



Libro Evolución de los conceptos sobre el capital

Peter L. Bernstein

Wiley, 2007

También disponible en: Inglés

Reseña

A principios de los años cincuenta, Harry Markowitz presentó su disertación para optar a un Ph.D. en el departamento de economía de la Universidad de Chicago. La respuesta de los evaluadores no fue muy alentadora. “Ésta no es una disertación de economía,” le dijo Milton Friedman a Markowitz. “Tampoco es de matemática, ni de economía; ni siquiera es de administración de empresas.” Fuera lo que fuera, la teoría heterodoxa de la selección de cartera de Markowitz cambió las finanzas para siempre. El historiador financiero y gerente de inversiones Peter L. Bernstein humaniza esta saga de grandes cambios en la teoría financiera al estructurarla alrededor de pensadores importantes (Markowitz, Myron Scholes, Franco Modigliani, Robert Merton, Bill Sharpe y otros). Bernstein apela a los principios de “conductismo financiero” para profundizar su análisis y describir la forma en que estos grandes innovadores generaron y extendieron las “ideas sobre el capital,” que ahora son parte de la ortodoxia, sobre la selección de carteras, la estructura del capital, el Modelo de Valoración de los Activos de Capital, la hipótesis del mercado eficiente y la teoría Black-Scholes-Merton para la valuación de opciones. La erudición de Bernstein es deslumbrante, sus explicaciones cristalinas y su narración abunda en personajes centelleantes. *BooksInShort* no necesita cubrir sus posiciones: usted descubrirá que este panorama de la teoría y la práctica de las finanzas modernas es brillante.

Ideas fundamentales

- La teoría financiera cambió radicalmente entre 1950 y 1975, cuando se desarrollaron cinco conceptos de primera importancia.
- Esta serie de conceptos innovadores comenzó con la teoría de selección de carteras.
- Estos conceptos fueron: la estructura del capital, el Modelo de Valuación de los Activos de Capital, la hipótesis del mercado eficiente y la teoría Black-Scholes-Merton de la valuación de opciones.
- Luego del escepticismo inicial, los inversionistas comenzaron a aplicar estas nuevas teorías académicas.
- Cuando surgió la teoría moderna de cartera, la estructura del capital parecía irrelevante.
- No importaba que una compañía financiara sus operaciones con deudas o con capital propio (o una combinación de ambos), porque el valor de la firma continuaba siendo el mismo.
- Los precios de los activos de capital comenzaron a reflejar los riesgos.
- Según los teóricos, los precios de las acciones incluyen toda la información disponible.
- A medida que evolucionaba el sector, creció la popularidad de las opciones y derivados.
- Cuando los conductistas criticaron estas teorías por ser psicológicamente poco plausibles, los expertos las adaptaron. Todavía están en proceso de ser modificadas... y todavía funcionan.

Resumen

¿Dices que quieres una revolución?

Antes de la década de los cincuenta, la teoría financiera era una colección miscelánea de ideas provenientes de la vida diaria, lugares comunes y recetas caseras que no habían cambiado mucho en cien años. Luego vino la revolución. Un pequeño grupo de economistas armado con teorías con un elevado componente matemático y un fuerte contenido computacional dedicó sus esfuerzos a demoler la sabiduría convencional sobre las inversiones y no se detuvo hasta renovarla. La teoría financiera – y la práctica – nunca volvieron a ser las mismas.

“Nada nos separa con más fuerza del mundo antes de 1952 que el reconocimiento tardío de que el riesgo es el elemento dominante en la gerencia de carteras.”

Harry Markowitz disparó el primer balazo en 1952. En un documento de 14 páginas, Markowitz propuso una idea simple pero poderosa: los inversionistas deben ensamblar las carteras de inversión de manera tal que produzcan el máximo retorno con un determinado nivel de riesgo. Markowitz trató el riesgo como un dato y aconsejó a los inversionistas buscar tanta ganancia (retorno) como fuese posible, un concepto revolucionario para aquel entonces. Markowitz posteriormente agregó otra noción: los inversionistas deben administrar el riesgo mediante la diversificación. El nivel de riesgo de una cartera de acciones puede diferir del nivel de riesgo de las acciones individuales. El truco consiste en asegurarse de que estas acciones no se muevan hacia arriba o hacia abajo al mismo tiempo (en otras palabras, que no tengan una elevada covarianza).

“Por definición, la mayoría de los inversionistas no puede superar al mercado porque ellos son el mercado.”

Seis años después, Franco Modigliani y Merton Miller irrumpieron con su teoría de la estructura de capital. Los dos futuros ganadores del Nobel demostraron que, dados ciertos supuestos, no importaba si una compañía financiaba su trabajo con deudas o con capital propio (o con alguna combinación de ellas) debido a que el valor de la firma permanecía igual. La estructura del capital era irrelevante siempre y cuando ninguno de los métodos de financiamiento tuviese un mejor tratamiento impositivo. (Hoy día, el endeudamiento suele tener ventajas impositivas, por lo menos en Estados Unidos.)

“Todos los sistemas económicos, aun los más primitivos, dependen de la producción y la tecnología, pero el capitalismo se basa en el combate y la competencia: se basa más en la compra y la venta que en la producción y la tecnología.”

El futuro ganador del Nobel Bill Sharpe disparó la siguiente descarga en 1964, cuando articuló el Modelo de Valuación de Activos de Capital (CAPM). El trabajo de Sharpe demostró que los precios del capital reflejan el riesgo de la inversión. Algunas clases de riesgos son específicos a una inversión particular y pueden ser manejados mediante la diversificación. A esto se le conoce como el “alfa.” Otros riesgos son sistémicos y no pueden ser diversificados. A esto se le llama “beta” y se calcula en relación al mercado total. Por ejemplo, si un activo tiene un beta de 0,3, entonces, un cambio del 1% en el mercado causará una variación de 0,3% en el precio del activo. Un beta de 1,0 significa que el activo es “libre de riesgo” y se mueve a la par del mercado total. Un beta mayor significa que los inversionistas exigen una “prima de riesgo.”

“Los estudios de las inversiones institucionales continúan demostrando que la mayoría de los gerentes activos tiene resultados inferiores al mercado tanto en renta variable como en renta fija.”

Al año siguiente, Eugene Fama formuló la hipótesis del mercado eficiente. La hipótesis implica que no se le puede ganar al mercado. El precio de un activo – por ejemplo, una acción – refleja todos los datos disponibles. Cualquier información que usted podría utilizar para predecir el precio, por ejemplo, de las acciones de Google mañana ya ha sido incorporada en el precio. Por lo tanto, es imposible predecir el precio de los activos. Estos precios realizan una “caminata” aleatoria hacia arriba o hacia abajo a lo largo del tiempo. La selección de acciones individuales es, en líneas generales, un juego para tontos.

“Por paradójico que sea, es indudable que los precios de las acciones son muy difíciles de predecir porque ellos son a su vez predicciones del futuro.”

En la década de los 70, Fischer Black, Myron Scholes y Robert Merton desarrollaron su teoría de valuación de opciones, la famosa fórmula Black-Scholes. Gracias a ella, los inversionistas lograron comprar y vender opciones más y más sofisticadas, lo que condujo al mercado hacia los derivados, es decir, inversiones que derivan su valor de otros activos subyacentes. Los derivados incluyen los contratos a futuro (donde uno se compromete a comprar o vender un activo a un precio determinado en cierta fecha futura), swaps (mediante los cuales se canjean pasivos con otros inversores) y opciones de compra de acciones (donde uno tiene el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender una acción antes de una fecha específica). Muchos opinan que los derivados permiten que el riesgo se transfiera a quienes tienen una mayor capacidad para soportarlo y, por lo tanto, estabilizan los mercados financieros. Los derivados ocupan un sitio de suma importancia dentro del panorama financiero.

La contrarrevolución conductista

Aunque estos conceptos (bautizados como “finanzas neoclásicas”) originalmente fueron recibidos con desdén, gradualmente se convirtieron en el nuevo orden de ideas a seguir. Sin embargo, como cada revolución necesita una buena contrarrevolución, otro grupo de iconoclastas, conocidos como conductistas, se alzó a mediados de los setenta. Retaron al incipiente orden neoclásico mediante un grupo de conceptos conocidos como “finanzas conductistas.” Los conductistas cuestionaron los supuestos de la teoría neoclásica. Tomemos como ejemplo la racionalidad humana. Las finanzas neoclásicas presuponían que los inversionistas eran agentes racionales. Sin embargo, los resultados experimentales sugerían que la gente poseía un grado de racionalidad menor a la exigida por los modelos neoclásicos. Estas teorías académicas eran, según los conductistas, meramente académicas.

“La mayoría de los inversionistas debería reconocer que es casi imposible batir a los mercados de forma sistemática, después de realizados los ajustes por riesgo.”

Tomemos como ejemplo el trabajo del conductista Richard Thaler, ahora de la Universidad de Chicago. En un experimento, Thaler le dijo a un grupo de estudiantes que se habían ganado 30 dólares. Luego les dio a escoger entre dos opciones. La opción A era un lanzamiento de moneda: si salía cara ganarían 9 dólares y si salía sello les costaría 9 dólares. La opción B era que no habría lanzamiento. Setenta por ciento optó por lanzar la moneda. Thaler escogió un grupo diferente de estudiantes. A este grupo no le dio los 30 dólares de “dinero del casino,” pero les planteó dos opciones distintas. La opción A era un lanzamiento de moneda: si salía cara, ganarían 39 dólares y si salía sello, ganarían 21 dólares. La opción B: no habría lanzamiento, pero les garantizaba 30 dólares. Esta vez, un 43% escogió la opción de lanzar la moneda. Un cálculo rápido demuestra que, tanto si comenzaban con 30 dólares de “dinero del casino” o sin dinero, los estudiantes terminarían o bien (A) con 39 o 21 dólares, o (B) con 30 dólares garantizados. La escogencia entre los 30 dólares y los 39/21 dólares del lanzamiento de la moneda era totalmente una decisión de los estudiantes. Cuando tenían el dinero, los estudiantes querían apostar. Thaler llamó a esto el “efecto del dinero del casino.”

“Por lo tanto, una cartera construida cuidadosamente es una especie de almuerzo gratis en la cual el inversionista puede reducir el riesgo sin reducir el retorno esperado.”

Los inversionistas que tienen mucho dinero tienden a arriesgarse mucho, mientras que aquéllos con poco dinero no lo hacen. Desafortunadamente, esto es totalmente contrario a la forma en que deberían actuar los inversionistas. Consideremos a una jubilada rica. Ha ganado su dinero y ahora debe aferrarse a él. Ella debería evitar el riesgo excesivo e invertir conservadoramente. Si juega y pierde, tiene poco tiempo para hacer otra fortuna. Ahora consideremos el caso de un graduado universitario reciente que es relativamente pobre. Tiene toda una vida de trabajo por delante. Puede asumir riesgos. Si no corre riesgos, es posible que no logre acumular suficiente dinero para su jubilación. Sería doloroso si pierde su dinero, pero tiene suficiente tiempo para recuperarlo y para recuperarse de uno o dos reveses.

“Nadie sabe lo que el futuro nos depara, lo que significa que la toma de decisiones es siempre un reto sobrecogedor.”

El efecto del “dinero del casino” es solamente uno de los muchos sesgos cognitivos catalogados por los conductistas. Entre otros, también podemos enumerar: el sesgo hacia el statu quo (la gente sobrevalúa sus activos y tiene miedo de perderlos, aún si el activo es algo tan trivial como una taza para tomar café); el exceso de confianza (todo el mundo piensa que está por encima del promedio); el sesgo de confirmación (cuando se busca evidencia que confirme lo que uno ya sabe e ignora la evidencia que sostiene lo contrario); el sesgo de la retrospección (cuando se mira hacia el pasado, los eventos poco probables parecen probables, como lo demuestra cualquier conversación de lunes en la mañana acerca del juego de fútbol americano de la noche del domingo); el anclaje (una pieza de información aleatoria puede entorpecer el juicio); y la pronunciada aversión a las pérdidas.

Una república pacífica, después de todo

Las finanzas conductistas no acabaron con la teoría neoclásica, sino que más bien la hicieron más fuerte. Muchos malinterpretan el ataque de los conductistas. La irracionalidad descubierta por los conductistas crea oportunidades que hacen al mercado más, y no menos, eficiente. Por ejemplo, las finanzas conductistas podrían predecir cuándo los inversionistas empujarán el precio de las acciones al alza durante una burbuja. Esto crea una oportunidad para sacar ganancias a costa de la exuberancia irracional de los especuladores. Los inversionistas sofisticados son como tiburones listos para engullir cualquier cosa que tenga buen sabor. Los inversionistas irracionales son como focas gorditas que retozan en la superficie sin darse cuenta de los tiburones que nadan en círculos en lo profundo.

En busca del alfa

Muchos de los grandes inversionistas están encontrando el alfa. Barclays Global Investors (BGI) es el administrador más grande del mundo de fondos que replican índices. De sus 1,6 billones de dólares en activos, 1,3 billones están invertidos en índices. Tiene 19 cuentas de clientes con más de 10 mil millones de dólares y unas 200 cuentas con mil millones de dólares. Aún con este tamaño, casi todas sus estrategias de inversión han producido alfa desde su lanzamiento. El Yale Endowment Fund tiene un valor de mercado de 18 mil millones de dólares y ha logrado batir no solamente a la mayoría de los otros fondos universitarios sino también al S&P 500. El S&P 500 hoy día es 2,2 veces mayor a lo que era hace una década. El Yale Endowment Fund es 3,7 veces más grande de lo que era, incluso a pesar de que Yale ha realizado retiros para financiar operaciones universitarias. Goldman Sachs Asset Management también sigue anotándose un alfa respetable. ¿Cómo hacen los pesos pesados para encontrar todo ese delicioso alfa? BGI lo atribuye a la indexación, a los modelos teóricos desarrollados por Markowitz y otros, a la innovación y a la computación – no sólo usan la computación para escoger las acciones, sino para ejecutar transacciones y hacer el seguimiento de grandes cantidades de datos de varias carteras. Los descubrimientos de las finanzas conductistas también juegan un rol en la búsqueda de alfa de BGI. De igual modo Yale está de acuerdo con Eugene Fama (creador de la Hipótesis del Mercado Eficiente) en que el mercado es eficiente. Tratar de ganarle a los índices requiere mucho ingenio y el alfa es evanescente: si uno lo observa por mucho tiempo, podría desaparecer en una nube de humo. Goldman Sachs, al igual que los demás, usa tecnología sofisticada para obtener una ventaja, y se jacta de tener una “fábrica de alfa.”

El futuro de los conceptos de capital

El economista George Stigler era, aparentemente, aficionado a decir que hay una sola ciencia social y que “nosotros somos esa ciencia.” Sin embargo, el amplio campo de la economía en algunos sentidos dista de ser científico. Las teorías económicas son difíciles de probar empíricamente. Rara vez desembocan en predicciones específicas. Las nociones no empíricas provenientes de la sociología y las ciencias políticas a menudo enturbian su instrumentación. Asimismo, los modelos económicos rara vez describen las organizaciones reales de una economía. No es así en el caso las finanzas. Esta disciplina analiza cantidades enormes de datos (aproximadamente 200 años de cifras), formula hipótesis que se pueden probar y, por último, es aplicada en el mundo cotidiano, donde se ha convertido en el “cerebro de la economía,” para usar las palabras de un gobernador de la Reserva Federal. Por ello, resulta irónico que un campo considerado en algún momento como “no económico” haya llegado a ser considerado el más científico y una pieza importante de la economía misma.

“Yogi Berra supuestamente dijo que es muy difícil hacer predicciones, especialmente en lo que respecta al futuro.”

¿Se mantendrá así? Algunos sugieren que la búsqueda incesante de alfa algún día deberá llegar a su fin. El alfa delicioso será engullido y los tiburones neoclásicos se morirán de hambre a medida que el mercado se vuelva más y más eficiente. En ese mundo perfecto, el riesgo y el retorno estarán perfectamente alineados, el mercado alcanzará un equilibrio y los inversionistas no tendrán ninguna razón para hacer transacciones. Los vendedores no encontrarán compradores. La fantasía de un mercado estático y en equilibrio, sin embargo, ignora al mundo fuera del mercado, un mundo azotado por la “perenne tormenta de creación destructiva” descrita por Joseph Schumpeter. Esta diferencia entre el mercado estático y el dinámico crea oportunidades de negociación a medida que evolucionan los fundamentos de los negocios. Los mercados de capital – y los “conceptos de capital” sobre los cuales descansan – seguirán evolucionando. Los tiburones seguirán nadando.

Sobre el autor

Peter L. Bernstein es presidente de una importante firma de inversiones fundada en 1973.
