

Revista Vectores de Investigación

Journal of Comparative Studies Latin America

ISSN 1870-0128

ISSN online 2255-3371

Guillermo de la Dehesa

Los paradigmas financieros en tiempos de crisis

FINANCIAL PARADIGMS IN TIMES OF CRISIS

Vol. 8 No. 8, 95-100 pp.

MONOGRAFÍA ECONOMÍA

95

Guillermo de la Dehesa

*Presidente del
Centre for
Economic Policy
Research, Londres
CEPR*

Palabras claves:
Finanzas, crisis,
modelos
financieros

Key Words:
*Finance, crisis,
financial models*

Los paradigmas financieros en tiempos de crisis

FINANCIAL PARADIGMS IN TIMES OF CRISIS

DEMANDADO 6-5-2014 **REVISADO** 6-5-2014
ACEPTADO 6-5-2014

RESUMEN La crisis financiera mundial de finales del siglo XX ha puesto en evidencia los problemas de aplicación de los paradigmas financieros sobre los que se basa la actividad inversora de los agentes económicos que intervienen en los mercados de capitales. Esta experiencia ha demostrado, una vez más, que la aplica-

ción de las teorías y de los modelos más consolidados en la ciencia de las finanzas no funciona adecuadamente, bien porque los supuestos sobre los que se basan dejan de darse en situaciones críticas, bien porque no se utilizan de forma correcta. No quiero decir que dichas teorías o modelos no sean coherentes, ya que son los que han permitido el enorme desarrollo de los mercados financieros, pero tienen problemas en los momentos críticos.

ABSTRACT The crisis has shown the problems that exist in the application of the Financial paradigms on which the investment activity of the economic agents that intervene in capital markets is based. This experience has once more demonstrated that the application of the theories and models most Consolidated in the Science of finance doesn't work properly, either because the assumptions on which it is based stop working in critical situations, or because they are incorrectly used. I don't want to say that these

theories or models are incoherent, since they are the ones that have allowed for the great development of the financial markets, hut they present problems at critical times.

Crisis financiera

La crisis ha puesto en evidencia los problemas de aplicación de los paradigmas financieros sobre los que se basa la actividad inversora de los agentes económicos que intervienen en los mercados de capitales. Esta experiencia ha demostrado, una vez más, que la aplicación de las teorías y de los modelos más consolidados en la ciencia de las finanzas no funciona adecuadamente, bien porque los supuestos sobre los que se basan dejan de darse en situaciones críticas, bien porque no se utilizan de forma correcta. No quiero decir que dichas teorías o modelos no sean coherentes, ya que son los que han permitido el enorme desarrollo de los mercados financieros, pero tienen problemas en los momentos críticos.

El primer paradigma básico de la moderna teoría financiera ha sido la ya antigua hipótesis de los “mercados eficientes” (EMJ), desarrollada formalmente por Eugene Fama en la década de los setenta. Según esta teoría, los inversores son individuos racionales que operan únicamente sobre la base de la información y no de la intuición. Por tanto, los precios vigentes en cada momento en los mercados son eficientes, ya que reflejan toda la información pertinente. Es decir, los inversores no podrán ser capaces de obtener, de forma reiterada, resultados superiores a los del mercado a menos que incurran en mayor riesgo o tengan suerte.

La teoría de Fama representó el triunfo del escepticismo frente a la supuesta destreza de los expertos en inversiones, tanto los “análisis técnicos”, que utilizan modelos sobre precios históricos para identificar tendencias, como los “análisis fundamentales”, que estudian datos y tendencias económicas de los países y de las empresas para adivinar el precio futuro de su deuda o de sus acciones.

Durante la reciente crisis financiera se ha podido constatar que la información es normalmente asimétrica y deja escapatorias de ineficiencia que se pueden aprovechar. Es decir, siempre existen operadores en el mercado que son capaces de acceder a la información pertinente en mayor medida o antes que los demás y, por tanto, de lograr mejores rentabilidades relativas que los que no la

consiguen. Aquellos operadores que obtuvieron información más completa o privilegiada de la situación de Tailandia, Indonesia, Corea o Japón, pudieron salirse antes, sin pérdidas o con un menor impacto negativo.

El segundo paradigma fundamental, complementario del anterior, ha sido la teoría de la “selección de carteras” (PS), de Harry Markowitz, que demostró que un inversor que diversifique su cartera entre distintos instrumentos financieros y/o distintos mercados o países obtendrá mejores resultados que aquel que no lo hagan. Con la diversificación de carteras se pueden eliminar o reducir los riesgos del ciclo de los negocios y de la evolución de los tipos de interés y, además, se puede aumentar la rentabilidad media de la cartera.

Naturalmente, la teoría de Markowitz se basa en que los diferentes mercados e instrumentos financieros no están excesivamente “correlacionados”. Sin embargo, en esta crisis financiera las correlaciones entre los mercados, a través del “efecto contagio”, han sido altísimas. La interconexión de los mercados, la globalización de las inversiones y su concentración en grandes inversores institucionales han favorecido el efecto contagio y, por tanto, la diversificación no ha servido para mucho, ya que todos los mercados han aumentado sus correlaciones de una u otra manera.

Los dos paradigmas anteriores sentaron las bases de otros tres pilares de la moderna teoría financiera: el modelo de valoración de opciones, de Fischer Black y Myron Scholes; el de fijación de los precios de los activos financieros de William Sharpe y Robert Merton, el ya famoso CAPM, y la teoría de la fijación de precios a través del arbitraje de Stephen Ross. Todos ellos, salvo Fischer Black, que murió prematuramente, y Stephen Ross, han obtenido sendos premios Nobel por sus hallazgos.

El “modelo de la valoración de las opciones” (OPM) ha permitido, posteriormente, la utilización masiva de los llamados “productos derivados” con objeto de cubrirse del riesgo de la inversión subyacente. Sin embargo, con la crisis se ha podido comprobar que la utilización de derivados, siendo muy eficaz en periodos de normalidad para reducir la exposición al riesgo, puede aumentar la vulnerabilidad al riesgo de las posiciones tomadas en una situación crítica. La “huida hacia la calidad” después de la crisis de Long Term Capital Management (LTCM) hizo que muchas de las coberturas de

riesgo no funcionasen. Por ejemplo, los inversores de “bonos basura” de alto rendimiento se cubrieron vendiendo opciones sobre los bonos del Tesoro americano, lo que hubiera sido una cobertura perfecta si los diferenciales o *spreads* entre los primeros y los segundos no se hubiesen disparado multiplicándose por tres o más.

El “modelo CAPM” ha permitido que los inversores sepan cómo asignar una prima de riesgo a cada valor en relación con los demás activos o con el mercado en su conjunto, a través del llamado *beta*, que mide dicha prima y, lo que es lo mismo, dicho descuento o diferencial del precio de un activo con mayor riesgo respecto de otros activos o de un índice de referencia. Este modelo se ha utilizado también para analizar el coste del capital. Sin embargo, ya empezó a tener problemas cuando se vincularon muchas carteras a índices representativos del mercado, como el SP 500 u otros, y, con la crisis, ha sufrido un serio revés cuando la situación, primero de temor y luego el pánico, de los inversores hizo que éstos no distinguiesen adecuadamente entre los diferentes tipos de riesgos adjudicándoles la correspondiente prima o descuento. Todos los riesgos de países emergentes quedaron sin financiación, independientemente de sus diferencias relativas de solvencia y liquidez. Por ejemplo, los bonos triple A, es decir, los mejores clasificados de empresas privadas americanas, llegaron a tener un rendimiento de más de 200 puntos básicos sobre los bonos de triple A del riesgo soberano americano. Y los de países emergentes *investment grade* llegaron a tener rendimientos de hasta 1.200 puntos básicos por encima de los mismos, lo que era inconsistente con el modelo.

Los “modelos de valoración de precios a través del arbitraje” (APM), una derivación del modelo CAPM, han puesto de moda hacer inversiones menos arriesgadas apostando por los llamados “valores relativos”, es decir, por la reducción de las diferencias de precios entre dos activos financieros similares, aprovechándose de las ineficiencias de los mercados, a través del arbitraje. Por ejemplo, apostando a que los diferenciales o *spreads* entre los bonos españoles e italianos con los bonos alemanes tenderían a disminuir con el comienzo de la Unión Monetaria. La rentabilidad, en principio, no era muy elevada, pero el riesgo era mínimo. Ésta fue la estrategia propuesta por los dos premios Nobel Scholes y Merton en las inversiones de LTCM.

Sin embargo, conforme las ineficiencias fueron siendo arbitradas por todos los inversores, la rentabilidad de dichas operaciones de

arbitraje se redujo. Para aumentarla, muchos inversores y fondos de alto riesgo empezaron, de un lado, a incrementar el volumen de sus posiciones en cada apuesta, mediante su “apalancamiento” con préstamos, utilizando como garantía los propios activos financieros que se compraba y, de otro, a arbitrar entre activos de mayor riesgo y, por tanto, superior rendimiento, procedentes de países emergentes.

Cuando el mercado dio la vuelta, los precios de los activos y, por tanto, el valor de las garantías se desplomaron, con lo que los bancos prestamistas pidieron, inmediatamente, cubrir la pérdida del valor de la garantía. Al no disponer de recursos para ello, los fondos “apalancados” se vieron forzados a liquidar sus posiciones, pero no había compradores, ya que la liquidez se había secado. Es decir, se veían abocados a la quiebra.

Por último, tampoco han funcionado muchos de los modelos de control del riesgo, especialmente los más sofisticados y utilizados por muchos de los agentes financieros, como son los modelos VAR (Valué at Risk), que están diseñados para identificar al máximo posible de pérdida de una cartera durante un periodo determinado y con un grado de confianza cierto.

¿Por qué no han funcionado adecuadamente? En primer lugar, porque estos modelos reparten los posibles acontecimientos que pueden ocurrir en forma de una distribución normal, es decir, en forma de campana. Sin embargo, las crisis financieras son acontecimientos que no se distribuyen normalmente. Aunque estos modelos prevén circunstancias y escenarios excepcionales, lo hacen sobre experiencias pasadas, como han sido las crisis de 1987, 1990 o 1994, pero da la casualidad de que cada nueva crisis tiende a ser diferente de las anteriores.

En segundo lugar, los modelos VAR suponen que los mercados son líquidos; de no ser así, no se podrían valorar sus posiciones. Sin embargo, la crisis actual ha demostrado que la liquidez puede desaparecer rápidamente y casi en su totalidad, con lo que no se pueden liquidar las posiciones tomadas.

Finalmente, al aumentar el riesgo con la mayor volatilidad, los modelos VAR obligan, inmediatamente, a deshacer las posiciones para reducir el riesgo y, como casi todos los inversores al mismo tiempo, con lo que se exagera su caída y se amplían los efectos negativos de la crisis. Al final todos pierden.

Es de esperar que los laureados expertos financieros que han desarrollado estos modelos aprendan las lecciones de esta crisis y mejoren los supuestos sobre los que se basan, al tiempo que los inversores mejoren la eficiencia con la que los aplican.

BIBLIOGRAFÍA

- BLACK, Fischer, SCHOLES, Myron (1973) "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *The Journal of Political Economy*, Chicago, University of Chicago, No. 3, vol. 81, 637-654
- FAMA, Eugene F. "Random Walks in Stock-Market Prices", http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/papers/Fama_panel_spanichs.pdf
- MARKOWITZ, Harry M. (1959) "Portfolio selection Efficient Diversification of Investments", <http://cowles.econ.yale.edu/P/cm/m16/>
- MERTON, Robert (2013) "Black-Scholes-Merton: A 40-year revolution in finance: Professor Robert Merton discusses the transformative financial model that won him the Nobel Memorial Prize in Economic Sciences", <http://mitslon.mit.edu/newsroom/2013-black-scholes-merton.php>
- Value at Risk (VAR) <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/VAR.pdf>

Tendencia de la economía mundial, pobreza y bienestar social y económico

TREND OF THE GLOBAL ECONOMY, POVERTY AND SOCIAL AND ECONOMIC WELFARE