

---

# POR QUÉ LOS MERCADOS FINANCIEROS SON TAN INEFICIENTES Y EXPLOTADORES, Y UNA PROPUESTA DE SOLUCIÓN

---

*Paul Woolley\**

En los últimos diez años hubo en los mercados financieros muchas cosas que contradicen la sabiduría académica prevaleciente sobre el funcionamiento de los mercados de capital. La década se inició con la burbuja de acciones de las empresas de tecnología, que ocasionó una mala asignación del capital a gran escala y fue precursora de muchos de los problemas posteriores de la economía global. Para evitar la recesión cuando la burbuja explotó, los bancos centrales respondieron con una política de tasas de interés muy bajas que alimentó la oleada de deuda, precios de los activos y toma de riesgos. Estos excesos fueron acompañados de un ascenso explosivo de las ganancias y remuneraciones de la industria bancaria. Un sector cuya función es facilitar las transacciones, canalizar ahorros hacia la inversión real y hacerlos llegar a mercados secundarios de instrumentos financieros captó en 2007 el 40% de las ganancias agregadas de las compañías de Estados Unidos y el Reino Unido, aun después de que los bancos de inversión pagaran salarios y bonificaciones que llegaban al 60% del ingreso neto. El jolgorio terminó estrepitosamente con el colapso de los mercados de títulos hipotecarios y la posterior crisis bancaria con calamitosas repercusiones para la economía mundial.

\* Doctor en Economía, investigador del Paul Woolley Centre for the Study of Capital Market Dysfuncionality, Londres, Reino Unido, [P.K.Woolley@lse.ac.uk]. Agradezco a Bruno Biais (Escuela de Economía de Toulouse), Ron Bird (Universidad Tecnológica de Sidney), Jean-Charles Rochet (Universidad de Zurich) y Dimitri Vayanos (London School of Economics) por sus invaluable contribuciones a las ideas que aquí expongo. Todos los errores son míos. Una primera versión de este artículo se publicó en *The future of finance: The LSE report*, A. Turner et al., eds., London, London School of Economics and Political Science, 2010. Documento original en inglés. Traducción de Alberto Supelano. Fecha de recepción: 27 de agosto de 2010, fecha de modificación: 10 de septiembre de 2010, fecha de aceptación: 21 de octubre de 2010.

La teoría prevaleciente afirma que los precios de los activos son informativamente eficientes y que los mercados de capitales se corrigen a sí mismos. También trata al sector financiero como un canal eficiente, ignorando el papel de los intermediarios financieros en la fijación de precios de los activos y en la macroeconomía. La evidencia de la década anterior desacreditó las tesis básicas de la teoría de las finanzas. Dado que la banca y las finanzas hoy se ven como una fuente de inestabilidad sistémica, se ha puesto en cuestión la sabiduría de ignorar el papel de los intermediarios financieros.

Algunos economistas aún se aferran a la convicción de que los hechos recientes fueron resultado de la interacción vivaz de unos mercados bastante eficientes y no ven razón alguna para abandonar las teorías prevalecientes. Otros analistas, incluidos algunos economistas famosos, proclaman la muerte de la teoría prevaleciente de las finanzas y todo lo que implica, en especial la hipótesis de mercados eficientes, las expectativas racionales y la modelación matemática. El camino que se ha de seguir, argumentan, es entender las finanzas basadas en modelos de comportamiento en razón de que los sesgos psicológicos y los deseos irracionales explican mejor el desempeño errático de los precios de los activos y de los mercados de capitales. La elección parece sombría e inquietante, y no hay duda de que la interpretación académica de las finanzas vive una coyuntura crítica.

Este ensayo propone un paradigma alternativo que parece explicar mejor la realidad. Su diferencia clave con la teoría prevaleciente es que incorpora la delegación de principales en agentes. Los principales son en este caso los inversionistas finales y clientes que subcontratan tareas financieras con agentes: bancos, administradores de fondos, corredores de Bolsa y otros especialistas. La delegación crea un problema de incentivos en cuanto los agentes tienen más y mejor información que sus principales y debido a que los intereses de las dos partes rara vez coinciden. La información asimétrica ha sido parcialmente explorada en las finanzas corporativas y la banca pero no totalmente en la fijación de precios de los activos, la piedra de toque de las finanzas. La incorporación de la delegación permite mantener el supuesto de expectativas racionales, el cual, a su vez, hace posible mantener gran parte del marco formal existente de las finanzas. La introducción de agentes modifica el análisis y ayuda a explicar muchos aspectos de mala fijación de precios y otras distorsiones que hasta ahora dependían de supuestos de comportamiento relacionados con sesgos psicológicos.

## BOSQUEJO DEL ENSAYO

El ensayo comienza mostrando de qué manera la teoría de los mercados eficientes ha influido en las creencias y acciones de los participantes en el mercado, diseñadores de política y reguladores. Luego sigue una descripción de nuevos trabajos que muestran que los modelos de fijación de precios de activos basados en la delegación pueden explicar el impulso y la reversión, la principal causa de mala fijación de precios, que en su forma extrema causa burbujas y desplomes de las Bolsas. Toda teoría nueva debe satisfacer los criterios de relevancia, validez y universalidad. De este modo, la revisión de la teoría de la fijación de precios de los activos arroja una luz más clara sobre algunas anomalías de fijación de precios bien conocidas, pero difíciles de explicar. Este paradigma alternativo tiene importantes implicaciones para cada aspecto de las finanzas, desde la práctica de inversión hasta la regulación y el diseño de políticas.

La segunda consecuencia clave de la información asimétrica es la capacidad de los intermediarios financieros para capturar “rentas” o ganancias extraordinarias. La extracción de rentas se ha convertido en una de las características básicas de las finanzas y es de gran ayuda para explicar el extraordinario crecimiento del sector en estos últimos años, así como su fragilidad y su potencial para generar crisis. La mala fijación de precios y la captura de rentas son los dos principales culpables de lo que se puede llamar “finanzas disfuncionales”. Cada una es perjudicial, pero combinadas son devastadoras. Mostramos cómo interactúan ambos efectos para causar pérdidas de utilidad social y explotación a una escala que podría amenazar al capitalismo.

Una mejor comprensión de las disfuncionalidades de las finanzas hace posible proponer soluciones. Hasta ahora los académicos y diseñadores de política se han dedicado a mejorar la regulación para evitar crisis futuras. Pero la regulación es un enfoque negativo basado en restricciones, centradas principalmente en los bancos, que los banqueros rechazarán y eludirán. Aquí se propone un enfoque alternativo, aunque complementario, que va al origen de todos los problemas de las finanzas. Puesto que las burbujas, las caídas de Bolsa y la captura de rentas son causadas por problemas de principal-agente, la solución consiste en que los principales cambien la manera de contratar y tratar a los agentes. Un grupo de principales con poder e incentivos para actuar son los fondos Gigantes: los grandes fondos de pensiones, de riqueza soberana y de beneficencia de todo el mundo. Estos son los principales custodios de la riqueza social y vieron ero-

sionar gravemente sus activos y sus rendimientos durante la última década. La revisión de la forma en que los fondos Gigantes instruyen a los agentes es un enfoque positivo pues es de su interés emprender dicha acción. Si una masa crítica de ellos adoptara estas medidas se obtendrían beneficios sociales en la forma de mercados de capitales más estables y menos explotadores.

## LA TEORÍA DE LOS MERCADOS EFICIENTES

Han pasado cuarenta años desde que los principios de la economía clásica se aplicaron por vez primera a las finanzas a través de las contribuciones de Eugene Fama (1970) y sus colegas, hoy economistas famosos. Su hipótesis de que los mercados de capitales son eficientes se funda en la creencia de que la competencia entre quienes participan en el mercado buscando rentas asegura que los precios de los activos se ajusten continuamente para reflejar toda la información pública disponible. Los precios serán iguales al consenso de las expectativas de los inversionistas sobre el valor descontado de los futuros flujos de caja correspondientes. La teoría parecía tener al sentido común de su parte pues quién —se argumentaba— dejaría pasar la oportunidad de beneficiarse explotando cualquier valoración equivocada de un activo, con lo que el precio revertía a su valor razonable. Se pensaba que la aleatoriedad de precios y la clara incapacidad de los administradores profesionales para obtener ganancias sistemáticas superiores a las del índice de referencia validaban la teoría. En los años siguientes, la teoría del mercado de capitales y la hipótesis de mercados eficientes se extendieron y modificaron para formar un marco elegante e integral para entender la fijación de precios y el riesgo de los activos.

Un segundo aspecto de la competencia en los mercados financieros recibió más atención de los diseñadores de política que de los académicos. Es bien sabido que los intermediarios financieros pueden extraer rentas explotando el poder de monopolio mediante una combinación de participación de mercado, colusión y barreras a la entrada. Por ejemplo, la transacción de valores tiene algunos elementos de un monopolio natural. La transacción de colocaciones con alta rotación ofrece a los clientes altos niveles de liquidez y, por tanto, mejores oportunidades de hacer negocios, y con ello ofrece un imán para los negocios, que el operador de la colocación luego puede explotar fijando precios de monopolio. Las autoridades que regulan la competencia han estado alerta a casos patentes de monopolio o

fijación de precios en la banca así como en otras industrias. Aparte de la colusión o el poder de mercado, se suponía que la competencia funcionaba con su magia usual e impedía la captura de rentas.

En términos generales, se consideraba que el sector financiero era el epítome de la perfección competitiva. Su escala, su rentabilidad y sus remuneraciones pasaron por tanto inadvertidas para analistas y académicos. La lógica implicaba que las recompensas de los banqueros reflejaban su talento y su éxito para ofrecer a los clientes los servicios que deseaban y valoraban. La teoría implicaba que unas enormes ganancias eran una señal de un trabajo muy bien hecho. Así que nadie indagaba si la sociedad era bien servida por el sector financiero.

La hipótesis de mercados eficientes llevó engañosamente a que los banqueros centrales creyeran que podían confiar en los precios de mercado y que las burbujas no existían, eran benéficas para el crecimiento o no se podían detectar. La intervención era entonces innecesaria. Los reguladores también eran fieles discípulos del mercado eficiente, lo que explica por qué quedaron satisfechos con leves retoques a la regulación en los años anteriores a la crisis. Pensaban que las presiones de la competencia y el interés propio eran suficientes para evitar que los bancos siguieran estrategias que pusieran en peligro su solvencia o su supervivencia. Los reguladores también se apoyaron en gobiernos entusiastas para mantener la posición internacional de cada país en una industria global. Otra función de la supervisión es aprobar nuevos productos. Y de nuevo aquí los reguladores siguieron la visión convencional de que toda innovación que aumente la liquidez o “complete” un mercado introduciendo un nuevo paquete de riesgos y rendimientos mejora el bienestar y merece un sello de aprobación inmediato.

La fe en el mercado eficiente también reforzó muchas de las prácticas profesionales de inversión. El uso de índices de valores como estándar de comparación para la inversión pasiva y activa implica el supuesto tácito de que los índices constituyen portafolios eficientes. El análisis de riesgo y la estrategia de diversificación se basan en análisis de media-varianza que usan precios de mercado del pasado reciente, aunque estos precios muestren alta dispersión alrededor del valor razonable. Los inversionistas que puedan haber dudado de la validez de la teoría de los mercados eficientes y que disfrutaron explotando las anomalías de precios durante años, usaban no obstante herramientas y políticas basadas en las teorías que desaprobaban o denigraban.

## UN NUEVO PARADIGMA DE FIJACIÓN DE PRECIOS DE ACTIVOS

Cuando un paradigma dominante cae en descrédito, la búsqueda de un remplazo se torna urgente. Está en juego la necesidad de una teoría de las finanzas unificada y basada en la ciencia, que sea rigurosa y manejable y mantenga lo que sea posible del marco analítico existente y, al mismo tiempo, dé explicaciones y predicciones creíbles. Ésta no es una tormenta en un vaso de agua académico. Las implicaciones para el crecimiento, la riqueza y la sociedad no podrían ser mayores.

El primer paso en la búsqueda de un nuevo paradigma es evitar el error de saltar de la observación de que los precios son irracionales a creer que los inversionistas también deben serlo o que es imposible construir una teoría válida de precios de los activos basada en el comportamiento racional. La teoría de las finanzas combina la racionalidad con otros supuestos, y es uno de esos otros supuestos el que resultó ser inadecuado para su propósito. El defecto crucial fue suponer que los precios eran fijados por el ejército de inversionistas privados o la “familia representativa”, como dice la jerga. Se suponía que las familias invierten directamente en acciones y bonos y toda la gama de mercados de derivados. La teoría ignoró la complicación del mundo real de que los inversionistas delegan casi toda su participación en asuntos financieros en intermediarios profesionales –bancos, administradores de fondos, corredores de Bolsa– que por tanto dominan los procesos de fijación de precios.

La delegación crea un problema de agencia. Los agentes tienen acceso a más y mejor información que los inversionistas que los comisionan, y los intereses y objetivos de los agentes suelen diferir de los de sus principales. Por su parte, los principales no pueden estar seguros de la competencia o diligencia de los agentes. La introducción de agentes da mayor realismo a los modelos de fijación de precios de activos y, más importante, da una comprensión mucho mejor del funcionamiento de los mercados. Y lo logra manteniendo el supuesto de comportamiento plenamente racional de todos los participantes. Los modelos que incorporan agentes tienen más partes en operación y por tanto mayor nivel de complejidad, pero el esfuerzo es recompensado por el alcance y la relevancia de las predicciones.

Los autores de un artículo reciente (Vayanos y Woolley, 2008) adoptaron este enfoque y pueden explicar características de comportamiento del precio de los activos que desafían la explicación del modelo estándar de “familia representativa”. El modelo explica el impulso: la propensión comúnmente observada de los precios a

tener tendencia, que en su forma extrema produce burbujas y caídas de Bolsa. La existencia de impulso ha sido documentada en detalle en estudios empíricos de los mercados de valores, pero ha resultado difícil de explicar, en forma diferente del comportamiento de rebaño. El impulso de precios es incompatible con el mercado eficiente y se ha descrito como la “anomalía inexplicada de primer rango” en la fijación de precios de activos (Fama y French, 1993).

Para el análisis es esencial que los inversionistas tengan un conocimiento imperfecto de la capacidad de los administradores de los fondos en los que invierten. No tienen certeza de si el bajo desempeño con respecto al estándar de comparación obedece a que el administrador evita por prudencia las acciones cuyo precio es demasiado alto o es una señal de incompetencia. Cuando las deficiencias aumentan, los inversionistas concluyen que se deben a incompetencia y reaccionan transfiriendo fondos a los administradores que muestran mejor desempeño; con ello amplifican las variaciones de precios que llevaron al bajo desempeño inicial y generan impulso.

### CÓMO SURGE EL IMPULSO

La burbuja de las empresas de tecnología de hace diez años es un buen ejemplo del funcionamiento de este proceso. Sus acciones recibieron un estímulo inicial de las expectativas fantasiosas de futuras ganancias provenientes del avance científico. Los fondos, entretanto, invertían en sectores sin *glamour*; los sectores de “valor” languidecieron, lo que indujo a los inversionistas a perder confianza en la capacidad de sus administradores de valor con bajo desempeño y a trasladar fondos a los administradores de crecimiento exitosos, una respuesta que dio impulso adicional al crecimiento de las acciones. Lo mismo ocurrió cuando los administradores de valor empezaron a pasar del valor al crecimiento para evitar que fueran despedidos.

Mediante este mecanismo conceptualmente simple, el modelo explica la fijación de precios de activos como una batalla entre valor razonable e impulso. Muestra que en una búsqueda racional de rentas los agentes y los inversionistas que los comisionan dan lugar a precios erróneos y volátiles. Una vez el impulso se afianza en los mercados, los agentes responden lógicamente adoptando estrategias que es probable que refuercen las tendencias. De hecho, una de las características inusuales de una estrategia de impulso es que es reforzada, y no agotada, por la adopción general de estrategias disímiles basadas en la convergencia hacia algún valor estable. También hay otras

fuentes de impulso como el apalancamiento, el seguro de portafolio y la adhesión a directrices de detección de errores, que aumentan el efecto inicial.

Parece que explicar la formación de precios de los activos de este modo da una comprensión más clara de cómo y por qué los inversionistas y los precios se comportan tal como lo hacen. Por ejemplo, arroja nueva luz sobre por qué las acciones de valor superan a las acciones de crecimiento pese a que ofrecen perspectivas de ganancias aparentemente menores. El nuevo enfoque da una interpretación más convincente de la reacción de los precios a los anuncios de ganancias y otras noticias. Muestra de qué manera los incentivos de corto plazo, como las comisiones anuales por desempeño, llevan a que los administradores de fondos se concentren en la alta rotación, estrategia que sigue la tendencia y añade distorsiones a los mercados, que entonces son explotados lucrativamente por inversionistas de horizonte más largo. El reciente interés en las finanzas académicas se debe en buena parte a que se busca identificar los límites del arbitraje: las fuerzas que impiden la fijación de precios erróneos de las acciones revirtiéndolos al valor razonable. La importancia del modelo que aquí se describe es que muestra cómo se alejan inicialmente los precios del valor razonable.

Aunque el modelo se construye en términos de valor e impulso en un solo mercado bursátil, el análisis es también válido para acciones individuales, mercados nacionales, bonos, monedas, productos primarios y toda clase de activos. Además, se deduce que cuando la fijación de precios del mercado primario es defectuosa el mercado de derivados correspondiente también tendrá mala fijación de precios. Todas las opciones y futuros cuyo precio se fije tomando como estándar de comparación los activos subyacentes estarán sujetos a las mismas distorsiones basadas en el impulso. En suma, deja de ser aceptable decir que la competencia fija el precio correcto o que los mercados ejercen su propia autodisciplina.

Parece obvio que la manera de avanzar debe ser dejar de tratar al sector financiero como un canal que no tiene impacto en la fijación de precios de activos y riesgos. La incorporación de la delegación y de la agencia en modelos financieros debe llevar a una mejor comprensión de fenómenos hasta ahora mal entendidos o que no se han abordado. Puesto que el nuevo enfoque mantiene el supuesto de racionalidad, es posible conservar gran parte de la caja de herramientas de los economistas, como la modelación matemática, la maximización de la utilidad y el análisis de equilibrio general. Las ideas, la elegancia y el

fácil manejo que proporcionan estas herramientas se utilizarán para estudiar fenómenos más complejos con supuestos económicos muy diferentes. Es de esperar que eventualmente surja una nueva teoría general de fijación del precio de los activos que relegue la hipótesis de mercados eficientes al estatus de un caso especial y limitante.

Por supuesto, los inversionistas no siempre se comportan de manera plenamente racional. Pero eso no viene al caso. La prueba de cualquier teoría es si es mejor para explicar y predecir que cualquier otra. Por supuesto, las teorías no tienen por qué ser mutuamente excluyentes, y las teorías de las finanzas basadas en el comportamiento pueden ser útiles aportando ideas complementarias o más detalladas.

El impacto de la nueva teoría general se extenderá más allá de la explicación de los precios de los activos.

– Los diseñadores de política sólo pueden regular efectivamente la banca y los sectores financieros si tienen una idea razonable de cómo funcionan los mercados. Si los reguladores creen que los mercados de capitales son eficientes, harán ligeros retoques a la regulación, con los resultados que vimos en los dos años anteriores. Por otra parte, si reconocen que son imperfectos, los regularán adecuadamente y el resultado será que se vuelvan más eficientes.

– La macroeconomía también ha tratado a las finanzas como un canal, y se beneficiaría cambiando el énfasis económico y centrándose más en el impacto de agencia y en los incentivos en los procesos de ahorro e inversión. Algunos modelos macroeconómicos tienen en cuenta un sector financiero, pero se necesita hacer más en esta dirección ahora que es claro que el sector financiero puede desestabilizar la economía real. Hasta ahora se esperaba que las perturbaciones fluyeran en el otro sentido, de la economía general a los bancos.

– Las finanzas corporativas y la teoría bancaria se han desarrollado bajo el supuesto pro forma de eficiencia de precios, y ahora tendrán que adaptarse a la fijación de precios erróneos. Los gerentes de compañías tendrán una mejor comprensión de cómo se puede manejar la emisión de acciones teniendo en cuenta la baratía o carestía relativa de las acciones de una compañía. Lo mismo es válido para las licitaciones y negociaciones.

– El hecho y la escala de la errónea fijación de precios invalidan gran parte de la caja de herramientas de manejo de fondos. Los índices de la Bolsa ya no constituyen portafolios eficientes y no se ven como estándares de comparación adecuados para la inversión activa o pasiva. El análisis de riesgo basado en precios anteriores, utilizado para evaluar el riesgo de portafolio y las bases para la diversificación,

se considerará defectuoso. El análisis de riesgo a menudo les falló a los inversionistas cuando más lo necesitaban, pero ahora se verá por qué. El riesgo que se mide en estos modelos se basa en precios de mercado inducidos por flujos monetarios desligados del valor razonable. Los flujos que importan son los flujos de caja subyacentes que relacionan mutuamente a las empresas, pues es de estos de los que depende en últimas el valor de una acción. La distinción entre inversión de corto y de largo horizonte también se torna crítica y se discute más adelante. Los diseñadores de política, banqueros y contadores de empresas considerarán que el principio del ajuste al valor de mercado es inadecuado y tiene un impacto procíclico perjudicial.

### **CAPTURA DE RENTAS POR LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS**

Un segundo efecto de la delegación es la capacidad de los agentes financieros para capturar rentas. Para entender cómo sucede esto no se necesita un modelo económico formal. Si un administrador de fondos ve una oportunidad de inversión con un pago conocido y seguro, la puede financiar directamente con fondos propios o préstamos y recibir todas las ganancias. A su cliente podría gustarle participar y estaría dispuesto a pagar algo menos del valor total de la ganancia en comisiones por el privilegio. El cliente desembolsaría dinero si la inversión, neta de comisiones, le diera ganancias mayores que la tasa libre de riesgo. Si pide prestados los fondos o los consigue con el cliente, el administrador de fondos captura la masa de ganancias gracias a su mejor conocimiento de las oportunidades disponibles. Por supuesto, los modelos formales deben tener en cuenta el riesgo y el aprendizaje, pero el resultado es similar. Un artículo reciente presenta un modelo dinámico de expectativas racionales que muestra la evolución de una innovación financiera y revela que los agentes competitivos pueden extraer rentas progresivamente más altas hasta el punto en que el agente captura la masa de ganancias (Biais et al., 2009). El supuesto clave es el de asimetría de información.

### **DESCRIPCIÓN DEL MODELO**

Primero veamos el caso de un estándar de comparación sin fricciones en el que principales y agentes tienen acceso a la misma información. Los principales son un conjunto de inversionistas racionales y com-

petitivos y los agentes un conjunto semejante de administradores de fondos. Se introduce una innovación financiera de viabilidad incierta. Con el tiempo, los inversionistas y administradores llegan a conocerla observando las ganancias de la adopción de la nueva técnica. Si genera una corriente de altas ganancias, crece la confianza en que la innovación es robusta. Esto eleva la escala de adopción y por tanto el monto total del pago que reciben los administradores. Debido a la simetría de información, esas ganancias se fijan competitivamente a niveles normales y la innovación florece. En cambio, si las ganancias se deterioran, los participantes en el mercado observan su fragilidad y la innovación se marchita en la mata. Aunque en ambos casos el aprendizaje genera dinámica, con información simétrica no hay crisis. Esto difiere de los anteriores análisis de dinámica de la industria con información simétrica, donde el modelo de aprendizaje se especificaba de modo que ciertas observaciones pudieran desencadenar crisis (ver Barbarino y Jovanovic, 2007, Pastor y Veronesi, 2006, y Zeira, 1987 y 1999). Como se comenta más tarde, en este modelo las asimetrías de información y las rentas que ganan los agentes son las que precipitan la crisis.

En la práctica, los sectores innovadores están plagados de asimetrías de información. Es difícil que la gente de afuera entienda todo lo que hace la gente de adentro y le es difícil supervisar sus acciones. Las implicaciones de la falta de transparencia y de la negligencia se exploran usando la teoría de contratación óptima. El modelo supone que los administradores tienen elección. Pueden esforzarse por reducir la probabilidad de que el proyecto falle aunque ese esfuerzo sea costoso. O pueden economizar al máximo y “vagar”, el término que usan los economistas y las familias para referirse a los escolares. Cuando los agentes vagan no evalúan ni controlan con cuidado los riesgos del proyecto. El manejo de portafolios de obligaciones de deuda garantizada (CDO en inglés) en la corrida de la crisis reciente lo ilustra muy bien. Los administradores de fondos podían escrutar diligentemente la calidad del papel subyacente o podían vagar, confiando en que una agencia calificadora valorara y aprobara la parcela no abierta al inversionista. La titularización es una innovación potencialmente valiosa pero requiere un esfuerzo costoso para implementarla en forma adecuada.

El segundo supuesto es que los administradores tienen pocas obligaciones, en el sentido legal o porque el patrón de pagos les permite participar en las ganancias sin sufrir pérdidas. La incapacidad para sancionar da lugar al riesgo moral que caracteriza a las finanzas

a todo nivel, desde los corredores individuales hasta los bancos que los emplean (el modelo simple de riesgo moral que usan Biais et al. coincide con el de Holmstrom y Tirole, 1997).

La combinación de opacidad y riesgo moral es el quid del problema de agencia. Los inversionistas deben hacer pagos elevados para dar a los administradores suficientes incentivos para que hagan esfuerzos, y cuanto mayor el riesgo moral más probable es que sean rentas. El modelo muestra que la probabilidad de vagar es mayor cuando la innovación es sólida que cuando es frágil. Después de un período continuo de altas ganancias, los administradores confían cada vez más en que la innovación es robusta. Son tentados a vagar y se vuelve más difícil inducirlos a hacer esfuerzos permanentes. Cuando la necesidad de incentivos crece, se llega al punto donde los agentes capturan la mayor parte de las ganancias de la innovación.

El análisis no termina allí. Los inversionistas se sienten frustrados por las rentas que obtienen los agentes y por su propio mal rendimiento, y dejan de participar. La dinámica es tal que cuando la confianza en la innovación llega a un umbral crítico, hay un desplazamiento del esfuerzo de equilibrio a la vagancia de equilibrio. La innovación hace implosión cuando los administradores dejan de hacer la necesaria evaluación de riesgo para mantener la viabilidad de la innovación. Al final, una innovación de otro modo robusta es aplastada por el peso de las rentas capturadas.

## RELACIÓN DEL MODELO CON EL MUNDO REAL

Si este modelo guarda relación con el modo en que las finanzas funcionan en la práctica, las implicaciones son profundas. Las innovaciones en cuestión ocurren principalmente en la banca de inversión y el manejo de fondos, y no en las actividades bancarias más prosaicas como la intermediación financiera y los servicios transaccionales. En la última década se vio una oleada de estrategias y productos nuevos: fondos de cobertura, titularización, fondos de inversión privada, finanzas estructuradas, CDO y CDS (sigla inglesa de los *swaps* que aseguran el riesgo crediticio). Cada uno llegó a ser considerado como una valiosa adición que ayudaba a “completar” los mercados y a esparcir el riesgo ofreciendo a inversionistas y prestatarios nuevas maneras de empaquetar riesgos y rendimientos.

Ominosamente, a la luz del modelo descrito, la mayoría de esas innovaciones fueron acompañadas de una creciente opacidad que abrió campo a un alto riesgo moral. Los fondos de cobertura se arrojaron en

el misterio en lo que atañe a estrategias, tenencias, rotación, costos y apalancamiento. Es difícil supervisar la diligencia y la competencia de sus administradores cuando no hay información sobre las causas del desempeño. El crecimiento de las finanzas estructuradas y de los CDS significó mayor confianza en las transacciones extrabursátiles, que evaden la disciplina y la regulación de los mercados abiertos.

Los resultados teóricos son congruentes con los resultados empíricos de Philippon y Reshef (2008). Ellos observan una explosión de innovaciones financieras en la primera mitad de esta década y un rápido crecimiento del tamaño del sector financiero acompañado de un aumento de la remuneración de los administradores. Estiman que las rentas representan entre el 30 y el 50% de la diferencia de salarios entre el sector financiero y el resto de la economía. Señalan que el último período en que eso ocurrió a una escala similar fue durante la burbuja de los años veinte, también con calamitosas consecuencias. Es significativo que una alta proporción del ingreso neto de los bancos y otras firmas financieras vaya a los empleados y no a los accionistas. Conforme al modelo, esto implica que la extracción de rentas ocurre en todos los niveles operativos de las firmas.

La segunda predicción del modelo es que, con información asimétrica, las innovaciones son vulnerables a la implosión. La crisis actual parece validar esta predicción pues el crédito estructurado, los CDO y los CDS fueron la causa inmediata de la crisis financiera mundial.

## PRESCRIPCIONES DE POLÍTICA

Los imperativos de política son reducir la opacidad en el funcionamiento de los mercados de capital y en las acciones de las firmas individuales. Las transacciones se deberían realizar en mercados transparentes para que los inversionistas puedan usar la información de precios, transacciones y cotizaciones para supervisar y disciplinar a los agentes. Las transacciones se deberían compensar en mercados abiertos, con cajas de compensación que exijan márgenes a la vista y depósitos de garantía. Esto permitiría que los principales y los reguladores supervisen las posiciones riesgosas de los agentes y eviten que tomen riesgos excesivos. También se debería dar información a los inversionistas y reguladores sobre las posiciones riesgosas y la estructura del portafolio. Los fondos de cobertura y de inversión privada deberían ser más francos sobre lo que hacen y por qué.

El riesgo moral también se puede reducir alargando el período en que se mide el desempeño de los portafolios y de los corredores

individuales y se determina la remuneración; tres o cuatro años serían un horizonte razonable.

Los diseñadores de política siempre están en busca de medios para prever los problemas a tiempo. El modelo muestra cómo actuaría una combinación de alta confianza en las innovaciones del sector financiero y altas rentas de los administradores financieros como indicador de crisis. Si hay señales de emergencia, los diseñadores de política deberían exigir un aumento de la transparencia.

### **EN CONJUNTO, LA ERRÓNEA FIJACIÓN DE PRECIOS Y LA CAPTURA DE RENTAS CREAN LA TORMENTA PERFECTA**

Para resumir lo que se ha expuesto hasta ahora vale decir que la información asimétrica es responsable de crear los males sociales gemelos de errónea fijación de precios y captura de rentas. La fijación de precios erróneos da señales incorrectas para asignar recursos, y en el peor de los casos ocasiona alzas y bajas de Bolsa que llevan a la inestabilidad macroeconómica. La captura de rentas causa una mala asignación del capital y el trabajo, transfiere una riqueza sustancial a los banqueros y financistas, y en el peor de los casos induce quiebra sistémica. Ambas imponen costos sociales por sí mismas, pero combinadas crean una tormenta perfecta de destrucción de riqueza.

### **IMPACTO DE LA ERRÓNEA FIJACIÓN DE PRECIOS SOBRE LA DEMANDA DE SERVICIOS FINANCIEROS**

Parece trillado decir que la demanda de muchos bienes y servicios está limitada por la capacidad física para consumir. Pero la característica única de las finanzas es que la demanda de servicios financieros no tiene tales límites. Tomemos el caso de un fondo de pensiones que busca lograr sus objetivos de largo plazo expresados en términos de riesgo y rendimiento. Los fideicomisarios observan un mercado sujeto a una fuerte distorsión de precios. Evitan la inversión pasiva en razón de que el portafolio del mercado es ineficiente y, en cambio, contratan administradores activos para explotar la fijación de precios erróneos. Debido a problemas de agencia, la inversión activa no resuelve la errónea fijación de precios. El ciclo de contratación, despido y distorsión de precios continúa entonces sin mengua.

El manejo activo no se limita a los mercados de acciones y bonos; también florece y prospera en los mercados de derivados. Dada la interdependencia de la fijación de precios entre ambos, los defectos

de la fijación de precios de los valores subyacentes se transmiten a los mercados de derivados. El campo de batalla por el exceso de rendimientos se amplía entonces y sólo queda sujeto a la creatividad de los agentes para encontrar nuevos instrumentos que negociar. Gran parte del manejo de activos ocurre en este mundo virtual de derivados, que creció exponencialmente en la última década a unas posiciones agregadas en circulación que ascendieron a 600 billones de dólares en algún momento del año pasado.

Los esfuerzos de los inversionistas por controlar el riesgo tienen resultados similares. Observando condiciones volátiles, el inversionista decide reducir su riesgo de pérdida de valor comprando una opción de venta sobre su portafolio. El vendedor de la opción busca neutralizar su propio riesgo vendiendo al descubierto las acciones subyacentes, lo que provoca la pérdida de valor de la que el inversionista buscaba protegerse. La secuencia continúa debido a que la volatilidad ahora ha aumentado y el inversionista original reacciona racionalmente elevando aún más su nivel de cobertura.

Hay un efecto similar cuando los principales establecen restricciones de detección de errores sobre la divergencia entre el rendimiento del portafolio y el del estándar de comparación. El agente está obligado a reducir el riesgo comprando acciones que están al alza y vendiendo las que están a la baja, lo que amplifica los movimientos iniciales de los precios. En un mercado ineficiente, los flujos de fondos ponen los precios en un continuo estado de flujo que lleva a una demanda siempre creciente de servicios de manejo de activos.

El análisis tiene implicaciones para la utilidad social de los derivados, y de las finanzas en general. La creación de instrumentos nuevos, junto con el desarrollo de modelos de fijación de precios de opciones en los ochenta, fue aplaudido como creación de valor. Los inversionistas transarán esos instrumentos –se argumentaba– sólo si obtienen utilidad al usarlos. Según esta lógica, la escala de los mercados de derivados se percibía como un indicador de su utilidad social. Esto sería cierto en un mercado eficiente, pero no lo es en un mercado ineficiente. Si se acepta la teoría de la mala fijación de precios, la escala del sector financiero es un testimonio de su mal funcionamiento, y no –como dirían los gurús– de su eficiencia.

El tamaño del sector financiero es también significativo porque cuanto más grande, más perjudicial su impacto sobre la economía real cuando fracasa. Como en la analogía del boxeo, “cuanto más grandes, más duro caen”. A la luz de la última crisis, no es posible sostener que las crisis bancarias se limitan a la esfera monetaria.

## EL ACORTAMIENTO DE LOS HORIZONTES DE INVERSIÓN

El acortamiento de los horizontes de inversión ha sido una característica de los mercados de capitales en las dos últimas décadas. El mejor indicador de cortoplacismo es el período durante el cual los inversionistas mantienen títulos. La rotación de las principales Bolsas de valores hoy llega al 150% anual de la capitalización agregada del mercado, lo que implica un promedio de tenencia de ocho meses. El crecimiento de las transacciones de derivados, que en su mayoría tienen vencimientos menores de un año, es también sintomático del acortamiento de los horizontes.

Los mercados que exhiben patrones de tendencia alientan el cortoplacismo. En muchos mercados bursátiles la estrategia de impulso óptima es comprar las acciones que más han estado al alza durante los 6 a 12 meses anteriores y mantenerlas entre 6 y 12 meses. Los administradores de fondos pueden elegir entre invertir con base en valor razonable o invertir en impulso, o en una combinación de ambos. Los que son impacientes por los resultados o no tienen la capacidad o el deseo de hacer el arduo trabajo de análisis de los fundamentos para encontrar acciones baratas usarán el impulso. De hecho, usualmente lo mejor es apostar al impulso de corto plazo. Aquí hay un elemento de auto cumplimiento porque cuantos más inversionistas usen estrategias de impulso más probable es que funcionen.

El diseño del contrato entre principal y agente influye en la forma como los agentes manejan el dinero. Los esquemas de comisiones basadas en el desempeño de corto plazo estimulan los horizontes cortos y la transacción de impulso, y son la razón de que ésta sea la estrategia dominante entre los fondos de cobertura. Los costos de transacción también influyen en los niveles de rotación. El paso de comisiones de corretaje fijas a comisiones competitivas en Estados Unidos y el Reino Unido a finales de los setenta marcó una línea divisoria a este respecto, y la incesante expansión de la rotación data de ese período.

La transacción de impulso y las distorsiones a que da lugar son parte integral de la tendencia al creciente cortoplacismo y a los altos volúmenes de transacciones en las finanzas. Ambos tienen su origen en los problemas de principal-agente y ambos contribuyen a la pérdida de utilidad social. Existe una justificación que siempre se pone en circulación para apoyar el aumento de las transacciones: que aumentan la liquidez y que la liquidez es un beneficio sin impurezas porque permite que los inversionistas compren y vendan activos fácilmente

y a bajo precio. Esto es cierto dicho así, pero ignora un punto crucial. La liquidez es sin duda bienvenida en un mercado eficiente, pero el argumento se torna más problemático en un mercado sometido a mala fijación de precios.

La reducción de los costos friccionales de transacción abre la puerta al cortoplacismo y a la transacción de impulso que distorsiona los precios. En esas condiciones, la liquidez a menudo llega y se va, dependiendo de las oscilaciones de precios que ocurren en todo momento. El inversionista es feliz de saber que siempre puede transar, pero puede haber adquirido la capacidad para transar a expensas de una mayor volatilidad. Por tanto, en un mercado ineficiente la liquidez nunca se debería evaluar por separado de la volatilidad del activo.

La alta rotación tiene fuertes costos para los inversionistas de largo plazo. Las comisiones por administración de activos y los costos de transacción asociados basados en una rotación del 100% anual erosionan el valor de un fondo de pensiones en cerca del 1% anual. Los fondos de pensiones deben intercambiar sus activos con otros fondos de pensiones a una tasa de 25 veces en la vida de la obligación promedio, sin ninguna ventaja colectiva pero a un costo que reduce el valor final de la pensión en cerca del 30%.

## **FONDOS DE COBERTURA, UN MICROCOSMOS DE LAS FINANZAS**

La industria de fondos de cobertura da una idea clara y poco halagüeña de los actuales problemas de las finanzas. Estos fondos tienen la apariencia de una innovación valiosa en algunos aspectos. Gozan de libertad para implementar opiniones negativas vendiendo al descubierto y buscar una ganancia absoluta, en vez de una ganancia relativa con respecto a un índice de referencia. También pueden usar derivados y endeudarse para apalancar el desempeño del fondo. Todo esto debería funcionar en beneficio de sus inversionistas y contribuir a que los mercados sean más eficientes. Pero las malas características de su comportamiento pesan más que los méritos aparentes.

En primer lugar, sus esquemas de comisiones alientan el cortoplacismo y la transacción tipo impulso. Los fondos de cobertura cobran una comisión básica, usualmente del 2% anual del valor de los activos, y una comisión por desempeño, normalmente del 20% de cualquier rendimiento positivo cada año. Esto constituye un ejemplo clásico de riesgo moral; el fondo de cobertura gana con el alza, pero no recibe ninguna sanción por un bajo desempeño y aun así mantie-

ne la comisión básica. Para hacer todavía más asimétricos los pagos, el administrador juega el juego de impulso porque le da la mejor oportunidad de ganar rápidamente y luego pasar al siguiente juego de impulso. Los altos cobros también llevan a que los inversionistas se impacienten por el éxito, y las comisiones por desempeño a que el administrador se impaciente aún más.

El uso del impulso por los fondos de cobertura contamina la fijación de precios de los diversos tipos de activos que negocian. En los últimos años estos fondos han realizado cerca de un tercio del volumen de transacciones diarias en los mercados bursátiles y a menudo son los inversionistas marginales que inducen la dirección de los precios. Sus inversionistas reciben patrones de rendimiento que reflejan estrategias riesgosas asociadas con situaciones de riesgo moral: desempeño errático con estallidos frecuentes y obstáculos a la redención en momentos de presión de liquidez. Algunos de esos fondos venden volatilidad en vez de comprarla, y esto puede ser tan riesgoso como las estrategias de impulso porque implica recibir una prima estable a cambio de pagos que los dejan baldados en caso de crisis.

Como se comentó en una sección anterior, los fondos de cobertura exhiben todas las características que contribuyen a un alto nivel de extracción de rentas. Para poner esto en contexto se requiere información sobre el desempeño. Algunos estudios recientes han calculado el rendimiento sobre índices de fondos de cobertura, haciendo provisiones apropiadas por la alta frecuencia de quiebras. Concluyen que los rendimientos de largo plazo no han sido mejores que los de una inversión pasiva en índices S&P o FT (ver Ibbotson et al., 2010, y Bird et al., 2010). Estos rendimientos se calculan usando los rendimientos ponderados por el tiempo convencionales, que representan la ganancia por dólar invertido. Una vez se hace la provisión por los inversionistas que compran en los fondos *después* de un buen desempeño y venden *después* de un mal desempeño —lo que hace un rendimiento ponderado por el dinero—, resulta que los inversionistas tienen peor desempeño. Este desempeño decepcionante obedece a las altas comisiones que cobran; todos los alfa, o excesos de rendimientos, que los fondos de cobertura obtienen invirtiendo esos dineros son absorbidos en comisiones, lo que deja a los principales con el residuo del desempeño indexado, en el mejor de los casos. Los fondos exitosos ganan en efecto más por comisiones de lo que sus clientes obtienen como ganancia en efectivo por sus inversiones.

Una característica de los fondos de cobertura que pasa inadvertida es cuánto alfa capturan en el mercado. Aun para dar una ganancia

neta de comisiones similar a la de un índice, tienen que extraer suficiente alfa del juego de suma cero para cubrir sus comisiones y sus costos. Podemos observar los rendimientos de los inversionistas y estimar las comisiones de los administradores, pero sólo podemos hacer conjeturas sobre los costos de la compleja transacción que realizan con corredores de primera fila, los costos de endeudamiento en que incurren mediante el apalancamiento y los pagos a los bancos de inversión en general. En conjunto, los fondos de cobertura quizá necesiten capturar el triple del rendimiento que reportan para cubrir esos gastos generales. El manejo de activos tradicional tiene que igualar las pérdidas con las ganancias brutas de los fondos de cobertura para satisfacer las identidades del juego de suma cero. Los fondos de cobertura están lejos de ser el espectáculo secundario e inocuo que a menudo pretenden ser.

## LA NECESIDAD DE UNA SOLUCIÓN

Una medida tangible del impacto de todo esto sobre el inversionista final es la tendencia decreciente de los rendimientos de los fondos de pensiones. El rendimiento anual ajustado por la inflación de los fondos de pensiones del Reino Unido en el período 1963-2009 fue en promedio del 4,1%<sup>1</sup>. En los últimos diez años, 2000-2009, el rendimiento real promedio cayó al 1,1% anual, con una alta volatilidad año a año. Estos deficientes resultados revelaron enormes déficit de los fondos de pensiones, que requieren subvenciones de las compañías patrocinadoras, reducciones de los beneficios y cancelaciones de planes. El desempeño de los fondos de pensiones de Estados Unidos y de los fondos Gigantes muestra globalmente un descenso similar.

En sus intentos para hacer más seguros y socialmente constructivos a los mercados de capitales, los diseñadores de política se están centrando en impuestos y regulaciones más estrictas a los bancos. Los banqueros se opondrán, y evadirán los impuestos y las restricciones, y es inevitable que haya consecuencias indeseables. Los gobiernos también necesitan acordar acciones colectivas porque ningún país estará dispuesto a quedar en desventaja emprendiendo acciones unilaterales. Eso tardará tiempo y tendrá pocas oportunidades de éxito, así que sería mucho mejor que el sector privado pudiera enfrentar el problema.

Este trabajo ha mostrado que los problemas de principal-agente están en el centro de la mala fijación de precios y la extracción de

<sup>1</sup> IFSL Pension Markets (2010, chart B9).

rentas. La solución consiste en lograr que los principales reconozcan la naturaleza y el alcance de los problemas y modifiquen la manera de contratar y tratar a los agentes. El grupo de principales mejor situado para actuar de este modo es el de los fondos públicos más grandes del mundo, los fondos de pensiones y de beneficencia. Estos constituyen una clase distinta de inversionistas finales en cuanto están encargados de representar los intereses de sus beneficiarios y, a diferencia de los fondos mutuos, no venden sus servicios comercialmente. Es triste que estos fondos Gigantes no hayan actuado de maneras que beneficien y protejan a sus beneficiarios y, en cambio, hayan actuado más como otra capa de agentes.

### MANIFIESTO PARA LOS FONDOS GIGANTES

El siguiente es un manifiesto de diez políticas que los fondos Gigantes deberían introducir con urgencia para mejorar sus rendimientos de largo plazo y ayudar a estabilizar los mercados. Cada fondo que haga estos cambios puede esperar un aumento del rendimiento anual del 1 al 1,5%, así como una menor volatilidad del rendimiento. La mejora provendría de menores niveles de transacción y corretaje, menores costos administrativos y, muy importante, de centrarse en la inversión en valor razonable y no participar en estrategias que siguen la tendencia. Las ganancias llegarían a pesar de lo que hagan otros fondos. Estos son los beneficios privados que los fondos podrían capturar como tomadores de precios revisando su enfoque de inversión y modificando la manera de delegar en los agentes.

Una vez estas políticas fueran adoptadas ampliamente, habría beneficios colectivos para todos los fondos, en la forma de mercados de capitales más estables, crecimiento económico más rápido, menos explotación por parte de los agentes y menor propensión a crisis. La recompensa final que se podría alcanzar con las ganancias privadas y colectivas sería un aumento del 2 al 3% en el rendimiento anual real de cada fondo.

*1. Adoptar un enfoque de inversión de largo plazo basado en flujos de dividendos de largo plazo en vez de seguir estrategias basadas en el impulso que dependen de variaciones de precios de corto plazo*

La inversión basada en ingresos y dividendos futuros estimados triunfa en el largo plazo. La inversión basada en variaciones de precios de corto plazo, que es sinónimo de inversión en impulso, puede triunfar

en períodos breves pero no en el largo plazo. Algo similar a la liebre y la tortuga. La liebre es jactanciosa y ostentosa (como los fondos de cobertura) y tiene estallidos de éxito. La tortuga avanza continuamente concentrada en el valor real, y al final gana la carrera.

El rendimiento de las acciones depende en últimas de los dividendos. Históricamente, el rendimiento real de las acciones en Estados Unidos y el Reino Unido incluía el rendimiento del dividendo, que crece conforme a la inflación local, más un pequeño incremento de crecimiento del dividendo. Las variaciones de los precios reales tienen que ver más con los efectos de la revaluación de las acciones (cambios en las relaciones entre precio y utilidades) que con una ganancia de los accionistas en el largo plazo.

Esto se ha olvidado en el temerario nuevo mundo de las finanzas. La tendencia a invertir en horizontes cortos llevó a primer plano las variaciones de precio en el corto plazo y los dividendos al trasfondo, en la visión de la mayoría de los inversionistas. Tal ha sido el cambio de énfasis que un tercio de las compañías ya no se preocupa por pagar dividendos sino que los sustituyó por recompras periódicas de acciones como sustituto opaco (aunque tributariamente eficiente).

### *2. Limitar la rotación anual de portafolios al 30% por año*

No hay mejor manera de forzar a los administradores de fondos a centrarse en el valor de largo plazo que limitar la rotación. Limitar la rotación anual al 30% implica un período de tenencia promedio de tres años. La rotación se mide con base en el menor volumen de ventas o de compras, de modo que este límite no es tan restrictivo como parece, debido a que los ingresos frescos de caja de cada fondo también permiten ajustar la composición de su portafolio.

### *3. Entender que todas las herramientas que hoy se usan para determinar objetivos de política e implementación se basan en la desacreditada teoría de los mercados eficientes*

La mayoría de los inversionistas acepta que los mercados son ineficientes en mayor o menor grado, y se dedican a explotar las oportunidades que ofrecen. Pero, por candorosa ironía, sigue usando herramientas y adoptando políticas construidas sobre los supuestos de eficiencia. Este es un error costoso.

La volatilidad y las distorsiones provenientes de la ineficiente fijación de precios implican que los índices de valores no representan

portafolios óptimos y que son, por tanto, estándares de comparación inadecuados para la detección pasiva o el manejo activo. Recordemos que Japón representaba el 55% del índice global de valores en 1990 y que, diez años más tarde, las acciones de las empresas de tecnología representaban el 45% del índice S&P.

El análisis de riesgo basado en precios de mercado tiene defectos similares. Los precios son mucho más volátiles que los flujos de caja y ganancias correspondientes, lo que implica que las estimaciones del riesgo que usan datos de precios de corto plazo sobrestiman el riesgo de inversionistas tales como los fondos de pensiones, con obligaciones de largo plazo. Por tanto, compran niveles innecesarios de protección de riesgo. El enfoque correcto es medir el riesgo usando dividendos o ganancias suavizadas en vez de precios.

Los fondos dedican un esfuerzo incesante a descubrir cómo reducir mejor el riesgo mediante la diversificación. El análisis siempre se realiza usando correlaciones basadas en precios de activos. Pero las correlaciones que usan precios varían en respuesta a las variaciones de los patrones de flujos de fondos y es improbable que proporcionen una base adecuada para esparcir el riesgo. Esto se ilustra mejor cuando los inversionistas se lanzan en masa hacia una nueva clase de activos para aprovechar una correlación baja o negativa con sus activos existentes. Las correlaciones se tornan más altamente positivas e invalidan el análisis. La respuesta es de nuevo usar correlaciones basadas en los flujos subyacentes de caja que provienen de diversos tipos de activos.

#### *4. Adoptar estándares de comparación estables para el desempeño del fondo*

El estándar de comparación ideal del desempeño es el que sigue una trayectoria relativamente estable en el tiempo, refleja las características de las obligaciones y se basa en flujos de efectivo de largo plazo. Los fondos Gigantes apuntan al desempeño de largo plazo y, en el caso de los fondos de pensiones, tienen corrientes explícitas de obligaciones que dependen del crecimiento de los sueldos y salarios. Los sueldos y salarios crecen conforme a la productividad de la economía, y esto apunta al crecimiento del PIB como estándar ideal de referencia del desempeño de los activos de las pensiones. Los fondos Gigantes pueden superar el crecimiento del PIB, que promedia entre 2,5 y 3,0% descontando la inflación en economías desarrolladas, asumiendo algún riesgo de crédito e invirtiendo en acciones. Las acciones ofrecen una

exposición apalancada al crecimiento económico, a través del apalancamiento comercial y financiero de las compañías que las emiten, de modo que los fondos deberían fijar como meta el crecimiento del PIB más una prima de riesgo.

##### *5. No pagar comisiones por desempeño*

Es casi imposible determinar si el desempeño de un administrador se debe a su capacidad, a movimientos del mercado o a la suerte. Las comisiones por desempeño también alientan las apuestas y por tanto el riesgo moral. Si los fondos no pueden negarse a pagarlas, el desempeño se debería medir en períodos de varios años y con altas líneas de base, de modo que el incremento del valor de un portafolio que sigue a una caída previa de ese valor tenga que volver a su mejor nivel anterior antes de que los administradores sean elegibles para recibir comisiones adicionales.

##### *6. No participar en ninguna forma de “inversión alternativa”*

La inversión alternativa ofrece poca o ninguna ventaja de rendimiento a largo plazo frente a las formas tradicionales de inversión, tiene más riesgos y los loados beneficios de la diversificación desaparecen una vez se adopta ampliamente. En la actualidad, las categorías más populares de inversión alternativa son los fondos de cobertura, los fondos de inversión privada y los productos primarios.

Sean cuales sean las mejoras de las destrezas de los administradores y los beneficios que confiera la innovación, son engullidos por las mayores comisiones de los administradores. La mayor parte de la inversión alternativa es apalancada, lo que aumenta la asimetría de los pagos a los inversionistas y, por tanto, el riesgo moral. Los fondos de cobertura dan más énfasis a la inversión de corto plazo —normalmente con estrategias de impulso— que tiene una expectativa de retorno más baja que la inversión en valor razonable y contribuye a desestabilizar el mercado. Las quiebras, la suspensión de redenciones y la volatilidad del desempeño de los fondos son el resultado.

Los fondos de cobertura y los fondos de inversión privada imponen altos costos invisibles por concepto de cargos de financiación, comisiones de asesoría y costos de transacción, lo que implica que deben sustraer grandes porciones de alfa de los mercados públicos (que son de suma cero) antes de dar a los inversionistas los rendimientos publicados. Los fondos de inversión privada también están plagados

de opacidad, recurren a estrategias comerciales engañosas y expropian ganancias que deberían ir a los accionistas.

La inversión en productos primarios se debería evitar especialmente. Los productos primarios como tipo general de activo ofrecen un rendimiento de largo plazo no mayor del 0% descontando la inflación y las comisiones. El costo de mantener posiciones de productos primarios se acentúa por el comportamiento de rebaño de los inversionistas de portafolio que buscan refinanciar sus posiciones de futuros en las fechas trimestrales de vencimiento de los contratos respectivos. Los índices de productos primarios que actúan como estándar de comparación del desempeño también pueden ser manipulados por los bancos de inversión que los mantienen. La oleada de inversión de portafolio que se dirigió a los productos primarios en los años anteriores transformó su hasta entonces negativa correlación con las acciones en una correlación alta y positiva.

Antes de mediados de la última década los precios de cada producto primario podían ser explicados por la oferta y la demanda de productores y consumidores. Con la oleada de fondos de inversión pasiva y activa que se dirigieron a los productos primarios desde 2005 en adelante, los precios son crecientemente inducidos por entradas de fondos y no por factores fundamentales. Los precios ya no dan una señal confiable a productores y consumidores. Lo que es más nocivo, estos precios tienen un impacto directo en los índices de precios al consumidor, y la tarea de los bancos centrales de controlar la inflación es doblemente difícil ahora que los precios de los productos primarios están sujetos a flujos de fondos volátiles de los inversionistas.

*7. Insistir en la total transparencia de los administradores acerca de sus estrategias, costos, apalancamiento y transacciones*

*8. No aprobar la compra de productos “estructurados”, no transados o sintéticos*

Todo lo que hay en el portafolio se debería transar y cotizar en un mercado público. Permitir que los administradores compren valores fuera de Bolsa abre otra puerta para que los agentes capturen rentas, y se debería prohibir esta práctica. Esto excluiría el uso de Bolsas en la sombra (*Dark Pools*) y otras formas de transacción opaca. También aseguraría que los fondos Gigantes no mantengan CDO o CDS, salvo que tales transacciones sean transadas y registradas públicamente.

*9. Trabajar con otros accionistas y diseñadores de política para asegurar la plena transparencia de los costos de servicios bancarios y financieros en que incurren las compañías en las que invierten los fondos Gigantes*

Las ganancias de las compañías se recortan después de deducir los costos bancarios en que estas incurren. Los problemas de principal-agente también pululan aquí. Las comisiones por garantías se duplicaron en los últimos años, por una actividad en la que los bancos incurren en un riesgo mínimo. Este es un cómodo arreglo entre banqueros y gerentes de corporaciones que mantiene el feliz tintineo de las cajas registradoras de los banqueros. La Office of Fair Trading del Reino Unido acaba de anunciar su intención de investigar las comisiones por garantías.

El alcance de servicios bancarios a las compañías es muy amplio e incluye comisiones por asesoría en fusiones y adquisiciones, ofertas públicas iniciales, transacciones financieras cotidianas, seguros, cobros ligados a los préstamos y compra de pasivos pensionales. Es un área gris e indocumentada, y los agentes están en posición de extraer por comisiones sumas iguales al beneficio que el servicio presta a sus clientes. En finanzas corporativas ésta es la contraparte de lo que sucede en la industria de manejo de activos.

Las ganancias de las compañías quizá se elevarían en un 1,0% adicional anual, descontando la inflación, si los accionistas logran persuadir a sus gerentes para que reconozcan los problemas de principal-agente en este nivel y cuestionen las rentas de los agentes.

*10. Dar plena información a los interesados y beneficiarios y someter a escrutinio público el cumplimiento de estas políticas por parte de cada fondo*

## **POR QUÉ LOS FONDOS GIGANTES NO HAN ACTUADO YA**

Quienes estaban a cargo de los fondos Gigantes se preocuparon por el mal desempeño de estos, pero se sintieron a salvo de la crítica porque sus fondos sufrían el mismo destino que sus pares. Los interesados y beneficiarios, que en últimas fueron las víctimas, en su mayor parte no entendían lo que estaba sucediendo y se sentían sin derechos e impotentes.

Los fondos Gigantes parecen haber olvidado la depredación causada por los problemas de principal-agente. Han actuado como otra capa de agentes y no como los principales que deberían ser.

Esto no es sorprendente pues son asesorados por agentes, y los miembros de sus juntas directivas y su personal son sacados de la industria de inversión o aspiran a ganar empleos lucrativos en ella. Tampoco han podido entender el daño que han hecho por seguir estándares de comparación y usar análisis de riesgo basados en una teoría fenecida.

Otro problema fue que el éxito inicial del modelo de inversión Harvard-Yale conquistó muchos seguidores en estos últimos años, especialmente entre los fondos de beneficencia. Estos fueron pioneros en inversión alternativa, y aumentaron su exposición a los fondos de cobertura y a los fondos de inversión privada en las dos últimas décadas. Tuvieron el éxito inicial que suele acompañar a la innovación y obtuvieron rendimientos mucho mejores que el universo de comparación. Todo marchó bien en las primeras etapas, cuando podían dictar los términos a sus agentes y mientras que los rendimientos de las inversiones alternativas no tenían correlación ni estaban contaminados por lo que ocurría en otras clases de activos. Pero el flujo de nuevo dinero que se dirigía a las alternativas deterioró el atractivo de la diversificación, y la crisis económica reveló otros puntos vulnerables del modelo Harvard-Yale con el resultado de que el valor de sus fondos cayó en un 25% o más en 2008. Estos hechos mostraron que el modelo no era resiliente ni escalable, y los fondos Gigantes perdieron lo que consideraban el nuevo paradigma de inversión.

Puede haber salvedades acerca de la adopción de las políticas que aquí se proponen aunque cualquier fondo que así actúe tendrá ventajas de rendimiento de largo plazo. El temor será que en los primeros años se forme una burbuja que lleve a que la liebre impulsiva alcance a la tortuga prudente. De ser así, los diseñadores de política tendrían que adelantarse para asegurar que ocurran los cambios.

#### **ACCIONES DE APOYO QUE PUEDEN ADOPTAR LOS DISEÑADORES DE POLÍTICA**

Los diseñadores de política y los reguladores de todo el mundo pueden apoyar y alentar a los fondos localizados nacionalmente para que adopten el manifiesto. No se necesita un acuerdo previo entre gobiernos porque las medidas son privadamente beneficiosas para los que las adopten y son ventajosas para los países y los fondos que actúen prontamente.

### *1. Promover su adopción por todos los fondos públicos*

El comienzo ideal sería que el Fondo Monetario Internacional aplique estas políticas a su nuevo fondo de 12 mil millones de dólares creado con la venta de sus tenencias de oro. El siguiente paso sería animar a los Fondos de Riqueza Soberana (FRS) de todo el mundo para que las adopten. El medio para conseguirlo también podría involucrar al Fondo, que en dos años convocaría una reunión de FRS para acordar que los “Principios de Santiago” constituyen la mejor práctica para administrar sus activos. Los gobiernos también pueden alentar a los fondos públicos de su jurisdicción para que actúen.

### *2. Retirar el derecho de exención de impuestos a todos los fondos que no cumplan el límite de rotación*

Los fondos Gigantes de todo el mundo gozan de exención de impuestos en una u otra forma. Los fondos deberían perder este derecho, primero sobre cualquier sub-portafolio que sobrepase el límite de rotación del 30% y luego sobre todo el portafolio si no se toma ninguna acción correctiva. Durante más de treinta años las leyes fiscales del Reino Unido incluyeron una cláusula que retiraba la exención de impuestos a cualquier fondo que se juzgaba que estaba “transando” y no “invirtiendo”. Raras veces se implementó, pero éste es el modelo que se ha de seguir, y es el momento de empezar.

### *3. Los gobiernos nacionales pueden emitir bonos PIB*

La emisión de bonos atados al PIB por los gobiernos soberanos alentaría la adopción del PIB como estándar de comparación del desempeño de los fondos, y también como propuesta atractiva para inversionistas y emisores. Los bonos que dan un rendimiento igual al crecimiento anual del PIB de un país ofrecen a los inversionistas las tres características que todo el mundo desea de sus inversiones: crecimiento, protección contra la inflación y estabilidad relativa del precio. Esta última se aseguraría con la emisión de bonos de distintos vencimientos. Hoy no existe un instrumento individual que ofrezca todas las tres características, y parte de la volatilidad del rendimiento de los tipos de activos es causada por inversionistas que dan bandazos entre acciones, bonos y efectivo en su esfuerzo por tener portafolios que combinen esas características. Los emisores también encontrarían atractivos los bonos ligados al crecimiento

debido a la correlación positiva entre recaudo de impuestos y costos del servicio de la deuda.

La transacción de bonos PIB sería una útil contribución a la mayor estabilidad de los precios de las acciones. Los inversionistas podrían pasar de acciones a bonos PIB cuando los precios de las acciones estén sobrevalorados. De modo similar, podrían pasar de bonos a acciones cuando éstas estén deprimidas. La existencia de bonos PIB también ayudaría a anclar expectativas a un nivel realista de ganancias futuras de las compañías.

*4. Reconocer que la contabilidad ajustada al valor de mercado es inapropiada cuando la fijación de precios es ineficiente*

*5. Los reguladores no deberían aprobar automáticamente productos financieros en razón de que mejoran la liquidez o completan los mercados*

\* \* \*

Este manifiesto y las propuestas de política asociadas se derivan directamente del nuevo y más realista paradigma para entender el funcionamiento de los mercados de capitales que se esboza en este escrito. Reconocer que los mercados son ineficientes, y hacerlo dentro de un marco racional, hace posible diseñar medidas de política que enfrenten directamente los problemas. Éste no es juego intelectual; las apuestas son altas pues es dudoso que el capitalismo pueda sobrevivir a una nueva calamidad de la escala de la última.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Biais, B., J. C. Rochet y P. Woolley. "Rents, learning and risk in the finance sector and other innovative industries", *The Paul Woolley Centre Working Paper Series* 6, 2009.
2. Bird, R., H. Liam y S. Thorp. "Hedge fund excess returns under time varying beta", *UTS Working Paper Series* 9, 2010.
3. Buiter, W. "The unfortunate uselessness of most 'state of the art' academic monetary economics", VoxEU.org, 6 de marzo, 2009.
4. Fama, E. F. "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", *The Journal of Finance* 25, 2, 1970.
5. Fama, E. F. y K. R. French. "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics* 33, 1993, pp. 3-56.
6. Ibbotson, R., P. Chen y K. Zhu. "The ABCs of hedge funds: Alphas, betas & costs", *Ibbotson Associates Working Paper*, 2010.
7. Kirman, A. "Economic theory and the crisis", VoxEU.org, 14 de noviembre, 2009.

8. Kobayashi, K. "Why this new crisis needs a new paradigm of economic thought", VoxEU.org, 24 de agosto, 2009.
9. Holmstrom, B. y J. Tirole "Financial intermediation, loanable funds and the real sector", *Quarterly Journal of Economics* 112, 3, 1997, pp. 663-692.
10. Pastor, L. y P. Veronesi. "Was there a Nasdaq bubble in the late 1990s?", *Journal of Financial Economics* 81, 2006, pp. 61-100.
11. Philippon, T. y A. Reshef. "Skill biased financial development: Education, wages and occupations in the u.s. financial sector", New York University, 2008.
12. Vayanos, D. y P. Woolley. "An institutional theory of momentum and reversal", *The Paul Woolley Centre Working Paper Series* 1, 2008.
13. Zeira, J. "Investment as a process of search", *Journal of Political Economy* 95, 1, 1987, 204-210.
14. Zeira, J. "Informational overshooting, booms and crashes", *Journal of Monetary Economics* 43, 1, 1999, pp. 237-257.