

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Abril 23 de 2014

La hipótesis de los mercados financieros eficientes: Premios Nobel de economía de 2013

En una decisión bastante controversial, la Academia de Ciencias de Suecia galardonó con el premio Nobel de Economía-2013 a Eugene Fama, de la Universidad de Chicago, y a Robert Shiller, de la Universidad de Yale. Ambos han dedicado su vida a estudiar la eficiencia de los mercados financieros y la información “adicional” que puede extraerse de la trayectoria de sus portafolios. La paradoja consiste en que Fama concluía que los mercados eran súper-eficientes, lo cual implicaba que sus cotizaciones ya incluían toda la información disponible, luego era imposible mejorar sus pronósticos, más allá del “ruido estadístico” siempre existente. Bajo este argumento de Fama, no deberían existir ni crearse “burbujas especulativas”, pues todo el mundo disponía de dicha información a través de los mercados, tanto bursátiles como hipotecarios. En cambio, Shiller concluía que existían marcados ciclos en dichos activos financieros y de allí la importancia de siempre relativizar su valor contra dicho ciclo, para estar alerta contra esas burbujas especulativas.

Estrictamente hablando, entonces los Nobel en Economía de 2013 no están siendo galardonados por sus aportes al entendimiento de la profesión sobre “burbujas especulativas”, que es más bien poco, a juzgar por los efectos de la crisis de Lehman (2008-2013). Están premiando las técnicas de análisis, en el caso de Fama los llamados “análisis de eventos” y en el de Shiller su análisis sobre la “Relación-Precio-Ganancia”-ajustada por el ciclo.

Bien sabemos que el Comité de Economía de la Academia Sueca ha premiado, la mayoría de las veces, esfuerzos de tipo puramente conceptual (37% del total), tales como Krugman (2008), Phelps (2006), Kydland y Prescott (2004) y Akerlof, Spence y Stiglitz (2001). En segundo lugar, dicho Comité ha premiado esfuerzos conceptuales combinados con la matemática y la estadística (20%), reflejando la creciente formalización de la profesión económica (ver cuadro adjunto). Probablemente este premio a Fama y Shiller se inscribe dentro de esta segunda categoría matemática-estadística, pues claramente sus aportes al campo conceptual no nos han conducido a saber más sobre cómo controlar las burbujas, particularmente las hipotecarias.

Hablando de burbujas hipotecarias y sobre su importancia de aclararlas conceptualmente, cabe recordar aquí la visión que al respecto ha venido expresando Anif. Si se define la existencia de una burbuja hipotecaria, de forma simple, como el desbordamiento de los precios de la vivienda (nueva y usada) respecto del ingreso real de los hogares; no cabe duda que el mercado inmobiliario colombiano satisface tal definición al realizar las comparaciones del caso durante el horizonte 2005-2014. En efecto, la inflación hipotecaria, tanto en vivienda usada (8.5% anual) como en vivienda nueva (7.4% anual), ha crecido muy por encima del ingreso total (5.4% anual del PIB-real), ver *Comentario Económico del Día* 23 de enero de 2014.

Ahora bien, las formas y orígenes de dichas burbujas hipotecarias cambian históricamente, pero no por ello dejan de ser burbujas especulativas. Por ejemplo, la burbuja hipotecaria inflada durante el período 1993-1997 tuvo la doble característica de: i) apalancarse en el crédito bancario (llegando a representar 10% del PIB); y ii) generarse a través de esquemas especulativos a nivel de los constructores, más que de los propietarios de terrenos. Por contraste, la actual burbuja hipotecaria (2011-2014) tiene características diferentes: i) al no apalancarse en crédito hipotecario (hoy sólo 4% del PIB), pues no tiene “potencial sistémico”, pero una destorcida de precios (por invalidación de la demanda) acarrearía pérdidas agudas en los activos de los inversionistas en finca raíz; y ii) su componente especulativo se ha fundamentado en los “terratinentes” y no en los constructores, dados los choques regulatorios

Continúa

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

que han agudizado la escasez de tierra urbanizable, especialmente en Bogotá (ver *Comentario Económico del Día* 12 de diciembre de 2013).

Curiosamente, estos choques contractivos en el lado de la oferta de vivienda se han visto exacerbados por incrementos temporales en la demanda, tales como la liquidación de portafolios de renta variable para moverse hacia “tejas-ladrillos” (efectos del anuncio del “*tapering*” desde mayo de 2013) y por incrementos en subsidios públicos a la tasa de interés hipotecaria.

Si bien en el caso de Colombia no están a mano riesgos sistémicos, por no estar apalancada la burbuja en créditos hipotecarios, una destorcida de la misma generaría importantes pérdidas de valor a sus inversionistas (directamente) y, por supuesto, dañaría la buena dinámica económica que Anif está visualizando para 2014-2015. La cuestión de la burbuja hipotecaria en Colombia es de tal magnitud, que hasta Shiller la vio, cuando visitó Colombia a mediados del año 2013, algo premonitorio sobre el otorgamiento del Premio Nobel en octubre de ese mismo año.

Premios Nobel de Economía: una caracterización (2000-2013)

		Áreas y Temas		Énfasis			Combinaciones			Complemento**
		Macro	Micro	Conceptual	Econométrico	Matemático	Conceptual únicamente	Conceptual matemático	Conceptual econométrico	
2013	Fama Hansen Shiller		Precio de los activos Precio de los activos Precio de los activos		x	x x				x x x
2012	Roth Shapley	Diseño de mercados	Toma de decisiones Teoría de juegos	x		x x		x		x
2011	Sargent Sims	Expec. racionales/ciclos Ciclos/impul.-respuesta		x x	x x				x x	
2010	Diamond Mortensen Pissarides	Mercados laborales Mercados laborales Mercados laborales		x x x		x	x x	x		
2009	Ostrom Williamson		Bs. Públicos/T. comunes Bs. Públicos & firmas	x x			x x			
2008	Krugman	Comercio internacional		x			x			
2007	Hurwics Maskin Myerson		Teoría de diseño Teoría bienestar T. juegos/subastas	x x		x x		x x		x
2006	Phelps	Mercados laborales		x			x			
2005	Auman Schelling		Teoría de juegos Teoría de juegos	x x		x x		x x		
2004	Kydland Prescott	Inconsistencia temporal/ciclos Inconsistencia temporal/ciclos		x x			x x			
2003	Engle Granger	Series de tiempo/ARCH Series de tiempo/causalidad/co-int.		x x	x x				x x	
2002	Kahneman* Smith*		T. comportamiento/psicol. T. comportamiento/experi.							x x
2001	Akerlof Spence Stiglitz		Asimetría/riesgo moral Asimetría/riesgo moral Asimetría/riesgo moral	x x x			x x x			
2000	Heckman McFadden		T. estad. parciales T. estad. discretas		x x					x x

* Conceptual no económico.

** Únicamente matemático-estadístico o conceptual no económico.

Fuente: elaboración propia con base en www.nobelprize.org