

De visionario a innovador

Paolo Mauro traza una semblanza de Robert J. Shiller

A ROBERT J. SHILLER se lo suele describir como un visionario. En algunos de sus libros más vendidos, *MacroMarkets* y *El nuevo orden financiero*, sostiene que deben crearse nuevos mercados financieros en los que las personas puedan diversificar los riesgos que más las afectan, como el ingreso y los precios de la vivienda. Se refiere a esta situación como la democratización de las finanzas, es decir, lograr que los mercados financieros operen en beneficio de la gente corriente.

En los últimos años, Shiller —que tiene dos patentes a su nombre por innovación financiera— ha comenzado a convertir su visión en realidad: en 2006, los futuros sobre los precios de la vivienda en 10 zonas metropolitanas de Estados Unidos, así como un precio promedio a nivel nacional, empezaron a negociarse en la Bolsa Mercantil de Chicago. Su reputación como visionario en macroeconomía y finanzas quizás esté más afianzada entre el público en general por sus análisis sobre el comportamiento irracional de los mercados financieros, especialmente su admirable capacidad de identificar en una etapa inicial la “exuberancia irracional” y las burbujas especulativas en relación con los mercados bursátiles y los precios de la vivienda.

Obviamente, Shiller sigue siendo ante todo un prestigioso académico (ocupa la cátedra de Economía Arthur M. Okun en la Universidad de Yale y es Profesor de Finanzas en la Escuela de Negocios de Yale). Pero podría decirse que es lo más parecido a un famoso en el campo de la economía: sus libros sobre los mercados financieros y la crisis de las hipotecas de alto riesgo lo han convertido en una persona muy conocida, y ha aparecido en la prensa popular estadounidense en una serie de anuncios a toda plana sobre la planificación de la jubilación.

Exuberancia irracional

Primero, una exposición de datos concretos sobre la capacidad de Shiller de identificar las burbujas de precios de los activos. En 1996, Shiller señaló que la relación precio/beneficios en el mercado bursátil se situaba en su nivel histórico máximo, y declaró (la verdad es que con cuatro años de anticipación) que este mercado estaba sobrevalorado y probablemente se desplomaría. Presentó su análisis en la primera edición en inglés, impecablemente oportuna, de *Exuberancia irracional*, publicada en marzo de 2000, justo cuando se produjo el estallido de la

burbuja de la tecnología: concretamente, Shiller formuló un análisis convincente de los factores psicológicos que llevan a la formación de burbujas especulativas.

En un estudio de 2003 publicado juntamente con Karl Case en *Brookings Papers* y en la segunda edición de *Exuberancia irracional* (2005), Shiller mostró que los precios de la vivienda comenzaban a asemejarse a “un cohete en pleno despegue”, aunque la evolución de varios factores fundamentales no explicara este despegue. De hecho, utilizando una nueva serie histórica de los precios de la vivienda que abarcaba todo un siglo, Shiller reveló que los precios de la vivienda estaban aumentando más rápidamente que nunca en relación con los alquileres o la renta personal.

La explicación de Shiller sobre las burbujas está muy influenciada por la psicología. Reconoce el mérito a su esposa Virginia, una doctora en psicología clínica con la que está casado desde hace 30 años, por introducirlo en el campo de la psicología en una etapa temprana de su carrera, y añade que en un buen matrimonio uno llega a compartir la misma opinión sobre el mundo. Por lo tanto, según Shiller, las burbujas financieras tienen su origen en el hecho de que los “humanos somos animales sociales, e influimos unos en otros”, lo que da lugar al “contagio social”. Cuando las burbujas de precios de los activos crecen, los precios de las acciones suben porque se habla de una “nueva época”; del mismo modo, los aumentos sostenidos de los precios de la vivienda refuerzan la creencia colectiva de que los precios de la vivienda nunca bajan, lo que perpetúa una tendencia al alza que parece inevitable. Como destaca Shiller, esto no significa que los fundamentos económicos no importen. Por el contrario, considera que la hipótesis de los mercados eficientes es esencialmente válida, ya que un cambio suficientemente

importante de estos fundamentos al final generará variaciones de los precios de los activos.

Como todo el mundo sabe, los precios de la vivienda en Estados Unidos se han reducido drásticamente desde 2006. En este sentido, a Shiller lo han llamado Casandra, y cree que sin razón, porque si bien el reciente descenso de los precios ha representado enormes costos para las instituciones financieras y la economía a nivel más general, en circunstancias más normales la gente está contenta cuando la vivienda es más asequible.

En su último libro, *The Subprime Solution*, Shiller examina los problemas surgidos de los mercados hipotecarios y de la vivienda. Algunos analistas consideran que está escrito apresuradamente para aprovechar la actualidad del tema. No obstante, en el libro se analizan ampliamente las causas de la burbuja de los precios de la vivienda, se examina con detalle la historia de las principales instituciones establecidas por el Gobierno de Estados Unidos en los años treinta para rescatar al mercado de la vivienda y a la economía de la Gran Depresión, y se presentan propuestas creativas para reducir la posibilidad de que se produzcan nuevas burbujas similares en el futuro.

Shiller subraya la importancia clave de los rescates a gran escala: un componente lamentablemente necesario de la estrategia para restablecer el funcionamiento adecuado de los mercados. No obstante, es especialmente imaginativo cuando presenta sus recomendaciones: brindar asesoramiento financiero subvencionado a todos los ciudadanos; crear contratos hipotecarios estándar con opciones de incumplimiento en ciertas condiciones preacordadas, como un rápido descenso del ingreso en la categoría profesional del prestatario; nuevos productos financieros, como los valores indexados al ritmo de crecimiento del PIB o de los precios de la vivienda, y nuevos mercados financieros de seguros con garantía hipotecaria y seguros contra la pérdida del empleo. También respalda las propuestas presentadas por la jurista académica Elizabeth Warren para establecer una comisión de seguridad de los productos financieros.

De hecho, a lo largo de su carrera, el propio Shiller, quien ha argumentado que los mercados financieros se comportan irracionalmente, también ha propuesto más finanzas como parte de la solución. Según Shiller, el futuro incluirá “más finanzas, más innovación financiera, finanzas más democráticas (accesibles a todos) y finanzas en un contexto institucional más eficaz”.

Ser visionario cuesta esfuerzo

Shiller basa su visión en cuantiosos análisis académicos, en los que con frecuencia mezcla la teoría, el análisis empírico y una cantidad espectacular de datos cuidadosamente recopilados, y el diseño de medidas adecuadas para detectar los fenómenos económicos examinados.

Los primeros estudios de Shiller son claramente académicos y técnicos. En su primer estudio, publicado en *Econometrica*, analizó “un estimador de rezagos distribuidos derivado de estimaciones anteriores de suavidad”. Señala que le interesaba mucho la econometría no paramétrica y las estadísticas de Bayes, probablemente debido a la orientación científica y física de sus estudios. El primer artículo que captó la atención de muchos colegas académicos fue “Do Stock Prices Move Too Much

Recuadro 1

Orígenes de la expresión “exuberancia irracional”

Shiller no acuñó la expresión “exuberancia irracional”, título de uno de sus libros más vendidos, pero se acercó mucho. La expresión fue utilizada por Alan Greenspan, Presidente de la Junta de la Reserva Federal, en su discurso del 5 de diciembre de 1996 durante una cena de gala en Washington. Greenspan preguntó: “Pero ¿cómo sabemos si la exuberancia irracional ha provocado una escalada excesiva de los valores de los activos, que luego están sujetos a contracciones imprevistas y prolongadas como ha ocurrido en Japón durante la última década?”, y añadió: “Como gobernadores de los bancos centrales, no tenemos por qué preocuparnos si el colapso de la burbuja de los activos financieros no pone en peligro la economía real, la producción, el empleo o la estabilidad de precios”. Inmediatamente después de decir esto, la Bolsa de Tokio se desplomó y cerró con un descenso del 3%. También cayeron los mercados de todo el mundo. Shiller (junto con su colega John Campbell) declaró ante la Junta de la Reserva Federal y almorzó con Greenspan apenas dos días antes. Dijo que los mercados son irracionales, pero no recuerda haber utilizado la palabra “exuberancia”. Por su parte, Greenspan señala en su autobiografía que el concepto de exuberancia irracional se le ocurrió en la bañera una mañana cuando estaba escribiendo un discurso.

to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?” (*American Economic Review*, 1981). Fue un estudio muy influyente (y sigue siendo el artículo más citado de Shiller hasta el momento, según Google Scholar). Conforme a la teoría financiera estándar, el precio de la acción de una compañía deber ser igual a la suma de los dividendos (al valor presente neto) se espera que dicha compañía pague en el futuro. No obstante, los precios de las acciones fluctúan más de lo que se justificaría según las expectativas razonables de los dividendos futuros. Expresado en la jerga técnica, la volatilidad de los precios de las acciones es mucho mayor que la del valor presente neto descontado esperado de todos los dividendos futuros. Un ingrediente importante de este estudio es la recopilación de datos históricos a largo plazo sobre dividendos, durante todo un siglo.

El estudio despertó interés, pero en ocasiones también hostilidad, porque tocó un punto sensible al cuestionar la noción bien establecida de la racionalidad del inversionista. Dado el interés inicial de Shiller por el papel de los factores psicológicos en las finanzas, ¿debería considerársele el padre fundador de las finanzas del comportamiento (es decir, las finanzas desde la perspectiva más amplia de las ciencias sociales, incluidas la psicología y la sociología), que están muy de moda en los círculos académicos? Sí y no. Aunque Shiller estableció claramente que los mercados son excesivamente volátiles para que sus fluctuaciones estén impulsadas únicamente por los fundamentos económicos, sus estudios no se han centrado en explicar o predecir la *dirección* de las desviaciones de los precios de los activos con respecto a dichos fundamentos.

No obstante, desde el principio de su carrera Shiller subrayó la importancia de los factores psicológicos, y ahora se ve que disfruta recordando su papel de organizador de dos destacados seminarios en la Oficina Nacional de Investigación Económica: uno sobre finanzas del comportamiento, con Richard Thaler, en 1991, y otro sobre macroeconomía y toma de decisiones individuales, con George Akerlof, en 1994.

Nuevos índices, nuevos mercados

El mejor ejemplo de la importancia de los cálculos y la recopilación de datos minuciosos en los que se basan las contribuciones más visionarias de Shiller son sus estudios sobre los precios de la vivienda. Aunque el valor total de las casas en Estados Unidos es del mismo orden de magnitud que el valor total de las acciones de las compañías, hasta hace poco no estaba disponible una serie histórica sobre los precios de la vivienda. Shiller (con su colega Karl Case) presentó un análisis de los índices de precios, y luego recopiló una serie histórica de los precios en Estados Unidos y en 10 zonas metropolitanas de este país.

El índice de precios de Shiller elaborado con Case es un índice aritmético ponderado por el valor de ventas repetidas que muestra la evolución del precio de venta de las mismas casas, a fin de evitar las variaciones de los precios medios que se derivarían de la tendencia general al alza en el tamaño y la calidad de las casas a lo largo del tiempo. El objetivo es proporcionar estimaciones del precio de una vivienda estándar sin cambio, de forma que el índice de precios represente el resultado de una inversión en una casa, algo parecido al resultado de una inversión en acciones analizada a través de un índice bursátil basado

en las mismas acciones sin cambio observadas en distintos momentos de compra y de venta. Obtener los precios de la misma vivienda comprada en un año determinado y vendida muchos años después, en el caso de varios cientos de viviendas, supone resolver diversas dificultades prácticas, entre ellas, escribir programas para hacer coincidir las direcciones, eliminar de la muestra las casas cuyos propietarios construyeron ampliaciones importantes, y así sucesivamente.

Con todo su arsenal de datos fiables y de alta calidad sobre los precios de la vivienda, Shiller y sus colegas lograron convencer a la Bolsa Mercantil de Chicago para que estableciera un mercado de futuros de los precios de la vivienda en mayo de 2006. El volumen de operaciones creció rápidamente durante un año pero luego se desaceleró debido a la caída de estos precios. El volumen acumulativo desde la creación de este mercado se sitúa en los cientos de millones de dólares de EE.UU., un nivel considerable, pero no muy espectacular en comparación con otros mercados financieros. Shiller reconoce que, hasta el momento, ayudar a crear nuevos mercados financieros no ha sido más rentable que escribir libros de éxito, aunque señala que la venta de su compañía, que recopila datos de precios de la vivienda y elabora el índice Case-Shiller de Standard & Poor's, le reportó notables beneficios.

Otro mercado impulsado por Shiller fue el de las “macroacciones”: acciones negociadas en los mercados que permiten a los inversionistas expresar una visión bajista o alcista con respecto al valor de varias categorías de activos e intereses económicos fundamentalmente importantes (todo lo que se pueda medir con un índice). Las macroacciones están plenamente garantizadas con valores del Tesoro de Estados Unidos y efectivo. Se emiten con un vencimiento de hasta 20 años, en pares:

Recuadro 2

Encuestas e indexación por inflación

Una forma de determinar por qué algunas innovaciones son bien recibidas por el público y otras no consiste sencillamente en preguntar a la gente qué le parecen las innovaciones propuestas. Eso fue lo que hizo Shiller a través de una serie de encuestas sobre la opinión de la gente respecto de la indexación por inflación en varios países. El objetivo de este estudio, realizado antes de 1997, era en definitiva comprender por qué la indexación por inflación no estaba más extendida en Estados Unidos. El uso de encuestas —en lugar de modelos matemáticos o teóricos más complejos— probablemente no impresionó a muchos colegas académicos. Pero Shiller consideró que la cátedra servía precisamente para no tener que hacer lo mismo que estaban haciendo los demás, y que para entender qué motiva el comportamiento de la gente, a veces lo más fácil es preguntarle por qué hace lo que hace. Aunque no puedan tomarse las respuestas al pie de la letra, estas pueden indicar en qué centra su atención la gente cuando elige una opción. A lo largo de los años, Shiller aplicó las encuestas no solo a la indexación y la innovación financiera, sino también a los factores en que se basan las principales variaciones de los precios de los activos, como la caída de los mercados en octubre de 1987.

por ejemplo, supóngase que los contratos “alcistas” y “bajistas” con respecto al petróleo se emiten inicialmente a US\$100 cada uno en un momento en que ese es el precio corriente del crudo. Un agente comprará inicialmente ambos, y luego los venderá por separado. Los inversionistas que apuesten al alza del precio del crudo comprarán contratos alcistas con respecto al petróleo y los que apuesten a la baja comprarán contratos bajistas. Cuando el precio del petróleo suba a US\$120, el contrato alcista valdrá US\$120 y el bajista US\$80. El agente está totalmente cubierto, y ningún inversionista está expuesto al riesgo de contraparte. El volumen acumulativo de operaciones en este mercado ha superado los US\$1.000 millones, y Shiller espera que también se negocien macroacciones para los precios de la vivienda, el PIB y otras variables macroeconómicas.

El misterio de la innovación financiera

¿Por qué algunas innovaciones financieras tienen éxito y otras no? La respuesta aún sigue siendo un misterio. Como señala Shiller, lamentablemente los precios de la vivienda comenzaron a desacelerarse casi en el momento de la creación del nuevo mercado de futuros sobre estos precios. De hecho, estos precios ya estaban en retroceso, lo que indicaba una disminución esperada de los precios de la vivienda, con respecto a los primeros días del nuevo mercado. Obviamente, las dificultades financieras experimentadas por varios participantes en el sector no ayudaron, ni tampoco la propia reducción de los precios. Algunos consideran que hay poca información sobre la vivienda y que, en particular, los datos sobre los índices de precios se publican solamente una vez al mes, lo que implica que el escaso movimiento registrado no alienta la negociación en un mercado de índices de precios de la vivienda. Shiller no está de acuerdo: señala que hay mucha información no solo con respecto al número de viviendas en proceso de venta y ventas, sino también a muchos factores que en última instancia tienen un impacto en la demanda (como los ingresos y la disponibilidad de infraestructura) y la oferta (tasas de interés y costos de construcción).

No obstante, además de las circunstancias especiales y del elemento suerte, un factor significativo para el éxito de los nuevos productos y mercados financieros es alcanzar rápidamente una masa crítica o a gran escala. Shiller observa que a veces un participante en el mercado expresa interés por tomar una posición importante en el mercado de futuros de precios de la vivienda, pero cambia de actitud cuando observa que no hay otros participantes destacados en ese mercado. De hecho, Shiller compara un nuevo mercado financiero con una fiesta: “La gente quiere ir si sabe que habrá otras personas y mucho ambiente”. Por lo tanto, o todos van a la fiesta, y es un éxito, o nadie aparece, y a veces resulta difícil prever qué ocurrirá.

Shiller también considera que las autoridades económicas pueden desempeñar un papel primordial a la hora de fomentar la innovación financiera. Por ejemplo, una larga lista de economistas famosos (incluido Shiller) se mostró partidaria de los bonos indexados por inflación en distintos momentos del siglo pasado. No obstante, el mercado de valores del Tesoro protegidos contra la inflación se estableció en Estados Unidos apenas en 1997 y, según Shiller (y otros), el entonces Subsecretario del Tesoro Larry Summers desempeñó un papel clave en

esta innovación. Además, la capacidad de calcular el valor de los activos o cantidades subyacentes también es un requisito necesario para que puedan surgir los mercados: sin el índice Case-Shiller de Standard & Poor's de precios de la vivienda, el mercado de futuros de la vivienda probablemente no habría sido posible. No obstante, hace falta un buen índice, aunque no es esta la única condición: si bien los datos sobre el PIB están disponibles desde hace tiempo para la mayoría de los países, el mercado de valores propuesto por Shiller basado en el PIB no ha despegado (o por el momento no lo ha hecho).

El futuro del visionario

¿Cuál es la visión de Shiller sobre su propio futuro profesional? Por supuesto, está escribiendo un libro sobre macroeconomía del comportamiento, tarea que realiza con George Akerlof. ¿Cree Shiller que sus recientes libros famosos han contribuido a que su atención se desviara de los estudios académicos? ¿Echa de menos sus estudios econométricos más técnicos con los que inició su carrera académica? Shiller asegura que aún puede hacerlo, y que aún puede hacer cálculos matemáticos.

De hecho, no considera que sus libros sean populares; tal vez sean versiones popularizadas de sus análisis porque no incluyen los cálculos matemáticos. No obstante, Shiller señala que ahora lo esperan otras cosas. Concretamente, prevé seguir defendiendo y promoviendo la innovación financiera, y puntualiza que las finanzas deberían favorecer a la gente, pero muchos instrumentos financieros aún son “muy decimonónicos”.

Los principales riesgos económicos que enfrentan hoy las personas ya no son aquellos contra los que están asegurados. Tenemos seguros de incendios pero, gracias a la mejora de los códigos de construcción y al sistema de lucha contra el fuego, este último destruye cada vez menos hogares. Muchas personas tienen seguro de vida, pero el promedio de longevidad ya no es de 45 años; cada vez menos padres mueren a una edad en que sus hijos aún no trabajan. Shiller sostiene que deberán surgir nuevos instrumentos financieros y mercados para proteger a las personas ante la caída de los ingresos o los precios de la vivienda. Que la visión siga haciéndose realidad. ■

Paolo Mauro es Jefe de División en el Departamento de Finanzas Públicas del FMI.

Referencias:

- Case, Karl E., y Robert J. Shiller, 2003, “Is There a Bubble in the Housing Market?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, págs. 299–342.
- Shiller, Robert J., 1981, “Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?”, *American Economic Review*, vol. 71, págs. 421–36.
- , 1993, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks* (Oxford: Oxford University Press).
- , 2000, *Irrational Exuberance* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- , 2003, *The New Financial Order: Risk in the 21st Century* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- , 2008, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).