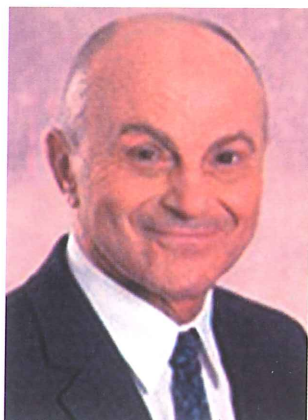


Premio Nobel de Economía 2013

LA VALORACIÓN DE ACTIVOS

Rafael Morales-Arce Macías



Eugene F. Fama



Lars Peter Hansen



Robert J. Shiller

■ Introducción

La Academia Sueca hizo público el 14 de octubre de 2013 la proclamación de los Premios Nobel de Economía correspondientes a este ejercicio. Tan importante distinción ha recaído en los ciudadanos norteamericanos Eugene F. Fama, Lars Peter Hansen y Robert J. Shiller, por sus aportaciones a los procesos de determinación de los precios de los activos, en especial, los de naturaleza económico-financiera⁽¹⁾.

La Academia ha valorado la dificultad de predicción de los precios de dichos activos, debido, de una parte, a las fluctuaciones y fricciones en los mercados, y, de otra, a los comportamientos de los actores que en ellos actúan.

Tales premios se financian por el Banco de Suecia y se conocen con la denominación oficial como “The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences”, en memoria de Alfred Nobel, y están dotados con la suma de ocho millones de

coronas suecas (unos 920.000 euros) que suelen entregarse el 10 de diciembre siguiente en una solemne ceremonia en la capital, Estocolmo, que preside el Rey de Suecia.

Con este proceso se cierra el ciclo de concesión anual de los seis galardonados que hoy lo integran, los de Medicina y Fisiología, Física, Química, Literatura y Paz.

■ Los galardonados

El primero de ellos, **Eugene F. Fama**, nacido en Boston (USA) en 1939, actualmente es profesor emérito en la Universidad de Chicago, de manera principal en la disciplina de finanzas, en la que se ha distinguido por el rigor empírico y científico en el análisis de las inversiones.

Fama es uno de los principales valedores de la Hipótesis del Mercado Eficiente⁽²⁾, que, aunque siempre ha sido objeto de importantes críticas, especialmente, en los períodos de crisis económica, genera una aportación fundamental al considerar que los mercados financieros operan de forma racional y valoran los activos en su valor intrínseco, siempre que se disponga de toda la información pública requerida. En definitiva, el precio de un activo descuenta todas las variables que se conocen en ese momento, por lo que el cambio en los precios puede imputarse a un cambio en la información que afecta al bien considerado.

La asociación de beneficio esperado y riesgo asumido, tan importante en la gestión de carteras, como el conjunto de sus publicaciones –dos libros de texto y más de cien artículos en revistas de calidad– le acreditan como uno de los economistas teóricos más citados.

Lars Peter Hansen, nacido en 1952 en Urbana, Illinois, es Licenciado en Matemáticas por la Universidad estatal de Utah y Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota, en la que desempeñó la actividad académica hasta el año 1987, en que fue nominado para la Cátedra de Economía Financiera y Estadística en la Universidad de Chicago.

Hansen se ha distinguido por sus investigaciones en el campo de la Estadística y la Econometría, siendo una de sus principales aportaciones su teoría sobre los estimadores (*Generalized Method of Moments Estimators*, GMM)⁽³⁾ introducida en

1982, de general aplicación en el campo de la Macroeconomía para los análisis de datos económicos y financieros.

Por otra parte, a Hansen se le considera un especialista en las aplicaciones de sus descubrimientos a la Economía del Trabajo, Finanzas Internacionales y a las repercusiones del riesgo sistémico en la crisis financiera de 2008.

Sus investigaciones actuales incluyen trabajos sobre el equilibrio rentabilidad-riesgo a largo plazo, en las que ha contado con la colaboración de S. Scheinkman, así como en el examen de la estructura temporal de los riesgos de precio en los modelos macroeconómicos dinámicos.

Igualmente, ha colaborado con el también Nobel Thomas Sargent en las denominadas “teorías de la robustez”, centradas en la búsqueda de relaciones entre las decisiones derivadas de los modelos dinámicos y su vinculación con los resultados. Con Sargent ha profundizado en otras cuestiones, tales como la diferencia entre los conceptos de riesgo e incertidumbre y la medición del riesgo sistémico en el contexto de la crisis financiera de 2008.

Aparte de estas actividades, es Director de The Becker Friedman Institute por Research in Economics (el antiguo Milton Friedman Institute), ocupado, entre otras tareas, en el equipo de Modelos Macro-financieros, una red de macroeconomistas interesados en el enlace entre las finanzas y el sector de la economía real, en especial, desde la crisis financiera de 2008.

Es miembro de la Academia Nacional de Ciencias y presidió Econométrica en el año 2007.

Hansen fue galardonado por la Fundación BBVA en 2010 con el Premio “Fronteras del Conocimiento”, una distinción que se polariza en las aportaciones en el campo de la Economía, Finanzas y Gestión de Empresas.

Por último, **Robert J. Shiller**, nacido en 1946 en Detroit, se graduó a mediados de los años sesenta y obtuvo un Master por la Universidad de Michigan en 1967, así como un Doctorado por el *Massachusetts Institute of Technology* (MIT) en 1972. En la actualidad es profesor de Economía en la Cátedra Arthur M. Okun, de la Fundación Cowles para la investigación económica. Paralelamente, trabaja en el Centro Internacional de Recursos Financieros de la Universidad de Yale. Es co-

fundador de dos compañías que se dedican a la gestión de la seguridad económica en Estados Unidos: Macro Markets LLC y Macro Financial LLC.

Shiller, al igual que Fama, era candidato al Premio desde hace muchos años. No en vano se había distinguido por sus investigaciones acerca del comportamiento tanto de los mercados inmobiliarios como los financieros. Criticó en su día la evolución de las empresas de nuevas tecnologías, las conocidas como “punto.com”, asegurando, como así se demostró, que la cotización de sus acciones no podía estar creciendo indefinidamente. Su obra “Exuberancia irracional”⁽⁴⁾ editada en español, ofrece una amplia explicación de tal asimetría.

En 2008 anticipó algunas soluciones a los problemas de las hipotecas “subprime”, como antesala de su publicación estrella “Animal Spirits”⁽⁵⁾ que protagonizó junto a George A. Arkelof, que fuera Premio Nobel en 2001, al que nos referiremos posteriormente.

En 2012, Shiller presentó en la Fundación Rafael del Pino su última obra “Las finanzas en una sociedad justa”, en la que sostenía la necesidad de dejar de condenar a los sistemas financieros, añadiendo que deberíamos buscar su recuperación, ya que juegan un papel esencial e insustituible en el sistema económico, papel que se pone de manifiesto en la actual crisis, que ha resaltado sus principales fallos e imperfecciones, fallos que llevará décadas corregirlos. Buena prueba de ello son las actuales controversias en el seno de la Comisión Europea sobre la reforma del sistema bancario, en la que los países más relevantes no se ponen de acuerdo sobre la oportunidad de poner en marcha las instituciones que deberían tener la capacidad de anticipar, tanto los problemas que se generan en los mercados como los instrumentos que aseguren su normal funcionamiento.

Por otra parte, estima que el proceso de innovación financiera se intensificará en los próximos años, pero que deberá contener mayores dosis de racionalización y sentido humano, dando entrada al mayor número posible de aportaciones procedentes de diferentes campos de la sociedad.

Finalmente, y en relación al mercado inmobiliario, señalar la importante colaboración de Shiller con la Agencia de Calificación norteamericana S&P en la elaboración de Informes mensuales sobre el precio de la vivienda en Estados Unidos. El índice S&P Case-Shiller es uno de los más citados en el país pues recoge el cambio en el precio de la vivienda en sus veinte principales áreas metropolitanas.

■ La eficiencia de los mercados

En el argot de los mercados financieros, la eficiencia se asocia a una serie de factores que no son otra cosa que la aplicación de los principios generales de funcionamiento de los mercados. Para Foster⁽⁶⁾ un mercado es “eficiente” cuando se dan tres circunstancias básicas: a) que exista homogeneidad del producto que se intercambia; b) que exista un elevado número de compradores y vendedores y, finalmente, c) que exista una cierta facilidad tanto para entrar como para salir del mercado.

La esencia del Análisis Fundamental, por su parte, se basa en el concepto de “valor intrínseco” de un título, como parámetro objetivo extraído de una serie de condiciones que afectan al funcionamiento de la sociedad que lo emite: proyectos en curso; resultados conseguidos; dividendos generados; grandes inversiones realizadas; coyuntura económica en que se estaba inmerso, etc., que, normalmente, no son valoradas de la misma forma por inversores diferentes. El Análisis Técnico, la otra herramienta para el estudio de los mercados de valores, se aproxima a dicho “valor intrínseco” a través de lo que se conoce como área de congestión de los gráficos de puntos y figuras. No existe unanimidad para deducir dicho “valor intrínseco”, aunque existe la creencia de que cuando se está operando en un mercado eficiente, todas las valoraciones que se hacen del título deben constituir una especie de nube de puntos alrededor de dicho valor.

Por eso, todas las corrientes de opinión coinciden en afirmar que si las diferencias entre el precio de una acción y su valor intrínseco son de naturaleza determinista, los que manejan el término irán realizando una serie de “ajustes” conforme procesan información sobre el mismo, haciendo que los precios se vayan desplazando para adaptarse al nuevo “valor intrínseco” que se infiere de los nuevos datos. Fama⁽⁷⁾ califica a dicho ajuste como “ajuste instantáneo”, indicando que el intervalo de tiempo entre dos ajustes sucesivos en el precio del título, es una variable aleatoria de carácter independiente, lo que implica que las series históricas construidas con los precios de los mismos, en rigor, no pueden permitirnos su utilización en el proceso de acercamiento a la evolución de los cambios futuros. O dicho de otra forma, que si el mercado es “eficiente” ello lleva consigo que los precios futuros son independientes de los precios del pasado. Por ello denominó a ese mercado como de “recorrido aleatorio” (random walk market).

Desde una perspectiva diferente, aunque con algunas coincidencias de fondo, Samuelson⁽⁸⁾, también Premio Nobel, elaboró su teoría del “mercado eficiente”

señalando que ello sucedía cuando: a) no existían costes de transacción; b) toda la información sobre los acontecimientos que se proyectaron sobre los mercados era gratuita y c) todos los participantes de la misa tuvieran igual horizonte económico y unas expectativas homogéneas sobre el comportamiento de los precios. Con estas hipótesis, calificadas como muy duras para definir la eficiencia del mercado, los precios debían evolucionar de forma aleatoria.

Otras concepciones del mercado eficiente se refieren a hechos más puntuales, aunque no por ellos de menor rigor. A.S. Suárez⁽⁹⁾ sostiene que la eficiencia depende de una serie de factores tales como: la regularidad y la existencia de un volumen mínimo de contratación del valor; la existencia de una amplia información económica-financiera sobre la empresa; la relación de valores cotizables, que ofrezca al inversor amplias posibilidades de aplicar sus recursos; la capacidad de transferir los títulos con una cierta agilidad en la liquidación de la operación; la estructura de la distribución de los títulos; la normalización de las operaciones, sin olvidar, por otra parte, la existencia de una moderada especulación que contribuya a impulsar la función de liquidez que debe tener todo mercado de valores.

En cualquier caso, y de acuerdo con la posición de Suárez⁽¹⁰⁾, la eficiencia se nos presenta en tres niveles o hipótesis:

- a) *Débil*: cuando las series históricas de cotizaciones no contienen información que permita utilizarse para obtener una rentabilidad superior a la que podría conseguirse con una cartera de valores elegida al azar.
- b) *Intermedia*: cuando se admite que los precios de los mercados de valores reflejan toda la información relativa a la empresa, el sector, etc., y que son públicos y notorios todos los factores que afectan al valor intrínseco del título.
- c) *Fuerte*: considerada como la más exigente, basándose en que ningún inversor pueda obtener en el mercado una rentabilidad superior a la que obtiene un inversor “medio” con una cartera “aleatoria”, o, dicho de otra forma, que no existe nadie con acceso a información especial, bien porque esta no existe o porque si existiera no estaría disponible para los demás agentes del mercado.

En definitiva, y tras estas consideraciones, llegamos a la conclusión que la aceptación de la hipótesis del mercado eficiente deja en entredicho la utilidad del Análisis Técnico –ya que según las versiones dadas, el mercado “descuenta” toda

la información histórica—, así como la del Análisis Fundamental, pues la eficiencia lleva consigo el que se “descuento”, igualmente, toda la información no ya del mercado, sino de la marcha interna de la sociedad emisora del título, dejando abierta una polémica que sigue viva y que servirá para aclarar y profundizar sobre esta importante cuestión del funcionamiento de los mercados financieros⁽¹¹⁾.

■ El apoyo de la estadística y la econometría

Estadística y Econometría han facilitado un considerable acercamiento a los procesos de estimación del valor de activos materiales, especialmente, los de naturaleza financiera (acciones, obligaciones, bonos y derivados sobre bienes raíces). La técnica del Método Generalizado de Momentos, en la que Hansen ha tenido un especial protagonismo, permite interpretar hechos económicos bajo ciertas condiciones, incluida la de máxima verosimilitud.

Tal método es una herramienta intuitiva y simple que permite la obtención de estimadores. Para ello, se trata de equilibrar los momentos poblacionales —en función de parámetros que tratan de estimarse— con los momentos muestrales, que nos permitirán acercarnos al valor de activo que buscamos. Ello implica que la esperanza de una variable aleatoria se estime por la media muestral, y, la varianza, por su parte, por la varianza muestral.

Aunque el método permite obtener estimadores consistentes, tienen el inconveniente de no ser centrados ni eficientes, lo que conduce, en algunos casos, a la obtención de valoraciones poco rigurosas.

En cualquier caso, el método es utilizado ampliamente para analizar las fluctuaciones en los precios de los activos financieros.

■ La influencia del comportamiento humano

Robert J. Shiller ha destacado por una aportación fundamental: la importancia que tiene el comportamiento humano en la toma de decisiones de carácter económico. La obra “Animal Spirits”, escrita junto a George Arkelof, Premio Nobel en 2001, resume, en buena parte, la esencia de su pensamiento.

Este último, en una conferencia desarrollada en noviembre de 2009 en la madrileña Fundación Rafael del Pino, sostenía que buena parte de las decisiones se basan en hipótesis no ciertas, que se formulan en entornos supuestamente caracterizados por información perfecta, olvidando que la Psicología, como ciencia que estudia el comportamiento de las personas, juega un papel fundamental en la formación de los precios de los activos.

Critica, igualmente, que cuando se formulan objetivos de política monetaria para determinar los precios de los activos, se utiliza habitualmente una cesta con los precios de bienes de consumo, en vez de precios de activos de carácter significativo. Algunos de tales bienes no son otra cosa que artículos muy sofisticados, que no se entienden por el gran público, pero que se comercializan con grandes márgenes, poniendo de manifiesto la existencia de una clara información asimétrica. En tal información se encuentra alguno de los orígenes de la actual crisis.

Los economistas tradicionales sostenían que la Economía estaba gobernada solo por actores racionales, que, como una “mano invisible” deseaban emprender actividades comerciales destinadas al logro de un beneficio económico mutuo. Keynes “ya se había percatado que, aunque la mayor parte de las actividades económicas suelen tener motivaciones racionales, también existen otras muchas actividades que están gobernadas por “espíritus animales”, ya que los estímulos que mueven a las personas no siempre son económicos ni su comportamiento es racional cuando persiguen este tipo de intereses. Según tal punto de vista, tales “espíritus” son la causa principal de las fluctuaciones de la economía y constituyen, asimismo, la causa principal del desempleo involuntario.

Por tanto, agregaban, para comprender la economía, “conviene entender de qué modo se ve afectada por estos *espíritus animales*. Al igual que la *mano invisible* de Adam Smith representa la idea central de la economía clásica, los *espíritus animales* de Keynes constituyen la clave de otra visión diferente de la economía, una perspectiva que explica las inestabilidades que subyacen en el capitalismo”⁽¹²⁾.

En definitiva, si queremos completar nuestra percepción sobre los mercados y la formación de los precios de los activos que en ellos se comercializan, no debe olvidarse que los agentes no solo tienen motivaciones económicas, sino comportamientos derivados de su espíritu animal. De aquí que asistamos a una progresiva evolución de la denominada “economía conductual”, que, en opinión de los autores, podría ayudar a superar la situación de crisis mundial, evitando, ante el

proceso de colapso de algunos mercados, que nos acerquemos a su descomposición total.

No pretenden ni Arkelof ni Shiller dar respuestas detalladas con las soluciones a los problemas inherentes a la evolución del precio de los activos, sino algo muy importante: que las decisiones que se adoptan en este campo, se fundamenten exclusivamente en motivaciones económicas. Han de complementarse con una comprensión detallada de la confianza, la equidad, las derivaciones de los casos de corrupción y de la ilusión monetaria, así como las innumerables historias orales que percibimos continuamente. La solución a los problemas económicos, concluyen, solo puede conseguirse si respetamos nuestra ideología y nuestra política sobre los espíritus animales que subyacen en las decisiones⁽¹³⁾.

■ La valoración de los medios

Los medios de comunicación han acogido de manera desigual la trascendencia de las aportaciones de los galardonados. Tan solo Shiller, y, en menor medida, Fama, figuraban en las “quinielas” que anticipaban el acuerdo del Comité del Nobel, que, como se ha señalado, reconocía que se ha distinguido, en la misma edición, a teorías “sorprendentes y contradictorias”.

Para A. Bolaños debe diferenciarse a Fama, como un teórico de la racionalidad de los mercados, de Shiller, que asevera que los inversores se comportan de forma irracional, considerando, además, que la Economía es la única disciplina en la que dos personas pueden ganar un Nobel por decir cosas opuestas⁽¹⁴⁾.

Cluster Family Office, por su parte, considera que ha sido desconcertante la concesión del Nobel de 2013. Aparte su consideración que los actos humanos, en conjunto, son esencialmente ineficientes, irracionales e incorrectos y, todos ellos, se trasladan a los precios, ha puesto de manifiesto la dualidad irreconciliable entre el Análisis Técnico y el Fundamental. Considera, por otra parte, que a Fama deberían haberle distinguido por otras aportaciones, pero no por la Hipótesis del Mercado Eficiente⁽¹⁵⁾.

Calvo estima que el Premio Nobel de Economía es el “menos” Nobel de todos los seis galardones que se conceden anualmente. Nos recuerda que, en sentido estricto, el Premio se conoce oficialmente como “Precio en Ciencias Económicas

del Banco de Suecia en honor de Alfred Nobel”, y, confirma otras valoraciones que consideran que la Economía es la ciencia en que dos personas que afirman lo contrario pueden tener razón y... ganar el Nobel. Y que por encima de las discrepancias que puedan existir entre Fama y Shiller, lo que se premia es la contribución que ha supuesto la investigación de ambos para aproximarnos mejor al conocimiento del precio de los activos⁽¹⁶⁾.

J. C. Díez, por su parte, lo califica como “un Nobel muy familiar”. Sostiene que el modelo de valoración de activos de Fama es lineal, y la realidad de los mercados no lo es. Es caótica, como la naturaleza y el comportamiento humano. Crítica, por otra parte con la posición de Fama, que entiende que los movimientos en los precios se derivan de la propia naturaleza del mercado o de las decisiones de las autoridades. Respecto de Shiller, se muestra muy de acuerdo a su posición, en especial, por los modelos desarrollados para la explicación de las “burbujas” y el comportamiento humano que de ellas se derivan; su teoría sobre la diferencia entre valor y precio y la elaboración de las teorías de precios de los activos en horizontes de largo plazo. En todo caso, estima que ambas aportaciones sirven para que se recupere la credibilidad de la sociedad en el papel de los economistas⁽¹⁷⁾.

Para el diario económico *Expansión*, los galardonados han sentado las bases para la comprensión actual de los precios de los activos, en especial, al relacionarlos con las fluctuaciones del riesgo y el sesgo del comportamiento ante las fricciones del mercado. Considera que los trabajos de Fama, desde los años sesenta, confirman que los precios anteriores de los activos tienen poca importancia para predecir la rentabilidad en un futuro inmediato. Por otra parte, estima que Hansen, con su método generalizado de momentos (GMM), ha explicado la incapacidad del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que relaciona el precio de los activos con las decisiones de los individuos, mostrándose más acorde con la posición preliminar de Shiller, que atribuye tal conexión con factores de otra naturaleza⁽¹⁸⁾.

López, en su análisis “Mercados Eficientes” y “animal spirits”, estima que los galardonados han realizado importantes aportaciones a la valoración de activos bajo diferentes perspectivas. En particular, se refiere a Fama y Shiller, a los que presenta como generadores de contribuciones aparentemente opuestas sobre los precios en los mercados financieros. Respecto del primero, cree que el denominado “valor intrínseco” de un título refleja la mejor predicción posible en cada momento, y, que el precio a futuro, es impredecible e independiente del actual porque depende del flujo de noticias en torno al mismo. Considera que es “alea-

torio” y sigue alguna distribución en probabilidad que nos permite esperar una rentabilidad (media de la distribución) y un riesgo (desviación típica) para cada uno de los activos que se consideran. En relación a Shiller, estima que parte de la idea de que los mercados, en ocasiones, muestran un comportamiento irracional, derivado de los “animal spirits” de los inversores, respondiendo a factores más emocionales e intuitivos que al cálculo de probabilidades futuras. Por ello, hay situación de sobrevaloración –burbujas– e infravaloraciones que contradicen la Hipótesis del Mercado Eficiente y que, por tanto, responden a la naturaleza humana o la Psicología. La confianza y el miedo, concluye, juegan un papel esencial en la formación de los precios, dando lugar a alteraciones que superan la racionalidad. Se muestra en una posición clara a favor de Shiller⁽¹⁹⁾.

Las páginas económicas de *El País* insisten en el reconocimiento de teorías contradictorias sobre la formación de los precios en los mercados financieros. Recuerda, a este respecto, como ya lo hiciera el también Nobel, Paul Krugman al criticar a Eugene Fama, al que afeó que utilizara la palabra “burbuja”, que parecía sacarle de quicio. Respecto de Shiller, se muestra crítico por su posición de defensa de los efectos “rebaño y miedo” en relación a la propiedad de generar burbujas, así como que factores psicológicos e irracionales puedan influir en la toma de decisiones económicas. Dos muestras claras del talante polémico de Krugman, que, no obstante, y respecto de Hansen, destaca la creación del Método Generalizado de Momentos, concluyendo que mientras Fama y Shiller “ponen las tesis”, Hansen aporta las “herramientas” que evalúan la forma de actuar de los agentes económicos⁽²⁰⁾.

Una calificación similar sobre el superior carácter técnico de Hansen se recoge en la edición digital de *El Mundo*. Estima que las aportaciones de los galardonados son fundamentales para la aproximación al precio de los activos, destacando la posición de Shiller, en especial, cuando introduce factores sociales, históricos y culturales para explicar el comportamiento de los mercados. Y, de manera particular, que el precio de los títulos bursátiles no venga solamente condicionado por los rendimientos que generan, sino por el conjunto de los factores citados⁽²¹⁾.

■ Reflexión final

Como es evidente, estamos ante unos galardones que vienen condicionados por las contradicciones sobre el carácter de la Economía, disciplina que, frente a

las de notorios fundamentos científicos que ofrecen las experimentales o puras, como la Física o Química, debe aceptar una especial influencia de factores relativos al comportamiento humano en las decisiones económicas. Por ello, el propio Comité asumía el reconocimiento a posiciones contrapuestas en la concesión del Premio en 2013.

Estimamos acertada tal posición, puesto que:

- Tiene una justificación científica el que se incluya en las previsiones, aparte de factores de naturaleza económica, otros que no lo son, pero que están basados en la lógica y la racionalidad. No podemos aceptar esta posición como errónea, pues el ser humano que toma decisiones obra, igualmente, a impulsos que tienen su origen en disciplinas psicológicas y sociales.
- Los hechos económicos a los que venimos asistiendo en los últimos años muestran una cierta conformidad con esta posición. El propio Shiller ya anticipó la llegada de la “burbuja financiera” antes de su aparición oficial. Cualquier manual clásico de Teoría Económica reconoce como uno de los factores determinantes de la demanda, aparte del precio del bien; del de los bienes complementarios o sustitutivos del mismo y del nivel de renta del consumidor, el propio comportamiento del mismo, factor que se considera crucial en algunas decisiones financieras.
- En todo caso, hemos de admitir que el cálculo de los precios de los activos viene caracterizado por una fuerte complejidad. Las aportaciones de los galardonados ayudan a tener instrumentos que facilitan la estimación, aunque tenemos serias reservas acerca de la opinión de que, a corto plazo, sea más difícil realizar una previsión que a un horizonte más dilatado.
- Por otra parte, y confirmando lo indicado en el anterior párrafo, las aportaciones no son otra cosa que ayudas para prevenir los precios, pero no la exactitud de los mismos, incluso habiendo sido formuladas por personas que han acreditado un currículo valioso ante el Comité del Nobel. No debe olvidarse que investigadores reconocidos anteriormente, como el caso de Robert Merton o Myron Scholes, premiados en 1997, protagonistas de una importante aportación al cálculo del precio de una opción, hoy reconocida entre los estudiosos de la Teoría Financiera, tuvieron un comportamiento atípico en la gestión del *Long Term Capital Management* (LTCM), un fondo de inversión que habiéndose

distinguido por fulgurantes éxitos iniciales, fue declarado en quiebra en 1998, sorprendiendo en los mercados por su abultado volumen de pérdidas, unos 5.000 millones de dólares. Las mismas habrían tenido su origen en una gestión inadecuada, hecho que podría imputarse tanto a las vulnerabilidades de la técnica de valoración que se había utilizado como al comportamiento humano de los gestores del mismo. Sin olvidar que la especulación exagerada podría haber estado presente en este episodio.

- Los comentaristas de este Premio se han mostrado más de acuerdo con Shiller que de Fama o Hansen. Pero han destacado, por otra parte, el reconocimiento que el primero hacía sobre la evolución futura del precio de los activos. En un discurso pronunciado horas después de la concesión del Premio⁽²²⁾, le preguntaban sobre los efectos que tendría la falta de acuerdo entre republicanos y demócratas sobre el techo de gasto en el presupuesto norteamericano. Su respuesta fue: “No lo sé. Yo no conozco el futuro y puedo estar equivocado”. Lo que no es óbice para que predijera tanto el desplome de las compañías punto.com, ya en el año 2000, o la “burbuja inmobiliaria” cinco años después.
- Sorman, por su parte, destaca el rigor metodológico habitual en los tres galardonados, que generan ideas a partir de hechos probados y estadísticas verificadas, sosteniendo que la ciencia económica se ha tornado totalmente liberal cuando analiza los comportamientos reales de los agentes en los mercados, eludiendo los comportamientos teóricos o deseables. La Economía es cada vez más racional, y, aún teniendo las limitaciones propias de todas las ciencias humanas, contribuye de manera efectiva al mayor bienestar de la humanidad. En su opinión, muchas áreas del mundo han salido de la pobreza porque sus autoridades, aprovechándose de las aportaciones de esta ciencia, evolucionaron de las economías cerradas a las de mercado abierto. El único valor económico real, concluye, solo se genera en las empresas, en especial, cuando tienen una estrategia de actuación a largo plazo y la siguen a rajatabla sin prestar oídos a “alegrías” puntuales⁽²³⁾.
- Volviendo a la metodología para la aproximación a la estimación de los precios de los activos, en especial, cuando nos enfrentamos a decisiones de inversión financiera, hemos de recordar las aportaciones de Palacios, que nos recuerda, con bastante sentido práctico, que invertir bien no consiste en tener grandes aciertos, sino más bien en no cometer errores. Por ello, es bueno recordar algunos de los principios que recomienda para ello:

“DIVERSIFICAR, para tratar de eliminar el denominado riesgo no sistemático, que es un riesgo malo, frente al riesgo sistemático, que es el que corresponde al mercado. Una cartera bien diversificada elimina siempre el primero de ellos.

RACIONALIZAR GASTOS, lo que implica que, al realizar una inversión, se reduzca o elimine cualquier tipo de comisión de intermediación o gasto derivado de ella.

PERSONALIZAR, que significa una distinción clara de sí, al invertir, estamos actuando solo como “inversores” en sentido estricto, o, simplemente, “especuladores”. Y, finalmente,

PONER EN CONTEXTO, esto es, delimitar si somos inversores activos o pasivos. Los primeros buscan batir al mercado porque creen que tienen información que no está descontada en los precios, y, para ello, hacen apuestas contra el consenso general. Los gestores pasivos, por su parte, piensan que el mercado es eficiente y solo aspiran a replicar su rentabilidad⁽²⁴⁾.

Una posición que hemos de interpretar más próxima a las tesis de Fama que a las Arkelof y Shiller, que la complementarían con consideraciones no económicas que permitieran incluir aspectos fundamentales de la perspectiva humana de los inversores⁽²⁵⁾.

No hay, pues, una doctrina única y exclusiva para aproximarnos a la evolución futura de los precios de los activos, antes al contrario, son muchas las aportaciones que hemos de tomar en consideración para fundamentar racionalmente nuestras decisiones. Como en cualquier otro orden de la actividad humana.

■ Referencias bibliográficas

- (1) Comunicado del Comité de los Premios Nobel 2013. Estocolmo, 14 de octubre de 2013.
- (2) Fama, Eugenio F. (1970). “Efficient Capital Markets: A review of the Theory and empirical work”. *Journal of Finance*. Mayo 1970.
- (3) Hansen, Lars Peter. “Large sample properties of Generalized Methods of Moments Estimators GMM”. *Econométrica*. Volumen 50: 1029-1054.

- (4) Shiller, Robert J. (2003). "Exuberancia irracional". Ediciones Turner. Madrid.
- (5) Arkeloff, George A. y Shiller, Robert J. (2009). "Animal Spirits: Como influye la psicología humana en la economía". Ediciones Gestión 2000. Barcelona.
- (6) Foster, E. H. (1974). "Common Stock Investment". Lexington Books. Londres, 1974. Página 59.
- (7) Fama, Eugene F. (1965). "Random walks in stock markets prices". *Financial Analyst Journal*. Septiembre-octubre, 1965. Página 56.
- (8) Samuelson, Paul S. (1965). "Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly". *Sloan Management Review*. Número 2/1965. Página 41.
- (9) Suárez, A. S. (1974). "Economía de la empresa: Organización y administración". Publicación de la Facultad de Ciencias Económicas. UNED. Madrid, página 41. Unidad Didáctica 3.
- (10) Suárez, A. S. (2003). "Decisiones óptimas de inversión y financiación de la empresa". Ediciones Pirámide. Madrid. Páginas 333-337.
- (11) Morales-Arce, R. (2010). "Finanzas Empresariales". Ediciones UNED. Madrid, 2010. Páginas 479-483.
- (12) Arkelof y Shiller. Obra citada. Página 10.
- (13) Id. Página 288.
- (14) Bolaños, A. (2013). Diario digital *El País*. Madrid, 14 octubre 2013.
- (15) Cluster Family Office. Diario digital *La Vanguardia*. Barcelona, 15 octubre 2013.
- (16) Calvo, P. (2013). Diario *El Confidencial.com*. Madrid, 15 octubre 2013.
- (17) Díez, José C. (2013). Diario *Cinco Días*. Madrid, 16 octubre 2013.

- (18) Expansión.com. Madrid, 15 octubre 2013.
- (19) López, Nicolás (2013). “Mercados eficientes y “animal spirits”. Diario *Expansión*. Madrid, 16 octubre 2013.
- (20) Páginas económicas de *El País*. Madrid, 15 octubre 2013.
- (21) Id. Diario *El Mundo*. Madrid, 15 octubre 2013.
- (22) *ABC-Economía*. Madrid, 15 octubre 2013. Página 42.
- (23) “Lecciones de los tres Premios Nobel estadounidenses”. Sorman, G. *ABC Economía*. Madrid, 27 octubre 2013. Página 40.
- (24) Palacios Raufast, J. (2011). “Finanzas Personales: Cuatro principios para invertir bien”. LID Editorial Empresarial. Madrid, 2011. Página 110.
- (25) Morales-Arce, R. (2013). “Las teorías de rediseño de los mercados”. Incluido en la publicación *Los Premios Nobel de Economía 2012*. Mayor Zaragoza, F. y Cascales Angosto, M. Fundación Ramón Areces. Madrid, 2013. Páginas 163-176.

ABC-Economía. Madrid, 15 octubre 2013. Página 42.

Arkeloff, George A. y Shiller, Robert J. (2009). *Animal Spirits: Cómo influye la psicología humana en la economía*. Ediciones Gestión 2000. Barcelona.

Bolaños, A. (2013). Diario digital *El País*. Madrid, 14 octubre 2013.

Calvo, P. (2013). Diario *El Confidencial.com*. Madrid, 15 octubre 2013.

Cluster Family Office. Diario digital *La Vanguardia*. Barcelona, 15 octubre 2013.

Díez, José C. (2013). Diario *Cinco Días*. Madrid, 16 octubre 2013.

Expansión.com. Madrid, 15 octubre 2013.

- Fama, Eugenio F. (1970). "Efficient Capital Markets: A review of the Theory and empirical work". *Journal of Finance*. Mayo, 1970.
- Fama, Eugene F. (1965). "Random walks in stock markets prices". *Financial Analyst Journal*. Septiembre-octubre, 1965. Página 56.
- Foster, E. H. (1974). "Common Stock Investment". Lexington Books. Londres, 1974. Página 59.
- Hansen, Lars Peter. "Large sample properties of Generalized Methods of Moments Estimators GMM". *Econometrica*. Volumen 50: 1029-1054.
- López, Nicolás (2013). "Mercados eficientes y "animal spirits". Diario *Expansión*. Madrid, 16 octubre 2013.
- Morales-Arce, R. (2010). "Finanzas Empresariales". Ediciones UNED. Madrid, 2010. Páginas 479-483.
- Morales-Arce, R. (2013). "Las teorías de rediseño de los mercados". Incluido en la publicación *Los Premios Nobel de Economía 2012*. Mayor Zaragoza, F. y Cascales Angosto, M. Fundación Ramón Areces. Madrid, 2013. Páginas 163-176.
- Páginas económicas del Diario *El País*. Madrid, 15 octubre 2013.
- Id. Diario *El Mundo*. Madrid, 15 octubre 2013.
- Palacios Raufast, J. (2011). "Finanzas Personales: Cuatro principios para invertir bien". LID Editorial Empresarial. Madrid, 2011. Página 110.
- Samuelson, Paul S. (1965). "Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly". *Sloan Management Review*. Número 2/1965. Página 41.
- Shiller, Robert J. (2003). "Exuberancia irracional". Ediciones Turner. Madrid, 2003.
- Sorman, Guy (2013). "Lecciones de los tres Premios Nobel Estadounidenses". *ABC-Economía*. Madrid, 27 octubre 2013. Página 40.

Suárez, A.S. (1974). *Economía de la empresa: Organización y administración*. Publicación de la Facultad de Ciencias Económicas. UNED. Madrid, página 41. Unidad Didáctica 3.

Suárez, A.S. (2003). "Decisiones óptimas de inversión y financiación de la empresa". Ediciones Pirámide. Madrid. Páginas 333-337.

■ Principales referencias de los galardonados

Destacamos seguidamente las principales aportaciones de los galardonados que tienen relación con la motivación del Premio:

Eugene F. Fama

The Theory of Finance. En colaboración con Miller M. H. Dryden Press. Hillside, Illinois, 1972.

Agency Problems and the Theory of the firm. Journal of Political Economy. Vol 88.2. 1980.

Efficient capital markets: A review of the theory and empirical work. Journal of Finance. Mayo, 1970.

Risk, return and equilibrium: some clarifying comments. Journal of Finance. Vol 23.1. Mayo 1968.

Random walks in stock market prices. Financial Analyst Journal Sept-Oct, 1965.

Lars Peter Hansen

Generalized Methods of Moments: A time series perspective. International Encyclopedia of the Social and Behavior Sciences. 2000.

Large simple properties of generalized methods of Moments Estimators. Econometrica. Vol 50: 1029-1054.

Robert J. Shiller

Market Volatility: Un análisis matemático y del comportamiento de las fluctuaciones de los precios en los mercados especulativos. 1989.

Macro-markets: "Creating institutions for managing society's. Largest economic risks" a los mecanismos de gestión del riesgo. 1993.

Exuberancia irracional, en la que advirtió el futuro colapso de las compañías que se denominaron "punto.com". 2000.

Subprime solution: How the global financial crisis happened and what to do about it. 2008.

Animal Spirits: Como influye la psicología humana en la economía. En colaboración con George A. Arkelof, Premio Nobel de Economía 2001. Editada por Gestión 2000. Barcelona, 2009.

Evolución de Los Premios Nobel

Los Premios Nobel de Economía se otorgan desde 1969 y han recaído en las personalidades que se relacionan a continuación.

AÑOS	CONCEDIDO A:
1969	Bagnar FISH (Noruega) y Jan TINBERGEN (Holanda)
1970	Paul SAMUELSON (USA)
1971	Simmon KUZNETS (USA)
1972	John HICKS (Gran Bretaña) y Kenneth ARROW (USA)
1973	Wassily LEONTIEF (USA)
1974	Gunnar MYRDAL (Suecia) y Frederick V.HAYECK (Gran Bretaña)
1975	Leonidas KANTOROVICH (URSS) y Tjaling KOOPMANS (USA)
1976	Milton FRIEDMAN (USA)
1977	James MEADE (Gran Bretaña) y Bertin OHLIN (Suecia)

AÑOS	CONCEDIDO A:
1978	Herbert SIMMON (USA)
1979	Theodor SCHULTZ (USA) y Arthur LEWIS (Gran Bretaña)
1980	Lawrence KLEIN (USA)
1981	James TOBIN (USA)
1982	George STGLER (USA)
1983	Gerard DEBREU (USA)
1984	Richard STONE (Gran Bretaña)
1985	Franco MODIGLIANI (USA)
1986	James BUCHANAN (USA)
1987	Robert M. SOLOW (USA)
1988	Maurice ALLAIS (Francia)
1989	Trygve HAAVELMO (Noruega)
1990	Harry MARKOWITZ, Merton MILLER y William SHARPE (USA)
1991	Ronald COASE (USA)
1992	Gary BECKER (USA)
1993	Douglas NORTH y Robert FOGEL (USA)
1994	John HARSANY, John NASH (USA) y Reinhart SELTEN (Alemania)
1995	Robert LUCAS (USA)
1996	James E. MIRRLEES (U.K.) y William VICKREY (USA)
1997	Robert C. MERTON y Myron S. SCHOLES (USA)
1998	Amartya SEN (India)
1999	Robert A. MUNDELL (Canadá)
2000	James J. HECKMAN y Daniel L. McFADDEN (USA)
2001	George A. AKERLOF, Michael SPENCE y Joseph E. STIGLITZ (USA)
2002	Daniel KAHNEMAN (Israel-USA) y Vernon L. SMITH (USA)
2003	Robert F. ENGLE (USA) y Clive W.J. GRANGER (U.K.)
2004	Finn E. KYDLAND (Noruega) y Edward C. PRESCOTT (USA)
2005	Robert J. AUMANN (Israel/USA) y Thomas C. SCHELLING (USA)

AÑOS	CONCEDIDO A:
2006	Edmund S. PHELPS (USA)
2007	Leonid HURWICZ, Eric S. MASKIN y Roger B. MYERSON (USA)
2008	Paul KRUGMAN (USA)
2009	Elinor OSTROM y Oliver E. WILLIAMSON (USA)
2010	Peter A. DIAMOND (USA); Dale R. MORTENSEN (USA); Christopher Antoniou PISSARIDES (UK-Chipre)
2011	Thomas J. SARGENT y Cristopher A. SIMS (USA)
2012	Alvin E. ROTH y Lloyds S. SHAPLEY (USA)
2013	Eugene F. FAMA; Lars Peter HANSEN y Robert J. SCHILLER (USA)