



# Principios de economía financiera

Una teoría austriaca de los  
mercados y activos financieros

---

**RAFAEL GARCÍA IBORRA**

DOCTOR EN ECONOMÍA, CFA

## Parte I: Teoría general

# PARTE I: TEORÍA GENERAL – ACTIVOS FINANCIEROS

“Los activos son bienes que generan un flujo de servicios a lo largo del tiempo. Los activos que dan lugar a flujos de dinero se llaman activos financieros” Varian (1998: 203)

Esto implica que son **bienes económicos** y que existen dos conceptos básicos en relación con los activos:

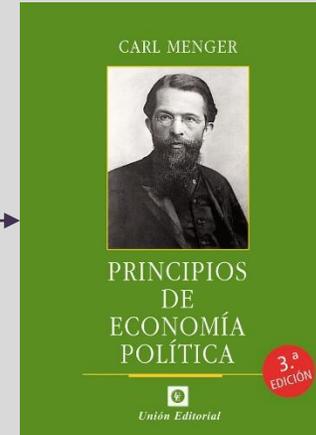
Tiempo  
(concepto  
dinámico)

Incertidumbre

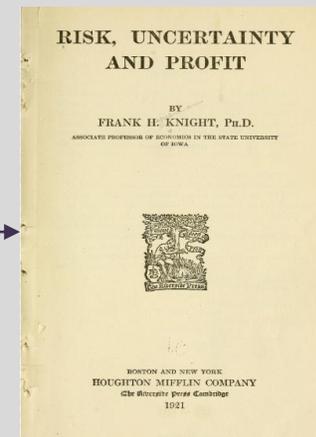
Los activos son bienes que permiten, *en el presente*, intentar satisfacer necesidades futuras.

# PARTE I: TEORÍA GENERAL – ACTIVOS FINANCIEROS

**Tiempo  
(concepto  
dinámico)**



**Incertidumbre  
(knighteana)**

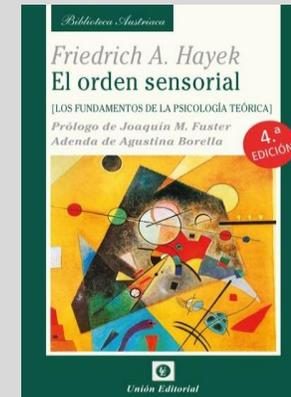


# PARTE I: TEORÍA GENERAL – ACTIVOS FINANCIEROS

La incertidumbre implica que no es posible predecir con exactitud el futuro, ni acotar científicamente una serie exhaustiva de situaciones futuras y sus probabilidades.

Causas:

- **Imposibilidad de predecir el comportamiento humano.**



Consecuencias:

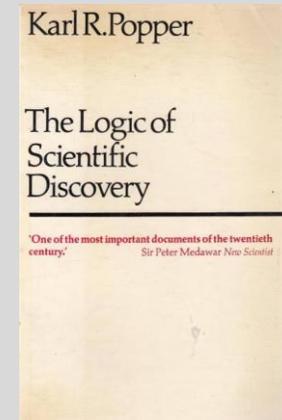
- **Información descentralizada** (Hayek 1948b)
- **Incertidumbre inerradicable** (Knight [1921] 1971: 347)

No obstante, la incertidumbre no es ni total ni constante.

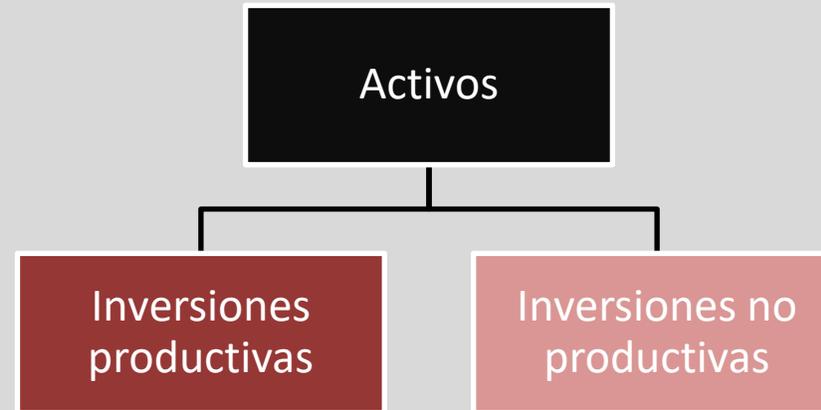
La herramienta más relevante para reducir –que no eliminar- la incertidumbre es la ciencia, que nos permite encontrar relaciones de dependencia entre fenómenos (Popper [1968] 2002d: 390).

**Las leyes científicas son afirmaciones universales testables inter-subjetivamente mediante eventos reproducibles.**

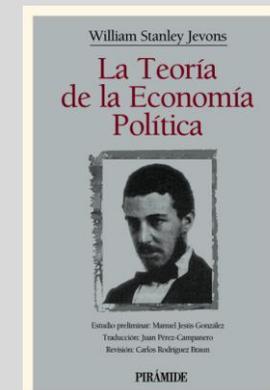
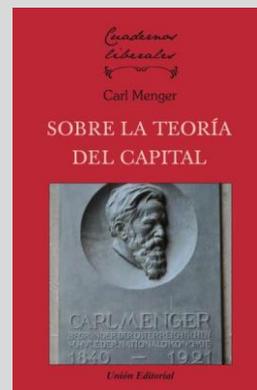
La imposibilidad de controlar las valoraciones de los individuos hace que, para las ciencias sociales, el evento reproducible sea la lógica –contrafactuales lógicos- no la información de carácter empírico.



# PARTE I: TEORÍA GENERAL – ACTIVOS FINANCIEROS



La inversión o capital de uno o varios agentes es el valor del conjunto de todos sus activos financieros, que incluyen tanto las inversiones productivas como las no productivas (Menger [1888] 2007), aunque no exista ánimo de lucro (Jevons [1871] 1998).



## Plazo

- El plazo de un activo es el período de tiempo en el que se espera que se obtenga su corriente de bienes y servicios.
- A mayor plazo, mayor incertidumbre.

## Riesgo

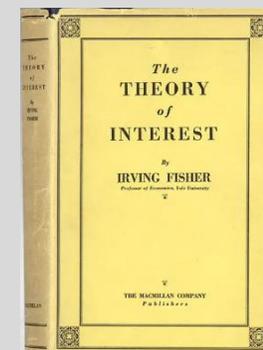
- El riesgo es la expectativa subjetiva de que un activo no se transforme exitosamente en la corriente futura de bienes y servicios.
- Al depender de las expectativas individuales es subjetivo, impredecible y sujeto a cambios en el tiempo.

# PARTE I: TEORÍA GENERAL – EL VALOR DE LOS ACTIVOS

El valor de los activos proviene del valor de la corriente futura e incierta de bienes a los que da derecho.

	Activo presente		Bienes futuros
<b>Cantidades</b>	Activo financiero	→	Corriente de bienes
			↓
<b>Valores</b>	Valor del activo financiero	←	Valor de la corriente de bienes

Aunque es el activo el que genera la corriente futura de bienes, es el valor de dicha corriente la que determina el valor del activo (Fisher 1907: 14).



## Expectativas de flujos de caja

- Expectativas → Subjetivas e impredecibles.
- Mayores expectativas → Mayor valoración.

## Preferencia temporal

- Elemento personal, subjetivo e impredecible.
- Mayor lejanía de los flujos o mayor preferencia temporal → Menor valoración.

## Expectativa poder adquisitivo del dinero

- Subjetivas e impredecibles → No equivale a índices de precios.
- Mayor poder adquisitivo del dinero esperado → Mayor valoración de los flujos monetarios.

# PARTE I: TEORÍA GENERAL – EL VALOR DE LOS ACTIVOS

La ley de la utilidad marginal también aplica a los activos financieros:

- Existe una única jerarquía de necesidades que incluye tanto las presentes como las futuras.
- Los activos son unos tipos de bienes específicos que satisfacen necesidades futuras.
- El valor de los activos depende de la importancia de las necesidades que ayudan a satisfacer a través de sus flujos futuros, teniendo en cuenta la preferencia temporal y el poder adquisitivo del dinero.

Por tanto, cada unidad adicional de un activo será empleada en un fin menos valorado que la anterior → el proceso de intercambio tiende al equilibrio.

**Arbitraje** es cualquier acción que implica un beneficio presente y cierto.

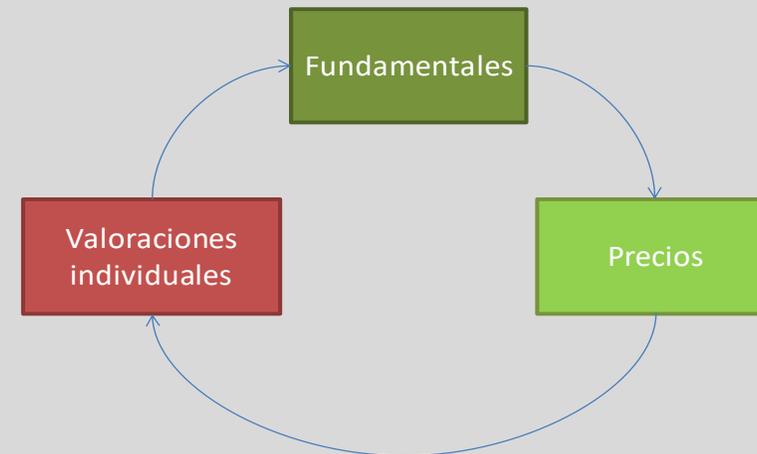
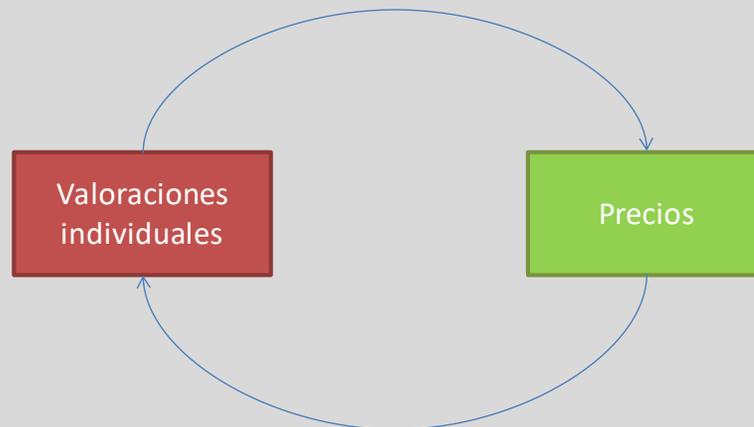
- La diferencia entre arbitraje y especulación es la *certidumbre* → las oportunidades de arbitraje desaparecerán una vez sean reconocidas, no así las especulativas.
- El concepto de arbitraje asume el conocimiento de los precios relevantes. En un mundo incierto donde la información se crea de manera no predecible → la búsqueda de precios arbitrables se convierte en una acción especulativa.
- La búsqueda de oportunidades de arbitraje genera un proceso descentralizado de coordinación similar al de los mercados organizados.

Redefinición de arbitraje: cuando uno o más activos son comprados o vendidos en el mismo momento, obteniendo un beneficio monetario cierto en el momento de las transacciones, incluso cuando no podemos tener certeza sobre la cantidad de dicho beneficio.

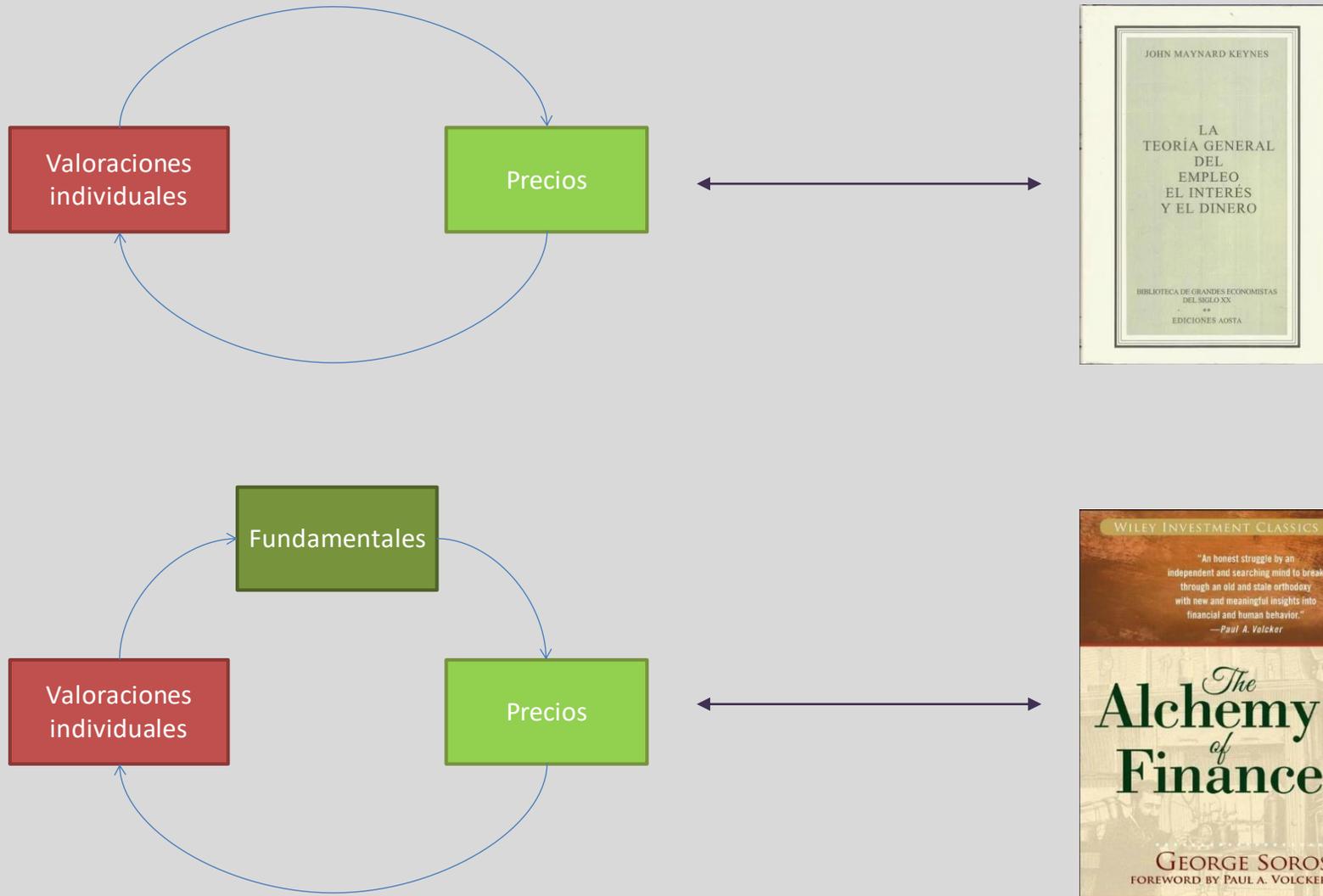
# PARTE I: TEORÍA GENERAL – EL ANCLAJE

La relación entre información y precios es más compleja en los activos que para los bienes de consumo.

La teoría de la **reflexividad** (Soros 2003) afirma que los precios *determinan* o bien las expectativas –valoraciones- o bien los fundamentales de los agentes.



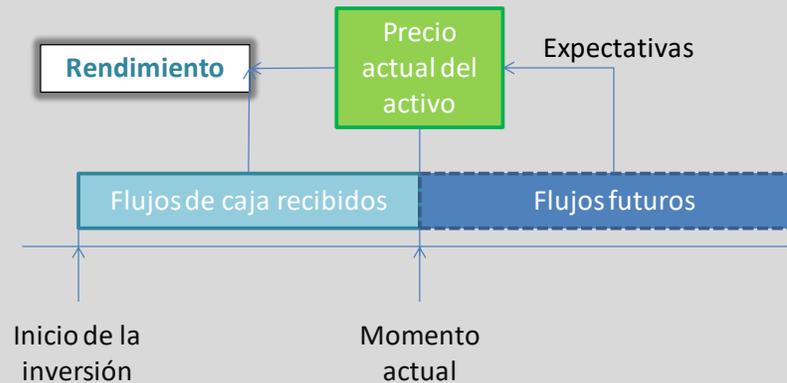
# PARTE I: TEORÍA GENERAL – EL ANCLAJE



# PARTE I: TEORÍA GENERAL – EL ANCLAJE

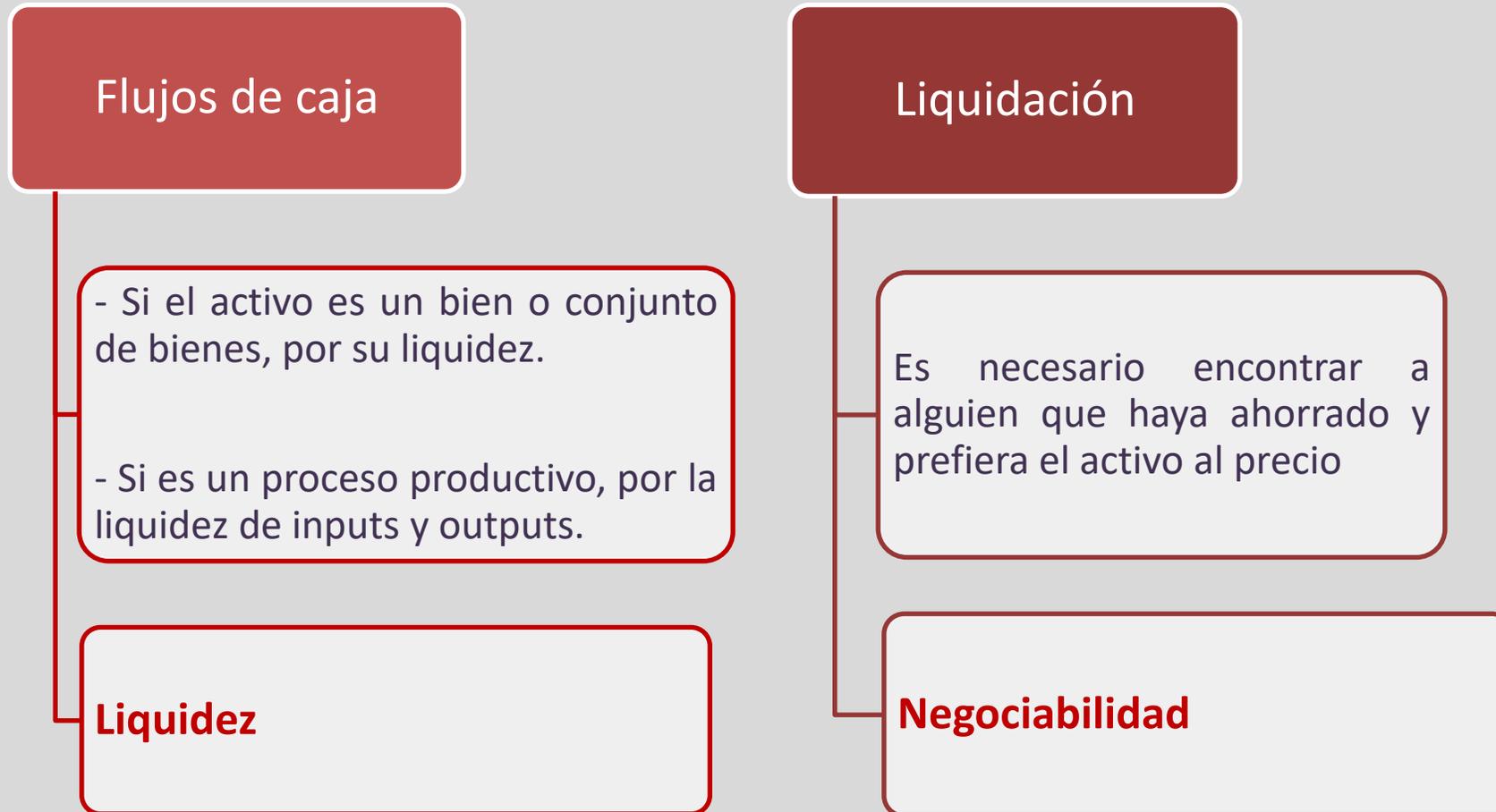
Críticas a la determinación de las valoraciones por los precios:

- La confusión entre información *objetiva* y *subjetiva*.
- La importancia de los flujos de caja.



**Anclaje:** aunque el valor de los activos proviene de las expectativas de sus flujos, los flujos de caja finalmente realizados son un factor fundamental en el rendimiento de una inversión y no están determinados por sus expectativas.

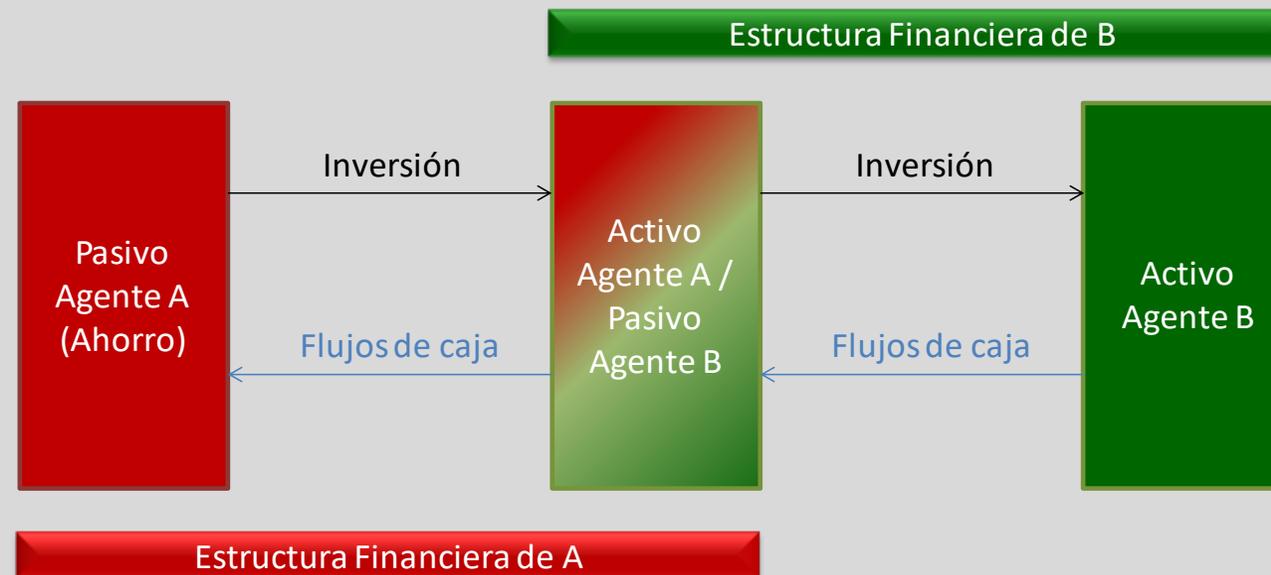
# PARTE I: TEORÍA GENERAL – LA LIQUIDEZ



# PARTE I: TEORÍA GENERAL – LA LIQUIDEZ DE LOS AGENTES

La estructura financiera de un agente está compuesta por su activo y pasivo.

Todo pasivo es el activo de algún agente y su valor proviene del valor del activo que lo respalda.



La liquidez de un agente es la capacidad de cumplir sus obligaciones financieras (Palyi [1936] 1984).

# PARTE I: TEORÍA GENERAL – LA LIQUIDEZ DE LOS AGENTES

Un agente será más líquido cuanto más líquidos sean sus activos en relación a sus pasivos.

Es posible transformar los flujos que vienen de los activos a través de la estructura financiera mediante dos factores: plazo y riesgo.

- **Descalce de plazos:** cuando el vencimiento de los activos es mayor que el de los pasivos → el agente debe (1) liquidar sus activos o (2) renovar sus pasivos.
- **Descalce de riesgos:** posibilidad de que los flujos del activo no sean suficientes para hacer frente a las obligaciones financieras.

Cuanto mayores sean los descalces, menos líquido será el agente.

**El proceso de mercado realiza un proceso coordinador de los descalces** ya que los agentes valoran los pasivos financieros incorporando la información de la liquidez de sus emisores.

El concepto de **soberanía del consumidor** (Hutt 1940) se puede extender al mercado de activos financieros.

Mediante el proceso de mercado, los inversores valoran los activos con sus precios de compra y venta y deciden:

- Los bienes que se van a producir en el futuro.
- El plazo y riesgo de los procesos productivos.
- La liquidez de los agentes implicados.

Por tanto, no es posible que exista un “exceso de ahorro” (Bernanke 2005) si ha sido determinado a través del proceso de mercado.

# PARTE I: TEORÍA GENERAL – CRÍTICA A LAS TEORÍAS ACTUALES

**Teoría del arbitraje y ley del precio único** → es necesario incluir la incertidumbre en el análisis, no es posible arbitrar entre flujos futuros inciertos.

**Teoría del activo libre de riesgo y Arrow-Debreu** → incompatibilidad con la existencia de incertidumbre.

**Modelo de valoración basado en el consumo y CAPM** → asumen que todos los agentes tienen las mismas expectativas y valoraciones (covarianza y media-varianza).

**Modelo APT** → exige conocer todos los factores que afectan a los flujos de todos los activos.

**Teoría EMH** → que los precios de los activos sean inciertos no implica que deban seguir una determinada distribución estadística.

# PARTE I: TEORÍA GENERAL – CRÍTICA A LAS TEORÍAS ACTUALES

**Análisis empíricos e inducciones** → al ser las valoraciones de los agentes impredecibles, no es posible conseguir un modelo que prediga los precios generados mediante el proceso de mercado: confusión entre leyes y tendencias y tesis Duhem-Quine.

**Liquidez** → la negociabilidad histórica no es un buen indicador de la liquidez de un activo.

**Finanzas conductuales** → la demostración de la existencia de sesgos no implica que puedan crearse modelos a partir de ellos y que determinen cómo valoran los individuos.

## Parte II: Aplicación de la teoría general

Una acción es una parte alícuota del pasivo de una sociedad que representa su propiedad.

La liquidez de las acciones depende de:

- Por el **activo**: directamente de la liquidez de los inputs y outputs de los procesos productivos.
- Por el **pasivo**: inversamente de la proporción de deuda empleada en el pasivo.
- Por la **estructura financiera**: inversamente respecto de los descalces existentes entre activos y pasivos.

## PARTE II: APLICACIÓN TEORÍA GENERAL – LAS DEUDAS

Una deuda es una promesa de pago → los flujos futuros, aunque predeterminados, son inciertos.

El tipo de interés de una deuda es igual a su Tasa Interna de Retorno (TIR) que asume:

- Los flujos intermedios se reinvierten a un tipo de interés igual a la TIR → riesgo de reinversión.
- Los flujos se reciben en su totalidad y en el momento acordado → riesgo de crédito o impago.

Por tanto, la TIR es una rentabilidad esperada que asume que no existe riesgo de crédito.

**Existen tantos tipos de interés como deudas.**

## PARTE II: APLICACIÓN TEORÍA GENERAL – LAS DEUDAS

La preferencia temporal y los tipos de interés son conceptos interrelacionados pero diferentes.

El proceso de mercado funciona igualmente para el caso de las deudas → los agentes determinan los tipos de interés a través de sus precios de compra y venta, en función de sus valoraciones y expectativas, incluyendo el riesgo de impago.

La liquidez de las deudas depende:

- Inversamente del vencimiento.
- Inversamente del riesgo de crédito que está determinado por los mismos factores que afectaban a la liquidez de las acciones: la composición del activo, del pasivo y la estructura financiera.

El dinero es el bien más líquido en una economía y cumple tres funciones principales:

- **Medio de intercambio.**
- **Unidad de cuenta.**
- **Depósito de valor.**

La demanda de dinero en mercado proviene de su función como depósito de valor no como medio de intercambio o unidad de cuenta.

Una elevada liquidez es necesaria para cumplir correctamente estas funciones → un buen dinero, seleccionado mediante el proceso de mercado debe ser previamente un activo financiero líquido.

## PARTE II: APLICACIÓN TEORÍA GENERAL – DINERO Y SUSTITUTOS

Los sustitutos monetarios son bienes que realizan las funciones de medio de intercambio y depósito de valor *al mismo tiempo* que el dinero. Sólo un bien –el dinero- puede ser unidad de cuenta de manera estable.

El conjunto del dinero y los sustitutos monetarios conforma el **sistema monetario**.



Normalmente las deudas actúan como sustitutos monetarios, por tanto, su liquidez depende de los mismos factores.

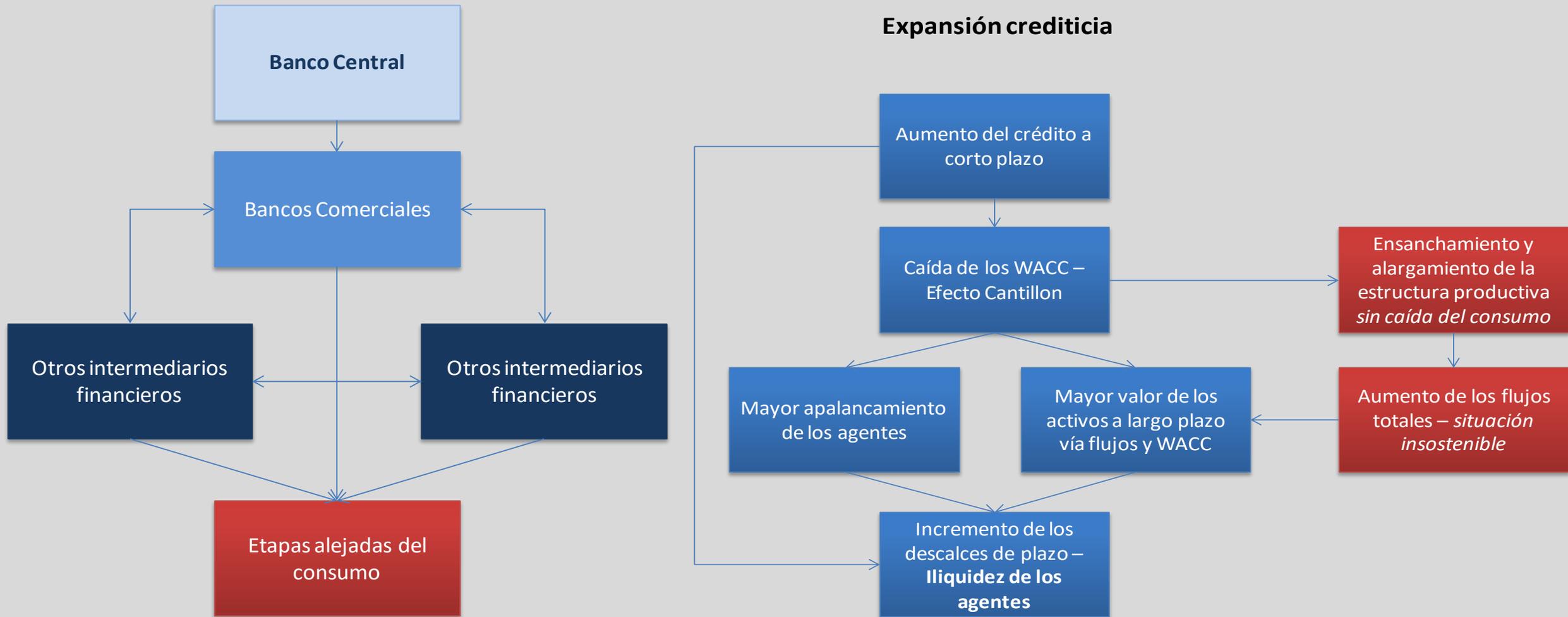
## Parte III: Aplicación a la teoría del ciclo austriaca

# PARTE III: APLICACIÓN TEORÍA DEL CICLO – ESTRUCTURA FINANCIERA

Es posible comparar el comportamiento de una economía agregada al de un proyecto de inversión:



# PARTE III: APLICACIÓN TEORÍA DEL CICLO – ESTRUCTURA FINANCIERA



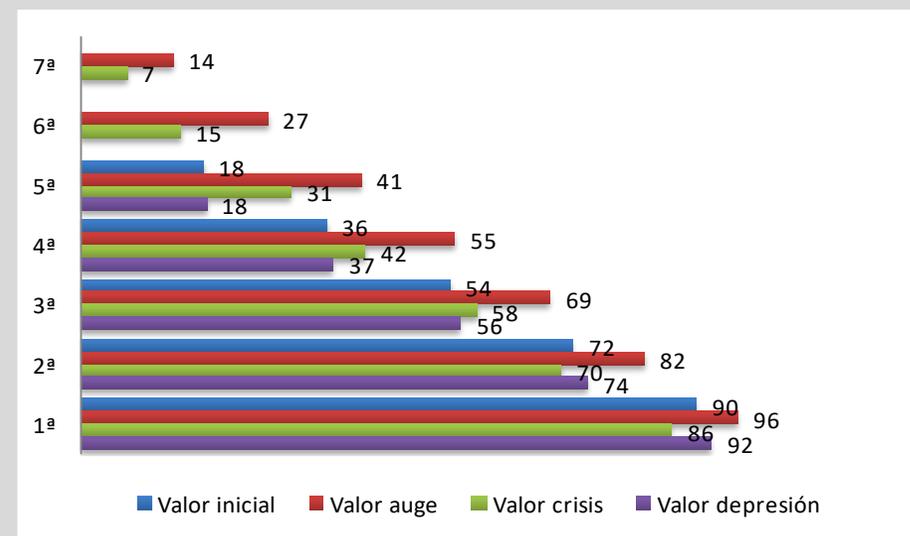
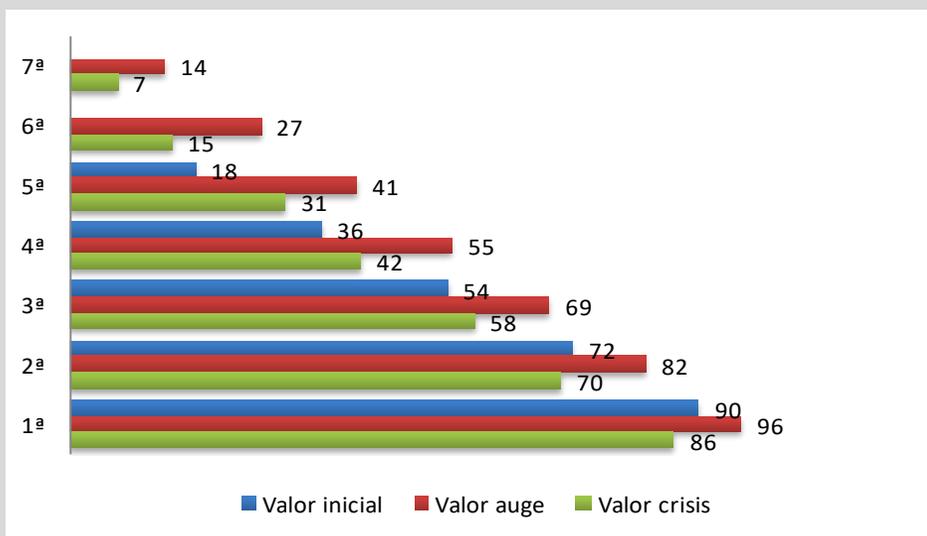
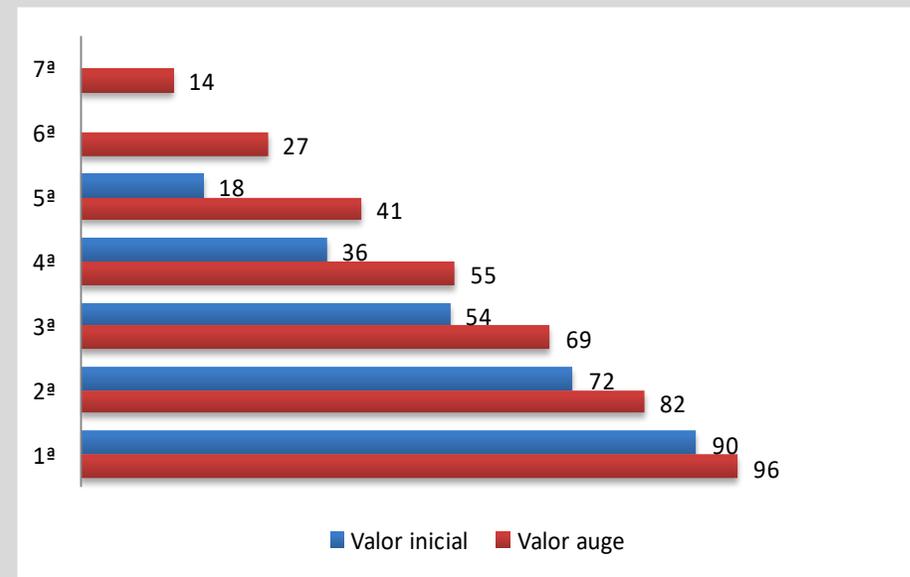
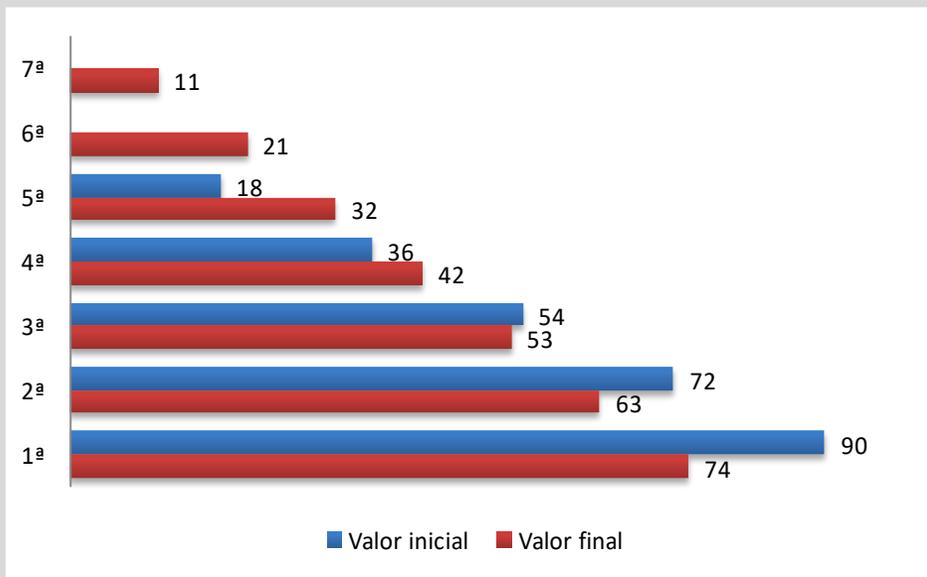
# PARTE III: APLICACIÓN TEORÍA DEL CICLO – ESTRUCTURA FINANCIERA

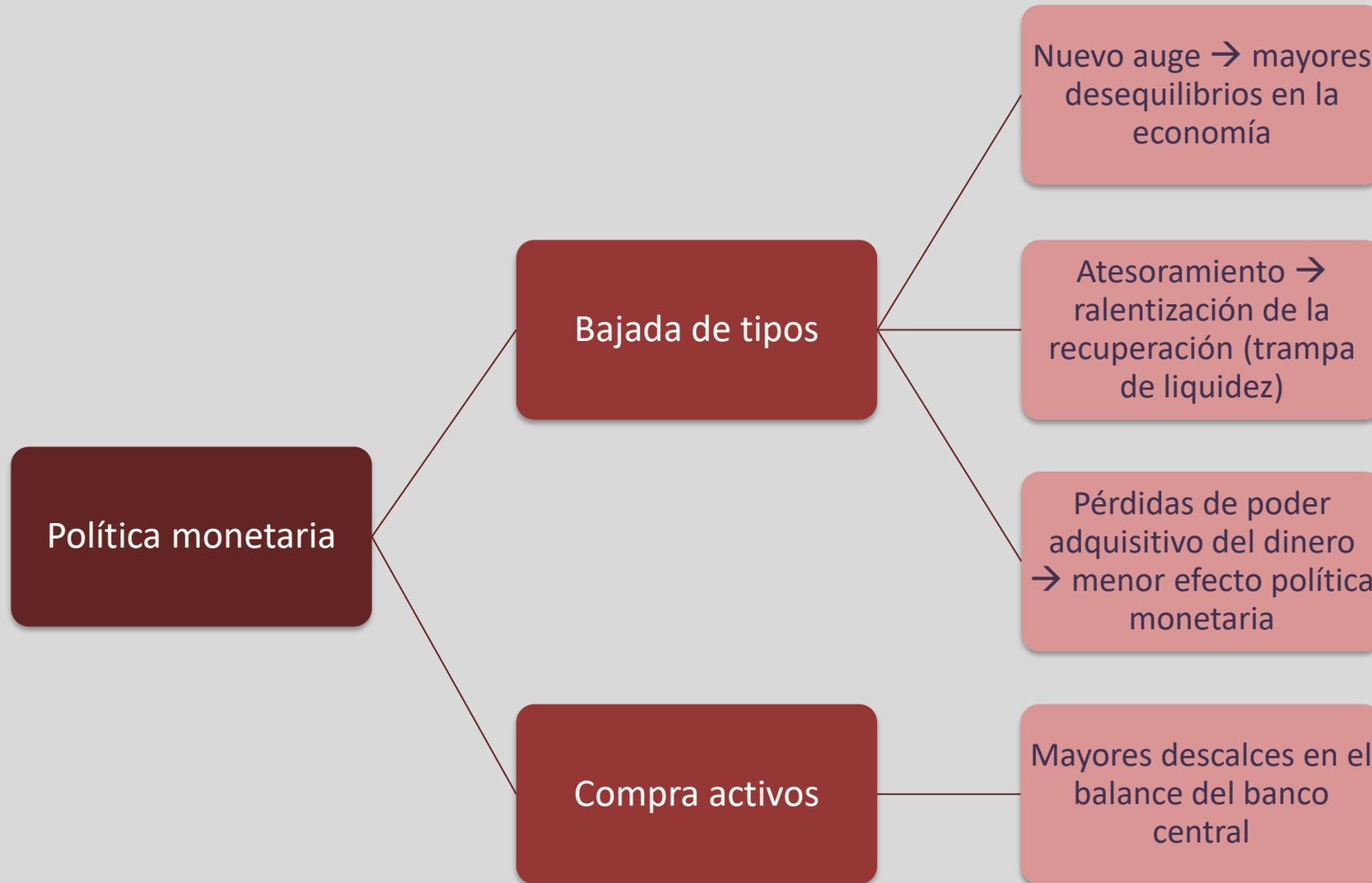
	<b>Auge</b>	<b>Crisis</b>	<b>Depresión</b>	<b>Recuperación</b>
<b>Vencimiento activos</b>	Sin efecto	Sin efecto	Sin efecto	Sin efecto
<b>Flujos activos cercanos consumo</b>	Aumento	Aumento relativo	Aumento relativo	Ligera caída
<b>Flujos activos alejados consumo</b>	Aumento en mayor proporción	Caída, incluyendo pérdidas	Caída, incluyendo pérdidas	Ligero aumento
<b>Liquidez agentes</b>	Degradación	Fin de la degradación	Recuperación	Sin efecto
<b>Valor del dinero</b>	Caída	Efecto mixto	Efecto mixto	Caída

# PARTE III: APLICACIÓN TEORÍA DEL CICLO – ESTRUCTURA FINANCIERA

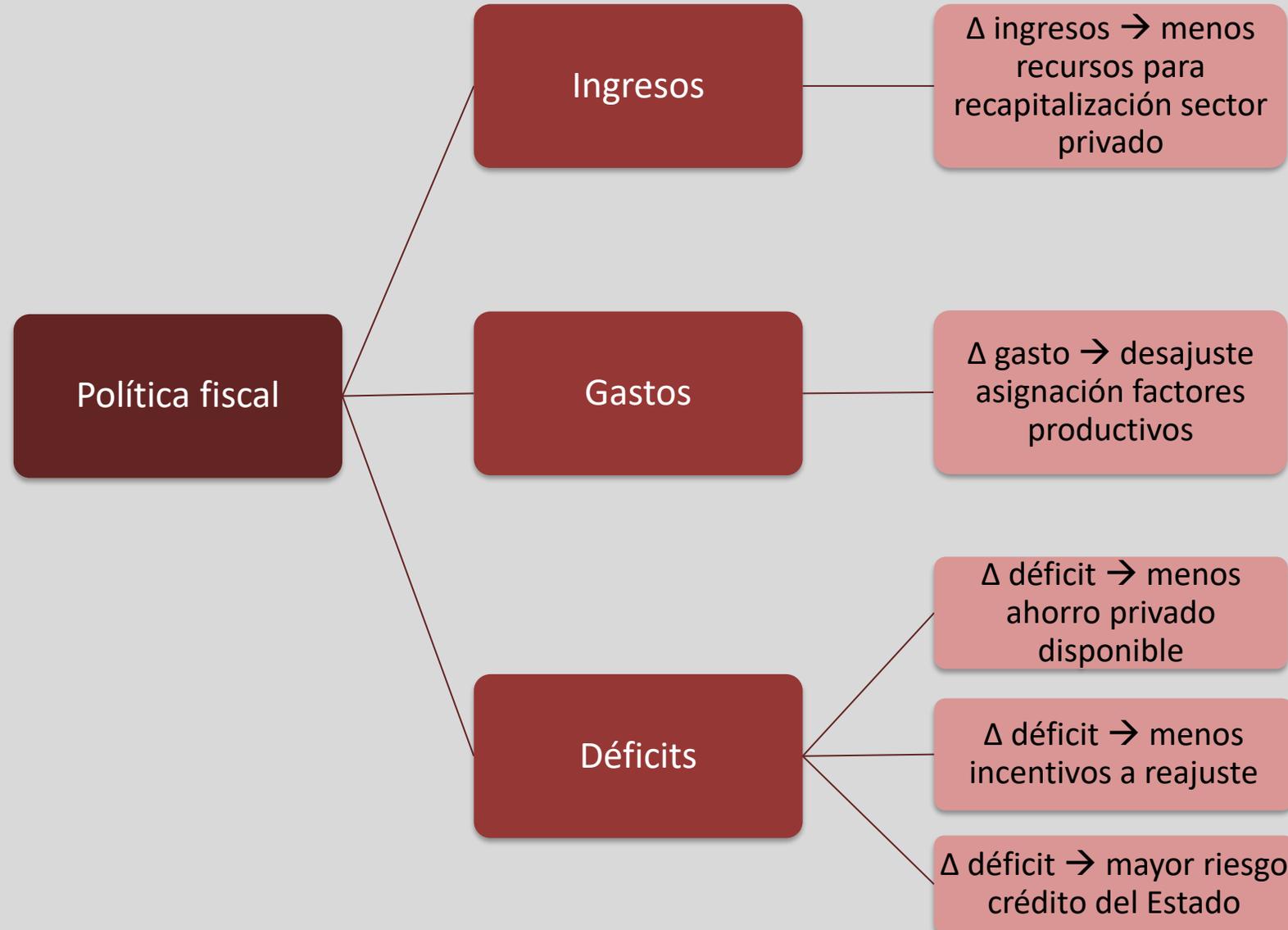
	<b>Auge</b>	<b>Crisis</b>	<b>Depresión</b>
<b>Efecto financiero</b>	Burbuja	Crash	Demanda de activos seguros
<b>Descripción</b>	Aumento insostenible del precio de los activos	Caída generalizada de los precios de los activos	Mayor demanda de activos seguros
<b>Causa</b>	Distorsión estructuras productiva y financiera	Excesivo apalancamiento	Reforzamiento de los balances

# PARTE III: APLICACIÓN TEORÍA DEL CICLO – TRIÁNGULOS HAYEKIANOS





# PARTE III: APLICACIÓN TEORÍA DEL CICLO – POLÍTICAS PÚBLICAS



Aparte de las políticas monetaria y fiscal, el Estado puede emplear la legislación para influir en el ritmo de la recuperación:

- Una mayor flexibilidad en los mercados de bienes y activos permite reestructurar más rápidamente las estructuras productiva y financiera.
- La penalización del dinero en efectivo (Rogoff 2014) hace que se reduzca su capacidad coordinadora y retrasa el ajuste y la recuperación.
- La regulación de los activos y pasivos de los bancos no puede suplantar la función coordinadora del mercado.

En conclusión:

“A pesar de todas las formas de intervención coactiva que existen, son aquellas instituciones surgidas y evolucionadas a través de las interacciones voluntarias –la propiedad privada, la liquidez del bien empleado como dinero, el sistema de precios y de asignación de pérdidas y ganancias, los intercambios voluntarios, los contratos, etc...- las únicas que permiten coordinar las acciones de un elevado número de individuos que buscan satisfacer aquellos fines que subjetivamente consideran mejores para sus vidas, sin olvidar nunca que no es posible alcanzar una situación ideal u óptima debido a la incertidumbre inherente al mundo en el que vivimos.”



# Principios de economía financiera

Una teoría austriaca de los  
mercados y activos financieros

---

**RAFAEL GARCÍA IBORRA**

DOCTOR EN ECONOMÍA, CFA