setenta. La estructura está básicamente construida y los investigadores aceptaban la verdad del sistema del paradigma, el cual se ha considerado que se sustenta en dos pilares fundamentales: los modelos de valuación como: Capital Asset Pricing Model (CAPM), Arbitrage Pricing Theory (APT), Option Pricing Models (OPM), y los mercados eficientes.

Afirma Gómez-Bezares (2005) que estamos lejos de afirmar que en un futuro próximo va a aparecer un nuevo paradigma que desbanque al actual mencionado, pese a los estudios realizados acerca de la conducta de los inversores o finanzas

conductuales, los cuales consideran que no han aportado demasiada luz como para abandonar el concepto de inversor racional que domina el mercado. Y aun cuando se acepta que dichos inversores no son totalmente racionales, el abandonar la racionalidad sería adentrarse en terrenos tormentosos (Gómez-Bezares, 2005).

DISCUSIÓN: ¿SON LOS MERCADOS VERDADERAMENTE EFICIENTES?

Warren Buffett, el conocido inversionista en los mercados, expone el siguiente caso cuestionando la racionalidad de los mercados: si 225 millones de norteamericanos apuestan cada uno un dólar diario a que al lanzar una moneda ésta resultará cara o cruz, eliminándose los perdedores, quedarán sólo 215 personas que habrán ganado \$1 050 000. Ello no hace genios a los ganadores, pues si 225 millones de orangutanes participaran en un juego similar, los resultados serían los mismos, y ello no haría genios a los 215 orangutanes ganadores. La crítica iba dirigida a quienes afirmaban poder obtener rendimientos superiores a los del mercado a largo plazo (Smith, 2003).



Warren Buffett.



Hacia 1970 en el discurso académico casi no se incluían análisis sobre la irracionalidad de las inversiones, de las burbujas y de la especulación destructiva. La EMH dominaba el estudio de los mercados financieros. Uno de sus máximos defensores era, precisamente, Eugene Fama, de Chicago, quien siempre ha sostenido que los mercados valoran los activos en su valor intrínseco exacto, dada toda la información disponible públicamente.

Y en los ochenta, economistas como Michael Jensen, de Harvard, aseguraban que los mercados siempre aciertan en sus precios, por lo que los financieros de cualquier corporación, lo mejor que deben hacer es maximizar el valor de las acciones de sus firmas por el bien de la economía, lo cual Keynes comparaba con un casino. Pero, como dice Krugman (2012), el derrumbe de 1987 debía haber generado, al menos, algunas dudas acerca de la racionalidad de los mercados.

Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos, empleó la expresión “Exuberancia irracional” para describir el comportamiento de los inversores en un discurso formal pronunciado el 5 de diciembre de 1996. Los mercados accionarios cayeron en todo el mundo. La expresión se convirtió en la más famosa de Alan Greenspan, en una frase clave para quienes siguen los movimientos del mercado y se mantiene viva en el recuerdo del público. Según Shiller (2003), esta reacción es debida al temor de que los mercados estén sujetos a niveles de precios inusualmente altos e insostenibles por la influencia de la psicología del mercado.

Acerca de las llamadas burbujas (cuando el precio de un activo crece más allá de todo fundamento), se acepta o no su existencia de acuerdo a la credibilidad de si los mercados son eficientes o no. Un mercado eficientemente valorado, por definición, no debe ser susceptible

a las burbujas irracionales. Pero desde principios de los años ochenta diversos estudios demostraban que los mercados no son lo suficientemente eficientes que la EMH establece. En primer lugar, ésta apenas empezaba a recibir una aceptación reticente por parte de los profesionales de Wall Street (quienes no la aceptaban por su opinión de que sí le podían ganar al mercado), siendo que desde Dow, en 1896, había empezado a tomar forma. Pero como se dijo, desde principios de los ochenta varios académicos empezaban a tomar distancia de ella, descubriendo anomalías que la contradecían o socavaban.



Alan Greenspan

Marshall Blume e Irwin Friend encontraron que los rendimientos de las acciones de pequeñas empresas superan a los de las acciones de grandes compañías, ya ajustadas al riesgo. También se publicaron estudios que mostraban que los precios de las acciones, se comportaban en forma diferente en los distintos días de la semana. Pero quien ha estado dando golpes decisivos a la EMH, es Robert Shiller, profesor de Yale, quien descubrió que el movimiento en el precio de las ac-

ciones era mayor y más frecuente de lo que se podía esperar por la incorporación de nueva información, y concluyó que la volatilidad excesiva se origina en el comportamiento irracional de los inversores, por lo cual el mercado no es enteramente eficiente (Smith, 2003).

Robert Shiller (2003) publica en el año 2000 su célebre libro *Exuberancia irracional*, el cual es un tratado muy completo acerca del comportamiento financiero, así como de la psicología y la sociología humanas en relación al mercado de valores y la economía. Sostiene que nos encontrábamos inmersos dentro de una enorme burbuja (lo cual resultó cierto, aun cuando fue fuertemente cuestionado en ese momento) en momentos en que el mercado subía “como un cohete” y la mayoría de los expertos se hubiera resistido a pronosticar un desplome.

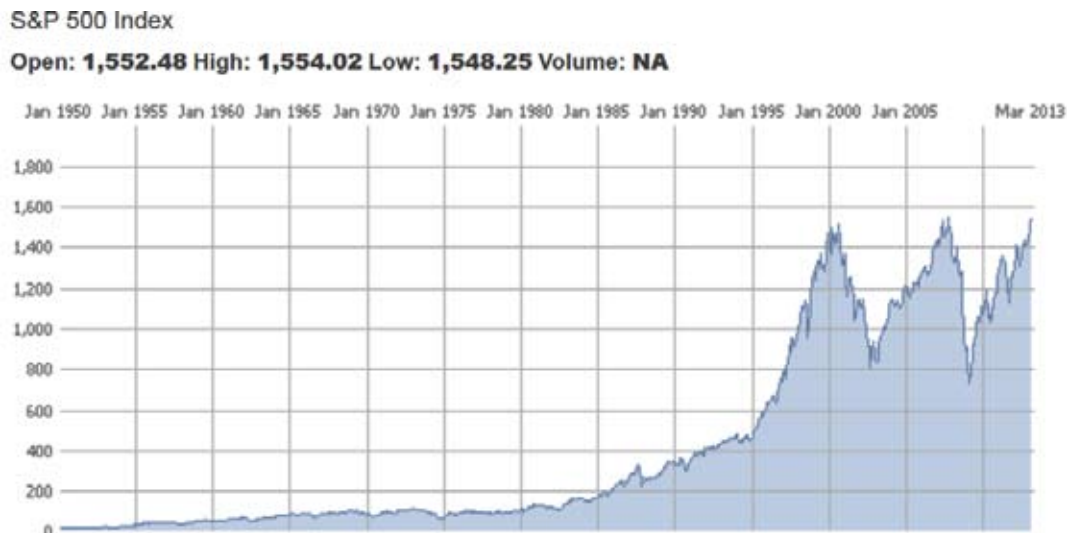
Y pese a que los mercados habían sufrido una serie de altibajos de 2000 a 2003 (figura 1), Shiller (2003) los consideraba excesivamente sobrevalorados, y trataba de ayudar a los inversores a comprender que su exceso de confianza y sus grandes expectativas, que muchos de ellos habían depositado en sus inversiones de cartera, se podían transformar en “pobres ahorros y grandes deudas en un futuro cercano”.



Robert Shiller.



Figura 1. Gráfica del índice S&P 500.



Fuente: MSN Money, 2013.

B. Mark Smith (2003) llama “conductistas” a quienes explican el comportamiento de los mercados, sosteniendo que los patrones de conducta no completamente racional de los inversores influyen en los precios de las acciones en una forma diferente a la establecida por la EMH.

Shiller (2003) se pregunta si los elevados precios de las acciones en el mercado, se deben a una suerte que llama “Exuberancia irracional”, es decir, al optimismo de los inversores que les impide observar la situación real. Para responder a esta pregunta sobre el mercado de valores, obtiene información proveniente de campos de investigación que habían pasado inadvertidos para los analistas del mercado, que comprenden la economía, la psicología, la demografía, la sociología y la historia.

Reúne, además, las opiniones de los especialistas económicos y financieros más destacados y concluye que, a esa

fecha, año 2000, el mercado de valores presentaba las características distintivas de una burbuja especulativa, situación en la que las cotizaciones se mantienen altas por el entusiasmo de los inversores y no por un cálculo coherente del valor real de las acciones. Al ser sus perspectivas para los siguientes 10 o 20 años más bien pobres, e incluso peligrosas, Shiller (2003) aspira a que los financieros perfeccionen sus teorías, de acuerdo a la evidencia empírica que indica que los niveles de precios del mercado son algo más que la suma de la información económica disponible.

Cuando ocurrió la caída accionaria en la NYSE el lunes 19 de octubre de 1987 (-23%, la peor de la historia en un solo día), Eugene Fama, quien había acuñado el término “mercado eficiente”, admitió su frustración por no haber podido identificar la información que hubiera podido presagiar la caída.

William Sharpe, padre del modelo de valoración de precios de activos de capital (CAPM) y otro de los defensores de la EMH, reconoció haberse sentido perplejo por la volatilidad del mercado.

Fischer Black, uno de los autores del modelo más conocido de valoración de opciones, admitió que el único conocimiento que la EMH ofrece, es que los precios serán más volátiles sin saber en qué dirección.

Merton Miller declaró que el periodo de la caída no constituía una prueba legítima de la eficiencia de los mercados.

Robert Shiller (2003) escribió en relación a dicha caída: “La hipótesis del mercado eficiente es el error más grande en la historia de la teoría económica. Lo que ocurrió no es sino otro clavo en el ataúd”.

Lawrence Summers, de Harvard, y secretario del Tesoro de Estados Unidos en 1999, declaró: “Si alguien creyó seriamente que los movimientos de precios



estaban determinados por cambios en la información sobre fundamentos económicos, pues bien, ya es hora de que se desengaño de esa idea con el movimiento de 500 puntos del lunes” (Smith, 2003).

Durante los años noventa, el paradigma de los mercados siempre eficientes se encontraba ampliamente difundido, lo que llevó a la idea muy generalizada de la no necesidad de mayores regulaciones, convirtiéndose en la ideología financiera de la época, que no admitía de buen grado las interpretaciones alternativas hasta la ocurrencia de crisis mayores (Marichal, 2010).

Joseph Stiglitz (2012), premio Nobel de economía 2001, nos recuerda que la disputa acerca del papel que deben desempeñar los gobiernos para garantizar la competencia y la estabilidad de los mercados, había estado dominada por los economistas de la Escuela de Chicago (Milton Friedman, George Stigler y Eugene Fama), quienes creen que los mercados deben ser libres y sin trabas, argumentando que éstos son intrínsecamente competitivos. La teoría económica de la Escuela de Chicago argumenta que, a priori, los mercados son competitivos y eficaces.



Joseph Stiglitz.

George Soros (2008), el conocido inversionista y filántropo húngaro,

afirma que el actual paradigma que se sostiene, es decir, la hipótesis de que los mercados financieros tienden al equilibrio, es falso y engañoso. Lo considera una concepción equivocada y lo llama “fundamentalismo del mercado”. Considera la Teoría de las expectativas racionales, pero aun cuando afirma que los participantes en el mercado, al buscar su propio interés, basan sus decisiones en el supuesto de que los demás harán lo mismo, lo cual suena razonable, no lo es, debido a que no actúan sobre la base de sus mejores intereses, sino en la percepción de sus mejores intereses, por lo que ambos no son iguales.



George Soros.

La idea de que los mercados financieros se autorregulan y tienden al equilibrio, es la base de los instrumentos sintéticos derivados como: Colateralized Debt Obligation (CDO) y Credit Default Swap (CDS), que han jugado un papel preponderante en la generación de la última burbuja, la inmobiliaria. Soros (2008) concluye que el paradigma es falso y debe ser reemplazado con urgencia.

Paul Krugman (2009), premio Nobel de economía 2008, se pregunta si la burbuja japonesa de 1990 tenía alguna otra explicación que no fuera la de la

psicología de las masas. La principal falla de las crisis es la vulnerabilidad al pánico, que se alimenta a sí misma, y bajo el pánico, las diferencias entre las economías no importan. Y a continuación menciona la definición de Shiller de burbuja: es una especie de esquema Ponzi natural, en el que la gente hace dinero mientras haya más tontos por incorporar; pero, finalmente, el esquema se queda sin tontos y se derrumba.



Paul Krugman.

CONCLUSIONES

Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos, al igual que los principales teóricos del mercado eficiente mencionados en el presente artículo, hizo la afirmación en numerosas ocasiones de que los mercados se autorregulan. Como presidente de la Fed, sus errores de cálculo y decisiones en la política financiera tuvieron efectos devastadores. El resultado sería la crisis mundial de 2008 (Marichal, 2010).



El campo del estudio del comportamiento financiero, llamado también finanzas conductistas, es una disciplina emergente, la cual, con el paso de los años, está dejando de ser un campo menor de las finanzas para llegar a ser uno de los pilares de la teoría financiera, que es necesaria para una mejor comprensión del comportamiento de los mercados financieros (Shiller, 2003).

Las predicciones de Shiller (2000), Krugman (1999) y Stiglitz (2001) cayeron mayormente en oídos sordos, por ser la mayoría de operadores del mercado e inversores partidarios de la EMH y la Teoría de las expectativas racionales.

El diseño y la emisión de productos financieros complejos no regulados, lejos de ayudar a la estabilidad de los mercados financieros y a la dispersión del riesgo, volvieron a los mercados más inestables, al ser escasa la supervisión por parte de los organismos reguladores en todo el mundo, derivado a su vez de la corriente desreguladora, que se inicia a partir de la década de los ochenta, basada a su vez en el paradigma de los mercados eficientes y autorregulados. Urge, como dice George Soros (2008), cambiar dicho paradigma.

La Comisión para la Investigación de la Crisis Financiera de Estados Unidos concluye, en su reporte final, que las causas de la crisis económica y financiera en Estados Unidos fueron las siguientes:

- 1) La crisis financiera era evitable.
- 2) Las graves fallas en la regulación y supervisión financiera probaron ser devastadoras para la estabilidad de los mercados financieros.
- 3) La combinación de endeudamiento excesivo, inversiones riesgosas y la falta de transparencia colocaron al sistema financiero en curso directo a la crisis.
- 4) Dramáticas fallas en el gobierno corporativo y la administración de riesgos en muchas instituciones financieras

de importancia sistémica fueron la causa clave de esta crisis.

5) El gobierno estaba mal preparado para la crisis y sus respuestas inconsistentes agregaron incertidumbre y pánico a los mercados financieros.

6) Ha habido un debilitamiento sistémico en la rendición de cuentas y en la ética.

7) Normas decadentes en préstamos hipotecarios y en la línea de titulación hipotecaria encendieron y propagaron la flama del contagio y la crisis.

8) Los derivados sobre el mostrador (OTC no regulados) contribuyeron significativamente a esta crisis.

9) Las fallas de las agencias de calificación de créditos fueron trampas esenciales en la rueda de la destrucción financiera (Inquiry Report, 2011).

Como se observa en las conclusiones, y derivado de lo expuesto en el presente artículo, en todas las causas de la crisis se encuentra subyacente el hecho de que la falta de regulación desencadenó los factores causantes de la misma. Por lo tanto, se reconoce que los mercados no son totalmente eficientes ni son capaces de autorregularse, por lo que es necesaria la acción reguladora del poder público para evitar futuras catástrofes financieras.

BIBLIOGRAFÍA

- Aragonés, J. R. y J. Mascareñas (1994). "La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital", en: *Análisis Financiero*, pp. 76-89.
- Azofra Palenzuela, V. T. y A. I. Fernández Álvarez (1992). "Evolución reciente de la moderna teoría financiera", en: *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, pp. 111-126.
- Casilda Béjar, R. (2004). "América Latina y el Consenso de Washington", en: *Boletín Económico*, pp. 19-38.

De Andrade Martins, G. (2006). "Hablando sobre teorías y modelos en las ciencias contables", en: *Actualidad Contable FACES*, pp. 42-53.

Financial Crisis Inquiry Commission (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*. New York, Public Affairs Books.

Flórez Ríos, L. S. (2008). "Evolución de la teoría financiera en el siglo XX", en: *Ecos de Economía*, pp. 1-23.

Giner Inchausti, B. (2001). "La utilidad en la información contable desde la perspectiva del mercado: ¿evolución o revolución en la investigación?", en: *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review (Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad [Asepec])*, pp. 21-52.

Gómez-Bezares, F. (2005). "Una nota crítica sobre la actual investigación en finanzas", en: *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, pp. 105-120.

Krugman, P. (2009). *De vuelta a la economía de la gran depresión y la crisis del 2008*. México, Grupo Editorial Norma.

----- (2012). *End this Depression Now!* New York, W. W. Norton & Co., Inc.

León León, J. (2008). "La mano invisible del mercado y la evolución de las políticas monetaria y cambiaria: México, 1995-2005", en: *Análisis Económico*, pp. 111-142.

Madura, J. (2010). *Mercados e instituciones financieras*. México, Thompson Learning.

Marichal, C. (2010). *Las grandes crisis financieras*. México, Random House Mondadori.

Mishkin, F. S. (2008). *Moneda, banca y mercados financieros*. México, Pearson Addison Wesley.

MSN Money (2013). *MSN Money*. <http://money.msn.com/investing/>

- stock-chart-information.aspx (consulta: 13 de febrero de 2013).
- Parada Daza, J. R. (2005). "Enfoque teórico de finanzas y su influencia en la revista *Economía y Administración*", en: *Economía y Administración*, pp. 7-31.
- Shiller, R. J. (2003). *Exuberancia irracional*. México, Océano.
- Smith, B. M. (2003). *Hacia una abundancia racional*. México, Océano.
- Soros, G. (2008). *El nuevo paradigma de los mercados financieros*. México, Taurus.
- Stiglitz, J. E. (2012). *El precio de la desigualdad*. México, Santillana Ediciones Generales, S.L.