

LOS NOBEL DE ECONOMIA

La Academia sueca se decanta por el golf

José M. Rodríguez Carrasco

Hace algo más de un año, Paul Samuelson, otro Nobel de Economía, durante su visita a Madrid para ser investido Doctor Honoris Causa por la UNED, me comentó entre irónico y socarrón, que la diferencia entre los profesores de economía y los de empresa era que, los primeros jugaban al tenis y los segundos al golf. Sea cual fuere la interpretación que se de a las palabras de Samuelson, no cabe duda que este año la Academia sueca se ha inclinado por el golf.

Desde que se estableció el Nobel de Economía, hace veintidós años, los economistas que han recibido este galardón han sido veintinueve, de los cuales dieciocho son estadounidenses, lo que es un índice de la importancia que en ese país se concede a estos estudios. Los premiados en la última ocasión han sido Harry Markowitz, William F. Sharpe y Merton H. Miller, los tres especialistas en finanzas.

Harry M. Markowitz nació en Chicago en 1927 y es en la actualidad profesor de Economía y Finanzas en el Baruch College de la Universidad de Nueva York. Al igual que los otros dos profesores galardonados ha sido presidente de la American Finance Association. Es preciso remontarse al año 1952, cuando Markowitz publicó en el Journal of Finance su artículo "Selección de Carteras", (Portfolio Selection). Entiende Markowitz por cartera el conjunto de valores, tanto de renta fija como de renta variable, que pertenecen a un determinado patrimonio.

Cada título valor, como es obvio, tiene un riesgo y rentabilidad determinados. Para que una cartera sea eficiente, nos enseña Markowitz, es preciso que tenga una combinación de rendimiento y riesgo que no sea superada por otra. Toda cartera que sea superada por otra se considera cartera ineficiente, y aquella que no sea superada por ninguna otra, en esa combinación de rendimiento y riesgo, se considera eficiente.

El riesgo de la cartera, según Markowitz venía determinado por el riesgo de cada valor, por la correlación entre cada par de títulos valores que entran en dicha cartera y finalmente por la cantidad invertida en cada título valor. El aparato matemático que necesitaba Markowitz para este cálculo era, pues, bastante extenso. Así para una cartera de cien títulos, habría que realizar 5.150 estimaciones. Un número a todas luces elevado, sobre todo en la década de los cincuenta, cuando el estado de la tecnología informática estaba en su infancia.

William F. Sharpe, nacido hace 56 años en Cambridge (Massachusetts) y hoy profesor en la Business School de Stanford, continuó los estudios de Markowitz y desarrolló un modelo, en virtud del cual el riesgo no se calculaba por la correlación entre cada par de títulos valores, sino entre cada título valor y un índice económico cualquiera; si bien desde un comienzo se han utilizado diferentes índices bursátiles.

Publica Sharpe su artículo, "Un modelo simplificado de análisis de carteras", (A simplified model for portfolio analysis), en enero de 1963 en la revista Management Science. El modelo de Sharpe simplificaba enormemente los cálculos y conseguía prácticamente los mismos resultados. Para hacer los cálculos de una cartera de cien títulos, según el modelo de Markowitz, se empleaban, en aquel momento, 33 minutos de un ordenador 7090 de IBM. Con el nuevo modelo de Sharpe, la media hora larga quedaba reducida a 30 segundos.

El paso siguiente que dió Sharpe fue sorprendente y sencillo, pues si tomaba todos los activos del mercado y hacía con ellos una cartera tenía una línea del mercado de títulos. A partir de ese momento los títulos, individualmente, tenían una sensibilidad respecto a esa línea de mercado, a esa sensibilidad la denominó Sharpe coeficiente beta. Hoy día, las publicaciones bursátiles más sofisticadas mencionan la beta, o coeficiente de sensibilidad de cada valor, junto con otros indicadores o ratios como pueden ser el P.E.R., la rentabilidad, etc.

Merton Miller, nacido en Boston, 1923, y profesor de la Graduate Business School de Chicago, también es otro especialista del área de finanzas. Sus trabajos, sin embargo, han sido realizados juntamente con Franco Modigliani, Nobel en 1985. Su tesis, contraria a la sabiduría convencional, es que la tasa de reparto de dividendo o la proporción entre capitales propios o ajenos de una empresa es, en principio, irrelevante. Lo auténticamente importante son las oportunidades de inversión para la empresa.

Evidentemente la hipótesis de Modigliani y Miller expuesta en 1958 tuvo una réplica inmediata en la comunidad académica, particularmente porque adoptaba unos supuestos irreales, tales como un mercado perfecto y ausencia de distorsiones impositivas. Posteriormente siguieron manteniendo su postura adoptando supuestos más realistas. Se esté o no de acuerdo con M-M, así se les conoce en el mundo académico, tienen una metodología y un mensaje importante, lo que crea valor en la empresa y en el mundo real es la inversión, y en ella debe ponerse el sumo cuidado.

Una contribución de Merton Miller, que ha pasado desapercibida para casi todos los comentaristas de estos días, ha sido su colaboración en uno de los más sofisticados "Business Games" o juegos de empresa, el del Carnegie Mellon. El "Business Game" no es otra cosa que la simulación del comportamiento de una empresa en un entorno competitivo. Hoy rara es la escuela de negocio que no utilice este método pedagógico.

Bibliografía seleccionada

- MARKOWITZ, Harry M., "Portfolio Selection", Journal of Finance, Volumen 12. Marzo 1952, 77-91.
- Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments, Wiley and Sons, Nueva York 1959.
- MILLER, Merton H. y MODIGLIANI, Franco, "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, Junio 1958, 261-297.
- "A Reply", American Economic Review, Septiembre 1959, 655-669.
- MILLER, Merton y otros, "The Carnegie Tech Management Game", Journal of Business, Volumen 33. Octubre 1960, 303-321.
- MILLER, Merton H. y MODIGLIANI, Franco, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", Journal of Business, Volumen 34. Octubre 1961, 411-433.
- "Dividend Policy and Market Valuation: A Reply", Journal of Business, Volumen, 36, Enero 1963, 112-119.
- "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction", American Economic Review, Junio 1963, 433-442.
- SHARPE, William F., "A Simplified Model for Portfolio Analysis", Management Science, Volumen 9, N.2, Enero 1963, 277-293.
- "Capital Asset Prices: A theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", Journal of Finance, Volumen 19, Septiembre 1964, 425-442.
- Portfolio Theory and Capital Markets, McGraw-Hill, Nueva York, 1970.
- Introduction to Managerial Economics, Columbia University Press, Nueva York 1973.
- Investment, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1978.