

# **TEORÍA DE MERCADOS FINANCIEROS EFICIENTES**

Revisión y crítica a la luz de la Escuela Austriaca

Autor: David Guzzi

Tutora: Emilce Terré

## ***Abstract***

Puede declararse, con ciertos riesgos, que el artículo de Eugene F. Fama, "*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*" publicado en 1970, marcó el inicio formal de la Economía Financiera al introducir la noción de mercados financieros eficientes. Con el tiempo, estas ideas se convertirían en un pilar teórico casi incuestionable que serviría de base para los futuros desarrollos dentro de las Finanzas. En este sentido, y dada la amplia popularidad y aceptación que estos términos han gozado en las últimas décadas dentro del ámbito académico, es objetivo explícito del presente trabajo el revisar, cuestionar y criticar a la Teoría de Mercados Financieros Eficientes. La perspectiva utilizada, lejos de pertenecer a las usuales críticas que surgen del interior del paradigma neoclásico, se valdrá de otro completamente diferente. Más precisamente, la presente investigación recibirá el apoyo de la Escuela Austriaca de Economía que, dados sus elementos más íntimos y esenciales, puede considerarse un paradigma completamente antagónico al de la Escuela Neoclásica de Economía. Como demostrará el análisis, y a pesar de que en definitiva las conclusiones que arriban uno u otro paradigma se diferencian solo en detalle, la Teoría de Mercados Financieros Eficientes puede ser depurada de posibles vicios lógicos con el fin ulterior de lograr una teoría rica en realismo que pueda utilizarse para examinar la realidad social y que, en definitiva, esté en estricta consonancia con la naturaleza creativo del ser humano y del mundo dinámico que lo rodea.

## ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	3
2. MERCADOS FINANCIEROS EFICIENTES BAJO UNA PERSPECTIVA NEOCLÁSICA. .....	4
3. MERCADOS FINANCIEROS EFICIENTES BAJO UNA PERSPECTIVA AUSTRIACA..	9
3.1. La naturaleza del tiempo y sus consecuencias.....	9
3.2. ¿Incertidumbre completamente inerradicable? .....	13
3.3. El nulo tratamiento sobre la función empresarial. ....	16
3.4. Necesaria distinción entre información y conocimiento.....	20
3.5. Eficiencia estática vs. Eficiencia dinámica.....	22
3.6. Factores no aleatorios detrás del movimiento aleatorio de precios.....	26
3.7. Preocupaciones metodológicas.....	26
4. CONCLUSIONES.....	27
5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	28
6. ANEXO “A”.....	30

# 1. INTRODUCCIÓN.

La presente investigación tiene la intención de introducir al lector a un recorrido un tanto diferente del ya clásico tratamiento sobre los Mercados Financieros Eficientes que viera su origen en 1970 de la mano de Eugene Fama. Para aquel lector no instruido en el tema, este trabajo presentará, desde la propia óptica de sus autores más relevantes, qué se entiende por eficiencia en los mercados financieros. Para aquel lector instruido en esta tradición, a su vez, el presente estudio pretenderá ofrecer una revisión completamente novedosa y una sistemática crítica de cada uno de los elementos teóricos popularizados por Fama.

Sin embargo, antes de dar a conocer en qué consiste la novedad del trabajo, debe resaltarse el siguiente hecho no ampliamente reconocido. Tanto los trabajos de Fama como la gran mayoría de los ensayos académicos que imperan en el terreno de las Finanzas, dado el marco metodológico de sus análisis, pueden considerarse como parte integrante de la Escuela Neoclásica de Economía. Una manera análoga de plantear esto es no preocuparse por si pertenecen o no a dicha Escuela, sino más bien en reconocer que la gran mayoría de estos trabajos se valen de iguales principios fundamentales y de una misma concepción de lo que se entiende por hacer Economía (o, ente caso, Economía Financiera) que el paradigma neoclásico. Es, entonces, a partir de este implícito reconocimiento, que el actual tratamiento se vuelve novedoso: la revisión y crítica vendrá por fuera del paradigma neoclásico. Más precisamente, el presente trabajo se apoyará en la Escuela Austriaca de Economía que, a pesar de lo impensado sobre la elección o lo que pueda llegar a aportar a un debate de larga data y por serle, tal vez, completamente ajeno el terreno estrictamente financiero, pronto se demostrará lo infundado de tales aseveraciones<sup>1</sup>.

El análisis completamente teórico que el lector tiene en sus manos, compuesto por dos grandes Secciones, se organizará del siguiente modo. En la primera Sección se intentará describir en forma fidedigna y detallada a la versión neoclásica de mercados financieros eficientes: su historia, sus supuestos y sus conclusiones. Con esta descripción en mente, y ya en la segunda Sección general, sección núcleo del presente trabajo, y de la mano de la tradición austriaca, se analizará en detalle a la versión de mercados financieros eficientes popularizada por Fama. Se revisará y criticará cada uno de los supuestos en los cuales se apoya, resaltando sus principales omisiones teóricas y comprendiendo sus conclusiones finales alcanzadas. De esta paulatina crítica, debe decirse, surgirá una posible versión austriaca de los mercados financieros eficientes. El trabajo terminará con una serie de respectivas conclusiones que no merecen adelantarse<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Solamente comprenderá esto el lector cuando conozca las nociones más íntimas de cada una de estas Escuelas. Para una comprensión del tema, se recomienda enfáticamente la lectura de Jesús Huerta de Soto (2002). En Anexo "A" se presenta un resumen comparativo.

<sup>2</sup> Solo decir que, y a la manera de Robert Frost en su conocido poema: "...Two roads diverged in a wood, and I—I took the one less traveled by, and that has made all the difference" (Frost, 1916: 9).

## 2. MERCADOS FINANCIEROS EFICIENTES BAJO UNA PERSPECTIVA NEOCLÁSICA.

El origen en sentido estricto de la Teoría de los Mercados Financieros Eficientes se produce en 1970 cuando Eugene Francis Fama<sup>3</sup> publica un artículo titulado “*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*”, que con el tiempo se transformaría en un pilar teórico casi incuestionable dentro de las Finanzas o Economía Financiera. Si bien la popularización y encuadre teórico reposa sobre la figura de Fama, es el mismo autor quien reconoce una cierta tradición de eficiencia en los mercados financieros que precedieron a sus propios estudios. En este sentido, debe decirse que este reconocimiento por parte de Fama encierra dos grandes cuestiones. En primer lugar, y dado que el autor reconoce explícitamente también que las primeras investigaciones se caracterizaron por una excesiva preocupación en el comportamiento de ciertos conjuntos de datos empíricos antes de concentrarse en la rigurosidad y racionalización de la propia teoría, su trabajo en parte vendría a completar ese vacío<sup>4</sup>. En segundo lugar, puede considerarse a Fama como el primer economista en relacionar las embrionarias investigaciones y teorías (a saber, la Bolsa como un juego justo o equitativo –*fair game*- dada la teoría o modelo de caminata aleatoria –*random walks*- o su versión más sofisticada, la martingala) con el término de eficiencia o, más específicamente, con el término de mercados financieros eficientes. Con este segundo punto en mente, y con la intención de presentar un simple recorrido histórico de estas teorías, se pasa a sintetizar la presentación que se encuentra en Fama (1970).

Sin dudas, el trabajo que inicia esta extensísima literatura es la tesis doctoral del matemático francés Louis Bachelier titulada “*Théorie de la spéculation*” y publicada en 1900. El enfoque utilizado por Bachelier fue la aplicación del movimiento browniano<sup>5</sup> a los precios de las acciones, convirtiéndose así en el primer académico en publicar una investigación sobre la especulación desde un punto de vista estocástico. Sin embargo, esta tesis, aunque

---

<sup>3</sup> Economista estadounidense. Obtuvo su título de grado en Tufts University el año 1960 y su MBA y PhD en economía y finanzas en University of Chicago Booth School of Business, donde luego desarrollaría toda su carrera docente. En 2013 fue galardonado con el Premio Nobel de Economía. La Academia Sueca daba así sus argumentos: “Beginning in the 1960s, Eugene Fama and several collaborators demonstrated that stock prices are extremely difficult to predict in the short run, and that new information is very quickly incorporated into prices. These findings not only had a profound impact on subsequent research but also changed market practice. The emergence of so-called index funds in stock markets all over the world is a prominent example.” Este premio y el reconocimiento “*for their empirical analysis of asset prices*” fue compartido con otros dos economistas: Robert Shiller y Peter Hansen, quienes mantienen grandes desacuerdos con los resultados proporcionados por Fama. Véase [https://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2013/press.html](https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2013/press.html).

<sup>4</sup> “Research on security prices did not begin with the development of a theory of price formation which was then subjected to empirical tests. Rather, the impetus for the development of a theory came from the accumulation of evidence in the middle 1950’s and early 1960’s that the behavior of common stock and other speculative prices could be well approximated by a random walk. Faced with the evidence, economists felt compelled to offer some rationalization” (Fama, 1970: 389).

<sup>5</sup> El movimiento browniano es la idea del movimiento de partículas al azar (estocástico), originalmente desarrollado por el botánico escocés Robert Brown.

publicada en la prestigiosa revista francesa *Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure*, y que recibiría el distintivo de honorable, fue olvidada en los anales de Finanzas. Décadas después, y solo con la posibilidad de procesar considerables volúmenes de datos empíricos con la llegada del ordenador, las investigaciones resurgirían. Aquí se destacan los trabajos de Holbrook Working, "*A Random Difference Series for Use in the Analysis of Time Series*", de 1934; de Maurice G. Kendall, "*The Analysis of Economic Time-Series, Part I: Prices*", de 1953; y el de Harry V. Roberts, "*Stock Market 'Patterns' and Financial Analysis: Methodological Suggestions*", de 1959. Si bien es Working quien arriba primero a las conclusiones pertinentes, es Kendall quien logra hallazgos más consistentes dado el material empírico presentado: el comportamiento de la serie de precios de ciertos activos especulativos puede describirse bien como una caminata aleatoria.

Siguiendo con este recorrido, y aunque el trabajo de M. F. M. Osborne, "*Brownian Motion in the Stock Market*", de 1959 puede considerarse un buen intento de formulación de una explicación o racionalización para el movimiento del precio de los activos (ya que los anteriores trabajos sólo se concentraban en la observación empírica), debe decirse que el definitivo establecimiento de una teoría rigurosa solo llegaría de la mano de Samuelson y Mandelbrot, primero, y de Fama, poco tiempo después. En lo que se refiere a los primeros, se destaca el trabajo de Benoit Mandelbrot, "*Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets, and Martingale Models*", de 1966; y el "fundador" trabajo, en palabras de Fama, de Paul A. Samuelson, "*Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*", de 1965. Sólo comentando este último trabajo en términos simples, y dado el supuesto propuesto de una ley de probabilidad para cualquier precio a plazo que sea compartida por todos, logrando homogeneidad de expectativas, en opinión de Hyme (2003), Samuelson ha logrado dos grandes aportes: por un lado, establecer condiciones muy fuertes pero claras para asegurar que el "juego" sea equitativo y, por otro lado, probar que este juego puede ser equitativo aun si el movimiento de los precios al contado no es del tipo paseo aleatorio. Esto último, vale decir, dio cierta tranquilidad a los economistas ya que demostró que los movimientos de la Bolsa pueden tener ciertas regularidades, tendencias o ciclos (es decir, los precios no se mueven de manera browniana), sin que eso haga posible que alguien pueda ganar, en promedio, a la Bolsa. En estadística, a un proceso de este tipo se le llama martingala.

Dado este sencillo resumen histórico, entonces, se pasa ahora al objetivo explícito de esta sección: comprender la Teoría de Mercados Financieros Eficientes desde la óptica de Fama. La primera definición comprensiva<sup>6</sup> aparece en "*Random Walks in Stock Market Prices*": "...An "efficient" market is defined as a market where there are large numbers of rational, profit-maximizers actively competing, with each trying to predict future market values of individual securities, and where important current information is almost freely available to all participants. In an efficient market, competition among the many intelligent participants leads to a situation where, at any point in time, actual prices of individual securities already reflect the effects of information based both on events that have already occurred and on events which, as of now, the market expects to take place in the future. In

---

<sup>6</sup> La primera definición aparece en Fama (1965a: 90). Sin embargo, por su presentación, puede intuirse que para Fama la definición de mercados eficientes todavía no era prioridad.

other words, in an efficient market at any point in time the actual price of a security will be a good estimate of its intrinsic value” (Fama, 1965b: 76). Años después, sin embargo, se impondría una definición notablemente distinta: “A market in which prices always “fully reflect” available information is called ‘efficient’” (Fama, 1970: 383)<sup>7</sup>. En este último trabajo, el de 1970, es justamente también donde Fama plantea los supuestos suficientes pero no necesarios para el logro de la eficiencia<sup>8</sup>: información gratuita, libre y homogénea para todos (información completa), costos de transacción nulos y la presencia en el mercado de agentes económicos racionales y tomadores de precios (Fama, 1970: 387).

De este modo, Fama postula que dado un mercado que cumpla con estos supuestos restrictivos, los precios en dicho mercado reflejaran tanto la información actual disponible como todas aquellas previsiones con respecto a los eventos futuros que impacten sobre los precios (previsión esta que es compartida por todos), de forma absolutamente completa. Al reconocer este hecho, la teoría se vuelve sumamente interesante: dado que los precios reflejan siempre tanto la información disponible como las previsiones compartidas de los agentes económicos, los precios podrán variar solamente ante la llegada de información al mercado; pero, como esta información es por necesidad información futura, y dada la inerradicable incertidumbre que trae aparejado todo estado futuro, la nueva y futura información se comportaría como una variable aleatoria. Por lo cual, los precios, afectados por esta información futura, también se comportarían en consecuencia como una simple variable aleatoria de carácter impredecible. Esta afirmación es la original conclusión alcanzada por las primeras teorías o modelos de caminata o paseo aleatorio. Más específicamente: “...In statistical terms the theory says that successive price changes are independent, identically distributed random variables. Most simply this implies that the series of price changes has no memory, that is, the past cannot be used to predict the future in any meaningful way” (Fama, 1965a: 34). De este modo, y como lo explica Fama, la implicancia de que los precios se comporten como una variable aleatoria introduce la imposibilidad teórica de predicción sistemática de precios futuros en el presente y que, todo acierto, debe ser considerado como la suerte o casualidad propia que todo juego de azar permite. Es de esperar, entonces, que cualquier capacitado analista u operador que involucre esfuerzos en predecir tendencias no lograría obtener mejores resultados económicos, en promedio,

---

<sup>7</sup> En esta definición de 1970, que es la que da origen a esta teoría, se produce una notable pérdida de realismo en comparación a la definición de 1965. Se abandonan ricas concepciones: la idea de caracterizar a un “mercado eficiente” por el grado de proximidad entre el precio de un activo y su valor intrínseco, siendo este valor intrínseco un precio de equilibrio que reflejaba una cierta unión con la economía real; a su vez, también, de heterogeneidad de participantes (ya que 1965 da cuenta de “participantes inteligentes”) y que compiten activamente, se pasa a un agente económico representativo que comparte información y previsiones.

<sup>8</sup> Si la recopilación de información implica coste, el agente sólo la recogerá si prevé obtener beneficios futuros. En tal situación, la naturaleza de las condiciones propuestas por Fama se invierten a necesarias y no suficientes. Esta crítica, que surge del interior del paradigma neoclásico, se encuentra en Grossman y Stiglitz (1980).

que cualquier otra persona no capacitada que seleccionase los activos de una forma puramente aleatoria<sup>9 10</sup>.

Por último, esta parcial revisión sobre la literatura de mercados financieros eficientes no puede concluir sin antes comentar brevemente ciertos aspectos del trabajo de Fama que resultan un tanto llamativos. En primer lugar, examinar esta declaración de Fama (1970: 384): “The definitional statement that in an efficient market prices “fully reflect” available information is so general that it has no empirically testable implications. To make the model testable, the process of price formation must be specified in more detail... Most of the available work is based only on the assumption that the conditions of market equilibrium can (somehow) be stated in terms of expected returns... But we should note right off that, simple as it is, the assumption that the conditions of market equilibrium can be stated in terms of expected returns elevates the purely mathematical concept of expected value to a status not necessarily implied by the general notion of market efficiency... But some such assumption is the unavoidable price one must pay to give the theory of efficient markets empirical content<sup>11</sup>”. A partir de aquí, Fama declara matemáticamente el modelo de retorno esperado o juego justo para luego especificar dos casos especiales: *submartingale* y *random walk*. Sin embargo, y dado los fines del presente trabajo, donde los modelos no será necesario especificarlos, lo más importante a resaltar, y que es reconocido por Fama, son los límites que presenta la teoría de mercados financieros eficientes con respecto a probar empíricamente lo más importante de todo: la eficiencia de los mercados financieros. Para Fama, el objetivo último de todo mercado financiero es la asignación eficiente de recursos, la canalización del ahorro hacia los proyectos de inversión mejor valorados. Sin embargo, y dado que este objetivo se cumple cuando los precios reflejan siempre y

---

<sup>9</sup> Aquí sobresale el famoso ejemplo de Burton Malkiel, antiguo y fiel defensor de la eficiencia en los mercados financieros. En su primera edición (1973) de su más conocida obra, *A Random Walk Down Wall Street*, revela que un chimpancé con los ojos vendados y que arrojase dardos al Wall Street Journal, seleccionaría una cartera de activos que sería tan rentable (o más) que una cartera seleccionada por expertos. Puede rápidamente pensarse que fue una simple ironía, y que sólo buscaba transmitir un mensaje. Sin embargo, con el tiempo daría otro ejemplo que sólo confirmaría su modo de pensar: “Of course, the advice was not literally to throw darts, but instead to throw a towel over the stock pages—that is, to buy a broad-based index fund that bought and held all the stocks in the market and that charged very low expenses” (Malkiel, 2003: 60).

<sup>10</sup> Es interesante presentar, aunque sea brevemente, el objetivo último buscado por Fama en sus primeros trabajos: demostrar lo ineficaz del análisis técnico. Aquí se destaca su Tesis Doctoral titulada “*The Behavior of Stock-Market Prices*”, donde afirmaría lo siguiente: “The purpose of this paper will be to discuss first in more detail the theory underlying the random-walk model and then to test the model’s empirical validity. The main conclusion will be that the data seem to present consistent and strong support for the model. This implies, of course, that chart reading, though perhaps an interesting pastime, is of no real value to the stock market investor” (Fama, 1965a: 34). Este mismo artículo sería reescrito en un formato menos técnico, donde sorprendentemente también declararía Fama (1965b: 80): “For the chartist, the challenge is straightforward. If the random walk model is a valid description of reality, the work of the chartist, like that of the astrologer, is of no real value in stock market analysis”. Con respecto al análisis fundamental, este será útil, en opinión de Fama, solamente cuando se cuente con información privilegiada (o no incorporada aun en los precios) que pueda materializarse para obtener ganancias en consecuencia.

<sup>11</sup> La necesidad de especificar un modelo de fijación de precios de activos introduce el conocido *problema de hipótesis conjunta*. En este sentido, las anomalías estadísticas podrían reflejar un modelo de formación de precios mal especificado antes que ineficiencia de mercado (Fama, 1991).

completamente toda la información disponible, sirviendo de guías para el sistema económico, el intento de demostrar dicho objetivo, el de eficiencia, es tan general que no tiene implicancias empíricas comprobables. Pero si Fama reconoce que lo más importante de su teoría no puede probarse empíricamente, ¿qué intenta probar en todos los test presentados a lo largo de sus trabajos?

Aquí aparece el segundo aspecto a considerar y nuevamente se resalta un punto: Eugene Fama es el primer economista en identificar bajo el rótulo de “teorías de mercados financieros eficientes” a todos los trabajos que previamente habían precedido al suyo. Esta opinión es compartida con un muy interesante artículo que arriba a unas conclusiones un tanto polémicas o cuestionables. “...Fama no hace más que darle un nuevo nombre a una teoría conocida desde hace mucho tiempo, según la cual no se puede ganar, en promedio, en la Bolsa –lo que hace de ella un ‘juego equitativo’. La única novedad del artículo está en su título, que establece una asociación entre mercado y eficiencia... Al emplear la palabra ‘eficiente’ se sugiere que los mercados especulativos juegan un papel positivo, fundamental, en la asignación de recursos” (Hyme, 2003: 60). El “bautismo” efectuado por Fama, según la citada autora, se debe a factores puramente ideológicos. Sin embargo, esta última interpretación o punto de vista no puede ser compartido. Según Fama, siempre y cuando se cumplan ciertos supuestos restrictivos, los precios reflejarán siempre toda la información disponible. Dado que los precios son señales y guías para la economía, permitirán a empresarios, ahorristas e inversores tomar buenas decisiones de inversión. Dado que los precios incorporan toda la información, son, entonces, buenos precios, buenas guías y, por lo tanto, buenos asignadores de recursos: la eficiencia puede lograrse. Este es el mensaje que, implícitamente, Fama intenta proporcionar pero que nunca especificó o declaró correctamente en sus trabajos. Esto, sin embargo, no puede demostrarse a través de los test. Entonces, ¿qué demuestran dichos test<sup>12</sup>? Demuestran la consecuencia del logro de la eficiencia. Simplemente demuestran que en un estado de precios completos que incorporan toda la información disponible, que solo se modificarían ante nueva información futura desconocida actualmente (por lo que los precios seguirían una caminata aleatoria<sup>13</sup>), los agentes económicos no obtendrán mayores beneficios que otros, en promedio, si siguiesen estrategias activas de inversión. Con esto en mente, el resultado buscado es claro. Si no es posible realizar ganancias que no sean, en promedio, mayores a las obtenidas por el mercado, el mercado financiero en cuestión es eficiente. Este resultado es absolutamente cuestionable, ya que la eficiencia se probaría a través de

---

<sup>12</sup> Las pruebas se han agrupado en ciertos conjuntos de datos y han intentado responder ciertas preguntas. “The 1970 review divides work on market efficiency into three categories: (1) weak-form tests (How well do past returns predict future returns?), (2) semi-strong-form tests (How quickly do security prices reflect public information announcements?), and (3) strong-form tests (Do any investors have private information that is not fully reflected in market prices?)” (Fama, 1991: 1576).

<sup>13</sup> Aquí se produce una pertinente aclaración por parte de Fama (1964a: 35): “Now in fact we can probably never hope to find a time series that is characterized by *perfect* independence. Thus, strictly speaking, the random walk theory cannot be a completely accurate description of reality. For practical purposes, however, we may be willing to accept the independence assumption of the model... as long as the actual degree of dependence in the series of price changes is not sufficient to allow the past history of the series to be used to predict the future in a way which makes expected profits greater than they would be under a naive buy-and-hold model”.



un medio demasiado indirecto e implícito. No obstante, no deja de ser lógicamente cierto. En este sentido, se comparte la mirada de Hyme (2003) cuando dice que Fama sólo renombra teorías previamente existentes; sin embargo, no se comparte el punto de vista que pregona un componente puramente ideológico, ya que existe una racionalización económica que apoya a Fama. Racionalidad esta que, en parte, fue el propio Fama quien buscó y encontró al enriquecer, con teoría económica, la teoría puramente estadística y matemática de *random walks*.

### **3. MERCADOS FINANCIEROS EFICIENTES BAJO UNA PERSPECTIVA AUSTRIACA.**

La posibilidad de construcción de una teoría de los mercados financieros eficientes de carácter eminentemente austriaca es absolutamente novedosa y no tiene demasiados antecedentes.<sup>14</sup> Debe quedar claro que la posibilidad de construir una teoría austriaca sobre este tema tan controvertido surge de una paulatina crítica a cada uno de los elementos teóricos en los que se apoya el enfoque neoclásico en general, y de las singularidades que ha adquirido la hipótesis de mercado financiero eficiente, visto anteriormente, en particular.

Se pasa, entonces, a examinar los grandes problemas o defectos que mantiene la hipótesis de mercados financieros eficientes bajo una perspectiva neoclásica y que, se cree, deben ser superados en pos de una teoría económica más rigurosa, más consonante con la naturaleza del ser humano y que sirva para actuar y analizar el mundo práctico y dinámico que lo rodea.

#### **3.1. La naturaleza del tiempo y sus consecuencias.**

El primer gran problema del tratamiento neoclásico con respecto a la hipótesis de mercados financieros eficientes es su completa despreocupación del elemento temporal, despreocupación que justamente proviene de una visión estática de la economía propia de los modelos de equilibrio utilizados. Esto, como luego se detallará, traerá aparejado una serie de consecuencias. Pero, antes bien, se pasa a explicar qué se entiende por *naturaleza del tiempo*.

El primer hecho a describir para adquirir noción del elemento temporal es el reconocimiento en sentido abstracto de que toda acción humana debe llevarse a cabo tanto en el espacio como en el tiempo. Sin embargo, y a pesar de que tanto el espacio como el tiempo serán

---

<sup>14</sup> La presente sección se basará con carácter exclusivo en la Tesis de Doctorado de David Howden de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid. Véase David Howden (2009).

los elementos que unen a todos los actores, será solamente el tiempo aquella constante en donde todos participan por igual. Si bien este hecho es claramente unánime, es a partir de aquí donde comienzan los problemas, cuando se intente describir la *naturaleza del tiempo*.

Una primera manera de concebir la naturaleza del tiempo es a través de la descripción del **tiempo cronológico**. Esta concepción, que es la más habitual, se caracteriza por observar o tratar al tiempo en forma objetiva, medible, determinista, analógico, en sentido newtoniano y de utilidad (o valor) constante u homogéneo. Con el sólo hecho de pensar que un minuto de hoy equivale de igual forma a un minuto de cualquier tiempo pasado o futuro, y dada su posible naturaleza de medición objetiva (a través de algún reloj), se puede concluir rápidamente que el valor que se da a unidades de tiempo distantes, o mejor, que la utilidad que diferentes unidades de tiempo reportan, no importe de cuándo sean (pasado, presente o futuro), serán necesariamente iguales para el individuo actuante. La conclusión a la cual arriba esta concepción es que el valor inherente en el tiempo es constante, es invariante en el tiempo.

Esta manera de interpretar el tiempo, propio del mundo de las ciencias naturales, pero más específicamente propio del reino de la física, interpreta al tiempo como la cuarta dimensión posible o como una simple extensión o analogía del movimiento. La comprensión del futuro como un porvenir es el gran ejemplo. Dado que el tiempo existe continuamente, que las unidades de tiempo en cualquier período no difieren entre sí (en su naturaleza y propiedades), se dirá que, al mirar al futuro, este ya está implícitamente incorporado al presente y que sólo falta que llegue, dado un movimiento temporal continuo y constante del propio presente. El tiempo futuro, es, entonces, un simple “*por venir*”, una prolongación (en términos de movimiento físico) del presente.

Pero esta no es la única comprensión posible de aquello que se entiende por naturaleza del tiempo. Ahora es el momento de generar preguntas y críticas. ¿Es acaso el tiempo cronológico, el utilizado por las ciencias naturales, y en particular, por la física, el más idóneo para reflejar el comportamiento humano? ¿Son las características del tiempo cronológico una representación fidedigna de la naturaleza que el sujeto da al tiempo? Más específicamente, ¿el agente económico valora o asigna iguales utilidades a distintas unidades de tiempo por igual?

Por contraposición al tiempo cronológico, deberá describirse y conceptualizarse la noción de **tiempo bergsoniano**<sup>15</sup>. Esta forma de comprender la naturaleza del tiempo es propia de una corriente particular de la filosofía, pero, por lo que aquí respecta, es la forma en que la praxeología (teoría general de la acción humana) o, mejor dicho, la Escuela Austriaca, han tratado al factor temporal. Este tiempo, por su parte, se diferencia del tiempo

---

<sup>15</sup> En honor al filósofo francés Henri Bergson, quien obsesivamente utilizaría el concepto de *durée* (duración) para explicar la vida, el universo y el hombre. A partir del concepto de *durée* intentó contraponer toda una nueva concepción de tiempo a la concepción mecánica y espacializada que imperaba en occidente. Para conocer los principales rasgos de la duración temporal, véase Muñoz-Alonso López (1996).

cronológico en el sentido de que es un tiempo subjetivo, indeterminado, inmedible, incomparable, heterogéneo, experimental y dinámico.

Como previamente se puntualizó, toda acción humana necesariamente debe llevarse a cabo en el tiempo. Pero no a lo largo de un tiempo objetivo y determinado, sino a lo largo del tiempo tal y cual lo experimenta el sujeto actuante. En la visión de Mises (2011: 121): “Es el actuar lo que confiere al hombre la noción de tiempo, haciéndole advertir el transcurso del mismo. La idea de tiempo es una categoría praxeológica... La acción influye exclusivamente sobre el futuro; nunca sobre un presente que, con el transcurso de cada infinitesimal fracción de segundo, va inexorablemente hundiéndose en el pasado. El hombre adquiere conciencia del tiempo al proyectar la mutación de una situación actual insatisfactoria por otra futura más atrayente... El «ahora» del presente ingresa continuamente en el pasado, quedando retenido sólo por la memoria. Reflexionando sobre el pasado, dicen los filósofos, el hombre se percató del tiempo... Ese tiempo que medimos, gracias a los distintos procedimientos mecánicos, pertenece siempre al pasado... El presente, en este sentido, es pura línea ideal, virtual frontera que separa el ayer del mañana. Para la praxeología, sin embargo, entre el pasado y el futuro se extiende un presente amplio y real. La acción, como tal, se halla en el presente porque utiliza ese instante donde se encarna su realidad... El presente praxeológico, por lo tanto, varía según los diversos campos de acción; nada tiene que ver con el paso del tiempo astronómico”.

Analizar un ejemplo aquí puede aclarar los conceptos. Hipotéticamente puede pensarse en un alumno que tiene por delante 30 días para preparar un examen final. Es decir, el alumno ambiciona un fin (aprobar el examen) y tiene a su disposición ciertos medios para lograrlos, de los cuales el tiempo es uno. A simple vista, puede decirse que los días, horas, minutos y segundos que tiene por delante pueden valorarse por igual. Sin embargo, esto es erróneo. ¿Qué sucediese si, llegado al último día para preparar el examen, el alumno no ha adquirido aun los conocimientos necesarios? Claramente las horas, minutos y segundos que quedan por delante serán altamente valorados y de forma distinta a los anteriores. Si ahora se piensa que en lugar de uno son dos los exámenes a preparar y rendir de acá a 30 días, y suponiendo que el conocimiento para uno de ellos esté mejor incorporado por el alumno que el otro, el mismo tiempo newtoniano (30 días) puede valorarse de forma particular y desigual dependiendo de cuál sea el examen, el fin ambicionado. Otro ejemplo sería considerar la valoración comparativa del tiempo entre una persona en plena edad activa, de generación de ingresos y activos genuinos (ahorro), versus una persona pasiva o retirada en pleno consumo de activos previamente generados. La valoración del tiempo aquí es desigual, dada la desigual cantidad disponible de tiempo esperado (dada una cierta incertidumbre) por uno y otro. Aunque la valoración del tiempo no se produce nunca sobre la cantidad de tiempo disponible sino sobre la cantidad de tiempo disponible para cumplir un determinado fin, el simple paso del tiempo, como este último sencillo ejemplo refleja, cambia las propias valoraciones del tiempo.

Claramente se observa que el tiempo no es una entidad homogénea, inmune a la valoración humana. El tiempo está sujeto a las mismas fuerzas que cualquier otra entidad que escasea, y por lo tanto, la valoración del tiempo es específica para los individuos y está

sujeta a cambios a lo largo del tiempo. El tratamiento neoclásico de la teoría de los mercados financieros eficientes no sólo no utiliza este tratamiento temporal, sino que en grandes partes de sus desarrollos elimina completamente al tiempo con resultados para nada deseados, de los cuales se pasa a describir.

- **La información no se disemina en forma atemporal:** En un primer lugar se debe decir que, dado los modelos de equilibrios estáticos adoptados por parte del enfoque neoclásico, el elemento temporal es relegado en la conceptualización de los mercados financieros eficientes con una sola excepción: la información se crea en algún momento del tiempo. Una vez creada, se asume que la información se distribuirá de manera gratuita, eternamente a todos los actores relevantes y, por último, que dicha información se reflejará instantáneamente en el mercado. Sin embargo, esto es completamente erróneo, ya que el tiempo juega un papel importante en la creación y dispersión de la información. El tiempo subjetivo es un elemento de cualquier acción, es una categoría praxeológica, por lo cual, sin el elemento temporal no hay acción humana y sin acción humana no hay creación de información ni mucho menos dispersión o transmisión, a través del mercado, de la misma.

- **No sólo la nueva información influye en los precios:** Fama concluye que solo la información nueva podía influir en los precios. Dos puntos deben aclararse aquí. Primero, la información nueva puede no ser la que se creó en el presente temporal, sino en un tiempo pretérito pero que en el presente se volviese relevante. Puede darse la situación de que exista mucha información que no ha sido aún internalizada por los actores y que, al realizarlo, surja un nuevo caudal de información previamente ignorado. Lo que importa no es cuándo se produce la información, sino cuándo llega a la mente del individuo que actúa. Es por ello que, como es indeterminado en cuanto a cuándo se descubrirá una información existente, encontramos que no hay forma de afirmar que solo la información recién producida será el único factor determinante de los precios. En segundo lugar, el paso del tiempo por sí mismo cambia endógenamente las valoraciones de los agentes económicos (tanto en fines como en medios) e, incluso, la valoración del propio tiempo, como antes se examinó. Por lo cual, no sólo la información influirá en los precios, sino también el cambio de preferencias del sujeto actuante ante el paso del tiempo.

- **El tiempo crea nueva información:** El tiempo en sí mismo crea una entrada de información adicional, *independientemente del entorno externo*. La información nunca está dada, sino que se crea constantemente a lo largo del simple paso del tiempo. La idea de información perfecta, propia de los modelos neoclásicos, y que es la utilizada por Fama (ya que la hipótesis de mercado financiero eficiente presupone que es posible, en sentido estático, conocer toda la información relevante aplicable al precio correcto de un activo) debe ser rechazada, ya que es la propia avalancha constante de nueva información por el simple paso del tiempo el que crea la imposibilidad de que cualquier individuo pueda alcanzar plenamente, y utilizar adecuadamente en un sentido dinámico, la información disponible.

-**El tiempo es infinito en su duración:** La presente teoría revisada contempla que, aunque la información pueda ser malinterpretada en el presente temporal, y dada la oportunidad de ganancia que surgiría, la misma sería rápidamente eliminada en algún futuro temporal. Aquí

también podemos ver implícitamente un reconocimiento al tiempo. Sin embargo, es un reconocimiento de tiempo como magnitud finita en duración. La acción humana, que se desenvuelve en un tiempo dinámico y subjetivo, no se detiene ni agota. El tiempo dinámico, entonces, más que finito en duración, debe ser visto como una magnitud infinita donde nunca se lograría por completo una interpretación correcta de toda la información. O, en otros términos, el mercado vivirá en un estado permanente de desequilibrio más que en uno de equilibrio.

- **El paso del tiempo determinado por el pasado:** Por último, la hipótesis neoclásica supone que todo el tiempo que ocurre en el presente, y ocurrirá en el futuro, está completamente separado del pasado. Este es un punto de vista temporal netamente newtoniano (y aislado). Sin embargo, bajo una mirada puramente bergsoniana, nuestro futuro siempre está matizado por nuestro pasado<sup>16</sup>. Nuestra interpretación de los eventos futuros nunca será aislada, sino que será el resultado de los eventos pasados que han ocurrido. De este modo, la suposición de que los movimientos de precios deben ser distintos o aleatorios cuando existen en períodos de tiempo separados implicaría que los precios existen fuera del ámbito de la acción humana. Sin embargo, los precios no son entidades que existen en soledad: los precios son el único resultado de la acción humana esforzándose hacia fines específicos. Como tal, los precios no pueden existir aislados temporalmente y siempre deben ser influenciados a través del pasado temporal de la acción que los trae a la existencia.

### 3.2. ¿Incertidumbre completamente inerradicable?

La segunda crítica que se plantea sobre el tratamiento neoclásico de los mercados financieros eficientes está íntimamente ligada con las consecuencias y conclusiones a las cuales arriba este enfoque dada su particular mirada sobre la noción de incertidumbre como completamente inerradicable. No obstante, antes de efectuar comentarios, se pasa a describir qué se entiende por incertidumbre, por qué el futuro es necesariamente incierto y cómo se diferencia esta del riesgo.

En un primer momento, se debe presentar escuetamente a Frank Knight, quien fuese conocido por ser no sólo uno de los grandes padres y referentes intelectuales de la Escuela de Chicago sino también por presentar al mundo académico la necesaria distinción entre riesgo e incertidumbre<sup>17</sup>. Más precisamente, Knight demostró que existe una incertidumbre

<sup>16</sup> Como enfatiza Mises (2011: 121): “El presente, para la praxeología, comprende todo aquel pasado que todavía conserva actualidad, es decir, idoneidad para la acción”.

<sup>17</sup> Frank H. Knight escribió su famoso libro *"Risk, Uncertainty, and Profit"* en 1921, con la primordial intención de identificar y renombrar adecuadamente nociones de incertidumbres (mensurables vs. incommensurables) que imperaban en su época. En su capítulo VII, titulado *"The Meaning of Risk and Uncertainty"*, propone una división de posibles probabilidades para eventos o sucesos futuros: *A priori probability*, *Statistical probability* y, por último, *Estimates*. Esta última cobraría especial relevancia ya que la identifica con la incertidumbre inerradicable: “It is this third type of probability or uncertainty which has been neglected in economic theory, and which we propose to put in its rightful

respecto a sucesos o eventos futuros que actúan como una verdadera niebla y que abarca todo el mundo en el que los humanos actúan. Esta incertidumbre es, en su opinión, inimaginable, inconmensurable e imposible de mitigar, estando el sistema económico abierto a cambios reales que no pueden determinarse de antemano (en pocas palabras, eventos futuros imposibles de predecir). Pero, sin embargo, también caracterizó a ciertos eventos futuros de los cuales pueden llegar a inferirse, conocerse o predecirse en forma mensurable y a los cuales denominó oportunamente como riesgo.

Por otro lado, debe decirse también que esta forma de comprender y agrupar los posibles eventos futuros coincide parcialmente con el pensamiento de la Escuela Austriaca cuando Mises afirma que en "...la propia noción de acción va implícita la incertidumbre del futuro. El que el hombre actúe y el que el futuro resulte incierto en modo alguno son dos hechos desligados. Se trata únicamente de dos formas de afirmar la misma cosa" (Mises, 2011: 127). Es natural, entonces, que Mises se mostrase preocupado por estas cuestiones y su personal intento de agrupar o dividir los posibles eventos futuros lo encontramos en su análisis de las probabilidades de clase y caso, que se pasan a describir, y que se asemejan bastante a la clásica división efectuada por Knight.

"Hay dos especies de probabilidad totalmente distintas: la que podríamos denominar *probabilidad de clase* (o probabilidad de frecuencia) y la *probabilidad de caso*... La probabilidad de clase significa que, en relación con cierto evento, conocemos o creemos conocer cómo opera una clase determinada de hechos o fenómenos; pero de los hechos o fenómenos singulares sólo sabemos que integran la clase en cuestión" (Mises, 2011: 130). Los sucesos típicos que ejemplifican a esta probabilidad de caso lo constituyen los juegos de azar como la lotería, en donde se conoce el comportamiento del grupo ( $x$  números resultarán ganadores sobre un cierto  $y$  total) pero no así el comportamiento de una unidad del grupo. Otro ejemplo lo constituye la tasa de mortalidad de  $x$  enfermedad: se sabe el comportamiento del grupo pero no se sabe qué unidades (pacientes con esa dolencia) serán exactamente afectadas. Los ejemplos de probabilidad de clase entran en la categoría de riesgo ya que hay resultados futuros cognoscibles, asegurables y mensurables. Pero, por el contrario, "...la probabilidad de caso significa que conocemos, respecto a un determinado evento, algunos de los factores que lo producen, pero que existen otros factores determinantes acerca de los cuales nada sabemos... [Esta probabilidad] es un supuesto especial en el terreno de la acción humana, donde jamás cabe aludir a la frecuencia con que determinado fenómeno se produce, pues aquí se trata siempre de eventos únicos que como tales no forman parte de clase alguna." (Mises, 2011: 134). Los

---

place" (Knight, 1964: 231). Sin embargo, el autor realizaría este análisis de división de probabilidades para facilitar la introducción de la ya clásica distinción dentro de la ciencia económica entre riesgo e incertidumbre, esbozada en su capítulo VIII, "*Structures and Methods for Meeting Uncertainty*": "To preserve the distinction which has been drawn in the last chapter between the measurable uncertainty and an unmeasurable one we may use the term "risk" to designate the former and the term "uncertainty" for the latter... The practical difference between the two categories, risk and uncertainty, is that in the former the distribution of the outcome in a group of instances is known (either through calculation *a priori* or from statistics of past experience), while in the case of uncertainty this is not true, the reason being in general that it is impossible to form a group of instances, because the situation dealt with is in a high degree unique" (Knight, 1964: 233).

ejemplos típicos aquí involucrarían las apuestas deportivas o los resultados mercantiles o bursátiles. Por ello, a diferencia de la anterior probabilidad, aquí el futuro se presenta como una incertidumbre inerradicable, producto de la propia acción humana, que no es posible de asegurar ni matematizar.

Ahora bien, a pesar de lo anteriormente visto, estas divisiones de los posibles eventos o sucesos futuros (relación riesgo e incertidumbre en Knight, por un lado, y probabilidad de caso y clase, en Mises, por otro), que si bien son conceptualizaciones próximas, no pueden ser entendidas como indistintas e intercambiables. Frank Knight, educado dentro de la Escuela de Chicago e influido por el enfoque neoclásico, no concibió o articuló en forma sistemática ninguna manera de mitigar la incertidumbre que todo estado futuro puede deparar. Esta influencia va a ser transmitida, en parte, a la conceptualización de Fama de los mercados financieros eficientes. Como previamente se detalló, la teoría tradicional supone que toda la información actual que es relevante para determinar el precio de un determinado activo se conoce y que dicha información está incorporada plenamente en el precio del mismo. La deducción lógica, entonces, es que los movimientos futuros de los precios solo serán causados por información futura actualmente desconocida, con lo cual el objetivo de predicción de precios se vuelve una imposibilidad teórica. Sin embargo, tres hechos deben destacarse aquí. En primer lugar, es inherente a esta creencia la ya demostrada y errónea idea de que la información futura es lo único que afectará los precios. En segundo lugar, la consecuencia inmediata que posee este modo de pensar es la de exagerar la cantidad de incertidumbre que prevalecerá en el futuro o, de forma análoga, exagerar la cantidad de incertidumbre inherente a la predicción de precios futuros en el presente. En tercer y último lugar, y fruto de la ausencia que hay dentro del enfoque neoclásico de un concepto de suma importancia, como lo es el de función empresarial, se dirá que la sistematización de la incertidumbre de Knight y Fama se diferencia en gran medida de la proporcionada por la Escuela Austriaca y por Mises. Es decir, dada la incertidumbre que todo evento futuro trae aparejado pero dado también que no sólo la nueva información influye en los cambios de los precios en el presente, será justamente la función empresarial la responsable de mitigar en parte esa incertidumbre, con el objetivo final de desarmar la imposibilidad teórica neoclásica de predicción de precios.

Se empieza a apreciar claramente aquí la notoria diferencia de toma de conciencia entre el enfoque austriaco y el propuesto por Fama en cuanto la posibilidad de aminorar los niveles de incertidumbre futuros. Mises propone dos grandes mensajes. En primer lugar, la **capacidad y calidad** de predicción: "...en el mundo real el hombre que actúa se enfrenta con el hecho de que hay otros que, como él, operan por sí y para sí. La necesidad de acomodar la propia actuación a la de terceros concede al sujeto investidura de especulador. Su éxito o fracaso dependerá de la mayor o menor habilidad que tenga para prever el futuro. Toda acción viene a ser una especulación. En el curso de los acontecimientos humanos nunca hay estabilidad ni, por consiguiente, seguridad" (Mises, 2011: 137). En segundo lugar, la **naturaleza** de las predicciones posibles: "El conocimiento praxeológico permite predecir con certeza apodíctica las consecuencias de diversas formas de acción. Pero tales predicciones jamás nos ilustran acerca de aspectos cuantitativos. En el campo de la acción humana, los problemas cuantitativos sólo pueden abordarse mediante la comprensión.

Podemos predecir que —en igualdad de circunstancias— una caída en la demanda de *a* provocará una baja en su precio. Lo que no podemos, sin embargo, es adelantar la cuantía de tal baja. Es éste un interrogante que sólo la comprensión puede resolver” (Mises, 2011: 142). Estas citas estarían reflejando ciertos elementos de la función empresarial, a saber, el elemento especulativo y la comprensión, que a medida que se adquieren y perfeccionen, las incertidumbres futuras pueden aminorarse o anticiparse de mejor manera. Pero, por su importancia, la función empresarial requiere de un análisis más exhaustivo. Este será el tema de la próxima sección.

### 3.3. El nulo tratamiento sobre la función empresarial<sup>18</sup>.

Una de las falencias más grandes que posee el análisis neoclásico de los mercados financieros eficientes es la completa despreocupación de un elemento teórico de suma importancia: la función empresarial. Por ello, y una vez comprendido y caracterizado a este concepto, se pasará a revisar las consecuencias sobre el análisis efectuado por Fama (dada la ya evidente omisión teórica) para lograr así la tercera crítica del presente trabajo.

En primer lugar, se debe definir y conceptualizar estrictamente a este concepto. Según la mirada de Jesús Huerta de Soto, “...en un sentido general o amplio la función empresarial coincide con la acción humana misma. En este sentido podría afirmarse que ejerce la función empresarial cualquier persona que actúa para modificar el presente y conseguir sus objetivos en el futuro. [Esta concepción de la función empresarial está en sintonía con el original significado etimológico de la palabra empresa]. Tanto la expresión castellana empresa como las expresiones francesa e inglesa *entrepreneur* proceden etimológicamente del verbo latino *in prehendendo-endi-ensum*, que significa descubrir, ver, percibir, darse cuenta de, atrapar; y la expresión latina *in prehensa* claramente conlleva la idea de acción, significando tomar, agarrar, asir. [Y, de esta manera,] el sentido de empresa como acción está necesaria e inexorablemente unido a una actitud emprendedora, que consiste en intentar continuamente buscar, descubrir, crear o darse cuenta de nuevos fines y medios” (Huerta de Soto, 2010: 43). A su vez, en otro prisma posible de concepto, la función empresarial puede definirse “...como la capacidad típicamente humana para darse cuenta de las oportunidades de ganancia que surgen en el entorno actuando en consecuencia para aprovecharse de las mismas. La función empresarial implica, por tanto, una especial perspicacia, que el Diccionario de nuestra Real Academia define como la «vista o mirada muy aguda y que alcanza mucho». También es plenamente aplicable a la idea de empresarialidad que estamos explicando el término especular, que etimológicamente también procede del latín, en este caso del término *specula*, que se utilizaba para designar a las torres desde las que los vigías podían ver a distancia lo que

---

<sup>18</sup> La conceptualización y caracterización de la función empresarial ha ido depurándose a lo largo del tiempo por parte de diferentes autores austriacos. Para un breve comentario histórico sobre la evolución de la función empresarial, Véase Howden (2009:102-115). La versión presentada aquí es una de las más comprensivas y mejor depuradas.



iba a venir.” (Huerta de Soto, 2004: 27). Por último, para aclarar aún más esta definición, debe resaltarse el hecho de que la función empresarial goza del don de la ubicuidad: aquí no interesan las clásicas clases o categorías sociales, en el sentido de que no sólo ejerce la función empresarial lo que cotidianamente se entiende por empresario, sino que “...en la realidad histórica de cada día, en todas las acciones o empresas concretas se ejerce constantemente, en mayor o menor medida, con más o menos éxito, la función empresarial. Ésta es ejercida por todas las personas que actúan en el mercado, no importa en qué calidad lo hagan” (Huerta de Soto, 2010: 74).

En segundo lugar, y dado este concepto visto, ahora se pasa a definir escuetamente las características principales de la función empresarial del siguiente modo<sup>19</sup>:

**-La función empresarial siempre genera nueva información.** Todo acto empresarial implica la creación *ex nihilo* de una nueva información o supone el descubrimiento de una información nueva que antes no tenía el actor (una oportunidad de ganancia que previamente había pasado inadvertida). Esta información que constantemente crean los empresarios cuando actúan es subjetiva, práctica (en el sentido de que sólo se crea mediante el ejercicio de la acción empresarial en sus correspondientes contextos), dispersa (pues está diseminada en la mente de todos los seres humanos) y tácita (en el sentido de que es muy difícilmente articulable de manera formalizada).

**-La función empresarial, por su propia naturaleza, es esencialmente creativa.** Significa ello que todo desajuste social se plasma en una oportunidad de ganancia que queda latente para ser descubierta por los empresarios. Así, por ejemplo, si B no valora y utiliza mal un recurso R que es altamente necesitado por A, es obvio que ello implica la existencia de un desajuste social que da lugar a una oportunidad de ganancia: basta que un empresario C se dé cuenta de ese desajuste, para que compre barato el recurso a B y se lo venda caro a A, obteniendo de esta manera un beneficio empresarial puro. Por tanto, cuando un empresario se da cuenta de una oportunidad de ganancia que previamente había pasado inadvertida, crea una información en su mente que antes no existía, que resulta, una vez se lleva a cabo el acto empresarial, en la obtención de un beneficio empresarial puro (en el sentido de que el ejercicio de la función empresarial es creativo y no supone ni medio ni coste alguno, sino que sea bien ejercida solamente).

**- La función empresarial transmite información.** En efecto, si un empresario C compra barato a B un recurso R que tiene en abundancia y mal utiliza, para vendérselo caro a A, que lo necesita con urgencia, transmite a A y B la información de que el recurso R está disponible y debe guardarse, y a todo el mercado, en oleadas sucesivas, que alguien está dispuesto a pagar por R un buen precio de mercado o relaciones históricas de mercado.

**-La función empresarial es coordinadora.** Como consecuencia del acto empresarial que se describe, A y B aprenden a disciplinar o coordinar su comportamiento en función de las necesidades ajenas del otro: en efecto, una vez el desajuste social se ha descubierto y es

---

<sup>19</sup> Estas características están tomadas de Jesús Huerta de Soto (2004).

eliminado, B guarda el recurso R que antes no utilizaba para entregárselo a A, que lo necesita con urgencia.

**-La función empresarial es competitiva.** El término competencia procede del latín *cum petitio* que significa concurrencia múltiple de peticiones sobre la misma cosa a la que hay que adjudicar un dueño. La empresarialidad es competitiva precisamente en el sentido de que, una vez descubierta o creada y aprovechada la oportunidad de ganancia por un determinado empresario, esa misma oportunidad de ganancia, con sus coordenadas específicas de tiempo y lugar, ya no puede ser creada, descubierta y aprovechada por otro empresario. Esto hace que el proceso empresarial sea, ante todo, un proceso de rivalidad, netamente competitivo, en el que los empresarios rivalizan unos con otros por descubrir antes que nadie y aprovecharse antes que los demás de las oportunidades de ganancia que se van generando en su entorno.

**-Por último, el proceso empresarial jamás se detiene ni agota.** Aunque podría pensarse que el proceso social impulsado por la empresarialidad podría llegar a una situación de equilibrio, es decir, a detenerse o agotarse una vez que se descubrieran y aprovecharan por los empresarios todas las oportunidades de ganancia en las que se plasman los desajustes sociales, no cabe considerar que el proceso empresarial de coordinación jamás se detenga o agote. Y es que el acto empresarial, a la vez que coordina, crea nueva información que a su vez modifica en el mercado la percepción general de fines y medios de los actores implicados, lo cual da lugar a la aparición de nuevos desajustes, que a su vez tienden a ser descubiertos y coordinados empresarialmente, y así sucesivamente a lo largo de un proceso que jamás se detiene y que tiende a ser tan coordinado como sea humanamente posible en cada circunstancia histórica.

Concluida esta necesaria y breve revisión, se pasa ahora a examinar las consecuencias o repercusiones que tiene sobre la teoría de los mercados financieros eficientes el hecho de no contemplar el proceso empresarial.

La hipótesis o teoría de los mercados financieros eficientes en su versión neoclásica postula que la información, una vez creada, se difunde a lo largo y ancho del sistema económico y que dicha información es internalizada por los agentes económicos sin coste alguno, logrando precios finales de equilibrio sin margen para coordinar la actividad económica o materializar posibles beneficios. Se aprecia, claramente, que contar con un instrumento teórico como lo es la función empresarial es absolutamente innecesario. Sin embargo, esto es erróneo. La función empresarial viene a cumplir justamente con esos mismos fines: crear, descubrir, transmitir y coordinar la información. Ninguno de los procesos que Fama postula ocurriría en una economía de mercado si el libre desarrollo de la función empresarial (la acción humana, o, en pocas palabras, el ser humano mismo) fuese eliminado u obstaculizado.

Otra de las deficiencias es suponer que no sólo la información es completa y se disemina por todo el sistema, sino que también la información es homogénea. La función empresarial del agente económico no acepta lo que hacen los demás, sino que actúa de forma independiente y diferente. La información no solo es heterogénea en cuanto a forma,

relevancia e importancia, sino que también la forma en que el emprendedor se ocupa de esta información es única y distinta. Sólo con pensar en el hecho de que si todos compartiesen igual interpretación y relevancia de cierta información (es decir, información homogénea), la posibilidad y búsqueda de un beneficio futuro (como la acción humana misma) desaparecería. Es justamente la heterogénea interpretación de la información y su impacto en el futuro la que induce al individuo a actuar y a intentar lograr beneficios.

Por otro lado, se postula también que todos los precios en cualquier momento dado son correctos (o que se encuentran en "equilibrio"), dada la información disponible. La opinión de que los precios deben ser "correctos" a la luz de toda la información conocida presupone que los actores tienen o poseen el don de omnisciencia. Por ello, el concepto de precios "correctos" en cualquier momento dado es erróneo, ya que todos los precios son "falsos" hasta cierto punto. Esto es así debido a que tanto la información como las preferencias de los individuos están en constante cambio. Un precio nunca puede reflejar completamente toda la información disponible ya que cambiaría antes de que el mismo se establezca, dado un entorno de configuración dinámica de la información. Los precios falsos solo surgen como resultado de decisiones empresariales que no logran comprender todas las implicaciones futuras de una acción o estado de información presente. Como el futuro está envuelto en una incertidumbre inerradicable, y como ningún individuo puede conocer el futuro con certeza plena, se deduce que todos los precios deben ser en todo momento falsos hasta cierto punto. Sin embargo, y a pesar de todo ello, es solamente el proceso emprendedor el que mueve estos precios falsos a precios menos falsos (o más correctos). Un empresario puede equivocarse en cualquier momento, claro está. Sin embargo, la función principal del proceso emprendedor es ajustar los precios que son incorrectos, que lo serán siempre en cierta medida, en función de la información recién descubierta. Por lo tanto, se debe decir que Fama, al eliminar la función empresarial del proceso de fijación de precios, ha excluido cualquier posibilidad de que los precios sean incorrectos en cualquier momento dado.

Por lo visto, entonces, debe quedar claro que los precios no pueden establecerse en ausencia de acción humana. El emprendedor, mirando hacia un estado futuro esperado, pone en movimiento el proceso que establece un precio. Precio que no establecerá el sólo, sino en el proceso de descubrimiento y rivalidad que mantiene día a día (sin que tal vez sea consciente de ello) con otros actores empresarios. En este sentido, los precios no surgen, y cambian, debido a la interpretación homogénea de la información dotada automáticamente a cada agente económico. Cambian solo por las expectativas cambiantes que los empresarios tienen sobre las condiciones futuras, junto con la forma en que evalúan la situación actual. La eliminación del elemento empresarial subjetivo enmascara la verdadera naturaleza del proceso de fijación de precios, ya que no es el precio lo que importa, sino el proceso que logra ese fin. Cuando se elimina este rol emprendedor fundamental, se puede suponer que los precios se ajustan de forma correcta, instantánea (atemporalmente) y mecánica a cualquier información nueva que cree el mercado. El problema que enfrenta el proceso de fijación de precios, sin embargo, es que los precios nunca se logran mecánicamente, sino que siempre se están desarrollando subjetiva y empresarialmente.

### 3.4. Necesaria distinción entre información y conocimiento.

Muchas de las nociones que se explicarán aquí ya fueron apareciendo a lo largo de la presente investigación. El lector perspicaz seguramente ya haya descubierto la diferencia. Sin embargo, y dado el énfasis dado a la información por parte de Fama, se pasa a describir y diferenciar conceptos que tranquilamente podrían ser tratados como homólogos, como lo son los conceptos de información y conocimiento. Esta breve reseña constituirá la cuarta crítica.

La economía neoclásica, y por consiguiente, la teoría de mercados financieros eficientes sistematizada por Fama, se apoyan en ciertos supuestos sobre la naturaleza de la información: que esta es homogénea, libre y gratuita, con lo cual se lograría así una rápida y completa adquisición de la misma por parte de todos. Este es el supuesto de información completa que ha caracterizado a la Ciencia Económica de los últimos años. Dicho esto, y antes de realizar pronunciamientos con respecto a este supuesto, es menester ingresar en el terreno de la naturaleza de la información.

La información puede definirse, escuetamente, como un conjunto de hechos o datos disponibles que podrían conocerse y que, dada su naturaleza, son finitos en magnitud. En una posible clasificación de la información aparecerían dos tipos bien diferenciados: por un lado, una información siempre presente atemporalmente dada o brindada por la lógica y la razón, cuyos ejemplos, por nombrar sólo algunos, serían la Ley de relatividad general de Einstein o el Teorema de Pitágoras; por otro lado, se encuentra aquella información del tipo físico, almacenable, e inherente a algo, como la longitud de un automóvil, el volumen de agua en un lago, o el set de precios (o relaciones históricas de intercambio) de determinados bienes o activos. En este sentido, debe apreciarse que el primer tipo de información siempre estuvo presente y sólo se necesitó de su “descubrimiento”, a partir de lo cual siempre estará disponible para todos (aunque siempre lo estuvo). La información física, en cambio, se diferenciaría en que cualquier individuo podría controlar su dispersión o privatizarla.

Desde este concepto, entonces, se puede ahora conceptualizar al conocimiento como aquella información que el agente económico posee individualmente de un modo absolutamente personal y particular<sup>20</sup>. La creación de conocimiento por parte del agente debe ser entendido como un proceso, y dicho proceso debe ser entendido como la privatización de determinada información. Este proceso, la creación de conocimiento, o cómo la información se convierte en conocimiento, junto con la transmisión y coordinación

---

<sup>20</sup> “Information is the available body of facts that can become known. It is hence finite at any given time. Knowledge, in contrast, is the information that we personally possess” (Howden, 2009:136).

de la misma en el sistema económico, constituye uno de los problemas principales para la Ciencia Económica<sup>21</sup>.

Por otro lado, y a pesar de que las fuentes del conocimiento sean iguales para todos (en especial la información brindada por la lógica y la razón), la creación de conocimientos por parte del individuo, como se hizo hincapié, es privativa y personal: la forma en que los individuos tamizan, por decirlo de algún modo, a la información, es única, y está íntimamente influido por experiencias pasadas personales, que son irrepetibles, como así también por los sentidos propios y personales de cada uno. Es sorprendente pero teóricamente válido el afirmar el hecho de que solo compartimos, como sociedad o en relación entre individuos, conocimientos en un sentido muy general y abstracto. La interpretación subjetiva de la información crea la imposibilidad de que los conocimientos entre personas sean idénticos.

El proceso de creación que se detalla es un proceso de retroalimentación, dinámico y circular. Todo comienza, con miras al futuro, en una acción humana o acción del tipo empresarial: se ambiciona un fin y se indagan los medios más idóneos para conseguirlo. La adquisición de conocimientos, junto con la recopilación de información respectiva, debe ser considerado como un medio más. La acción solo se llevará a cabo si se dispone del conocimiento pertinente. Sin embargo, es justamente el proceso eminentemente creativo de la acción humana o de la función empresarial el de crear, a su vez, nuevas dosis de información o conocimientos que se difundirán a lo largo y ancho del sistema económico, ya sea, o bien como señales de precios, o bien a través del propio contacto entre individuos. Esto último, relacionándolo con lo visto anteriormente en la descripción realizada sobre la función empresarial, es de suma importancia: existe un conocimiento que es subjetivo más que científico, privativo, tácito e inarticulable que solo puede transmitirse gracias al accionar del empresario.

Todo lo visto hasta aquí, y que puede ser ampliado, sólo sirve para demostrar el porqué del rechazo austriaco con respecto al supuesto neoclásico de información completa: la información como tal no existe o no interesa, sino, más bien, lo que existe e interesa es la internalización de la información; la información relevante no es, entonces, homogénea; la obtención de información no está libre de igual forma para todos y, por último, la información no se recibe "del cielo", no es gratuita, sino que siempre involucra a la acción. El supuesto de que la información es completa sólo podría, a su vez, rechazarse, con el rápido pensamiento de que, en una situación así, no existiría acción humana; la función empresarial estaría suprimida, no habría incentivos en actuar y en recoger información, no habría posibilidades latentes de beneficios futuros en el presente. La información y su

---

<sup>21</sup> En uno de los artículos más trascendentales de la historia del pensamiento económico, diría Hayek (1945: 520): "...the problem of what is the best way of utilizing knowledge initially dispersed among all the people is at least one of the main problems of economic policy-or of designing an efficient economic system".

correlato, el conocimiento asimétrico, imperfecto, disperso, o cualquiera sea la denominación propuesta, puede considerarse una bendición más bien que una maldición<sup>22</sup>.

### 3.5. Eficiencia estática vs. Eficiencia dinámica.

Al recorrer y leer los trabajos de Eugene Fama, se puede observar claramente que este autor trabaja con una noción de eficiencia informacional de carácter eminentemente estático. En este sentido, se debiera poder comprender, primero, qué entiende la academia por eficiencia estática para luego esbozar una serie de comentarios a la eficiencia informacional. Se constituirá, así, la quinta crítica.

La noción de eficiencia económica tiene una larga historia<sup>23</sup>. Sin embargo, es recién en las décadas 20 y 30 del siglo pasado cuando el concepto de eficiencia se convierte en el centro focal de investigación en torno al cual se desarrolló toda una nueva disciplina, conocida ahora como Economía del Bienestar, y que se incorporaría luego a la Escuela Neoclásica. Es justamente la economía de bienestar neoclásica quién articuló uno de los postulados más conocidos y utilizados por la academia: el concepto de eficiencia en el sentido de Pareto, con sus dos Teoremas Fundamentales como sus grandes arsenales teóricos. Escuetamente este enfoque nos dice que una situación es eficiente si no es posible mejorar a alguien sin empeorar a algún otro. Claramente es un enfoque eminentemente estático que se ha caracterizado por crear las condiciones necesarias para saber cuándo las asignaciones, ya sea de bienes finales como de factores de producción, ya sea en un mercado, en una industria en particular o en la economía en general, serán eficientes.<sup>24</sup>

De todas las críticas que pueden esgrimirse contra las conceptualizaciones teóricas que han nacido a partir de la aparición de la economía del bienestar, solo se elige una<sup>25</sup>. En este sentido, se debe denunciar que los criterios de eficiencia estática siguen muy influidos por

---

<sup>22</sup> Existe un excelente y colorido ejemplo en Malkiel (2007: 230) que esclarecerá las ideas. Se presenta a un profesor de Finanzas (fiel "creyente" de la eficiencia neoclásica de los mercados) caminando por un parque junto con algunos de sus estudiantes de grado. De repente, uno de los jóvenes exclama que hay un billete de 100 dólares en el suelo. Rápidamente, el profesor le dice que está equivocado. Que si fuese un billete, alguien ya lo hubiese recogido. Claramente esta aseveración refleja implícitamente la idea de información completa. Sin embargo, y de acuerdo a lo visto, el billete será levantado por algún sujeto porque es la primera persona en toparse con ese conocimiento específico de tiempo y lugar.

<sup>23</sup> Un sistemático tratamiento aparece en Antoni Casahuga (1985).

<sup>24</sup> Eugene Fama inicia su artículo fundacional del siguiente modo: "The primary role of the capital market is allocation of ownership of the economy's capital stock" (Fama, 1969: 383). Esta afirmación no solo exhibe cuál es el fin ulterior a conseguir en todo mercado financiero sino que demuestra, a su vez, la utilización por parte de Fama (y de la tradición que él representa) de una noción de eficiencia asignativa paretiana de carácter estático.

<sup>25</sup> Por ser esta la menos conocida. Las restantes críticas se encuentran en Jesús Huerta de Soto (2004).

el concepto de eficiencia técnica procedente del campo de la física mecánica<sup>26</sup>. Y ello a pesar de todos los esfuerzos realizados para tratar de distinguir de una vez por todas entre la eficiencia técnica, energética o tecnológica y la eficiencia económica. Así, se ha argumentado que mientras la eficiencia técnica consistiría en minimizar la utilización de inputs en términos físicos (por ejemplo, toneladas de carbón, barriles de petróleo, etc.) para lograr un determinado resultado, la eficiencia económica consistiría en lo mismo, es decir, en la minimización de la utilización de inputs, pero no en términos físicos, sino en términos de coste (es decir, unidades de input multiplicadas por su precio de mercado). Ahora bien, si se supone que las tecnologías y los precios de mercado están “dados”, es decir, que se conocen y no varían, entonces es evidente que el *modus operandi* de la eficiencia económica (en su versión estática) y el de la eficiencia técnica serían idénticos: ambos consistirían en una mera operación matemática de maximización sometida a restricciones conocidas. Puede concluirse, por tanto, que la concepción estática de la economía reduce el concepto de eficiencia económica a un mero problema técnico de maximización.

Claramente la teoría de mercados financieros eficientes, tal y como es representada por Fama, se caracteriza por utilizar una particular eficiencia económica de carácter estático: la eficiencia informacional<sup>27</sup>. Es decir, la teoría presupone diferentes niveles de eficiencia informativa de acuerdo al tipo de información de que se dispone. Surgen así tres hipótesis o niveles de esta teoría, ya previamente tratados: eficiencia informacional débil, semi-fuerte y fuerte. Las tres presuponen un marco donde medios y fines progresivamente se van conociendo en su totalidad. Tal estado de cosas solo puede mantenerse en un entorno estático. Sin embargo, el proceso de creación de información es constante y sin fin. Es imposible encajar un marco informacionalmente eficiente dentro de un mundo dinámico. Por ejemplo la forma fuerte de esta hipótesis de eficiencia, considera que la información

---

<sup>26</sup> Es notoria la influencia que la Física y la Mecánica han ejercido sobre la Ciencia Económica. En palabras de Huerta de Soto (2004: 16), “...con el advenimiento de la modernidad, la física sustituye a la astronomía como «ciencia por antonomasia», y termina construyéndose sobre el concepto de «energía». Dado, entonces, que los fenómenos físicos empiezan a concebirse exclusivamente en términos de energía, surgen ciertos principios particulares: la energía no se crea ni se destruye, tan sólo se transforma; o, como el segundo principio de la termodinámica, por ejemplo, que enuncia que en todo proceso físico hay parte de energía que se despilfarra. El normal correlato de ello fue que la principal aplicación práctica de la ciencia física se plasmaría en el desarrollo de ingeniería mecánica, cuya búsqueda era la minimización del despilfarro de energía. Este es el concepto de eficiencia energética, de carácter eminentemente estático. La Economía absorbería estos conceptos, en parte, a partir de los trabajos de León Walras que los introduciría para siempre. “La economía neoclásica se desarrolla como una copia de la física mecánica del siglo XIX, con una unidad de técnica formal, sustituyendo el concepto de energía por el de utilidad y aplicando los mismos principios de conservación, maximización del resultado y minimización del despilfarro” (Huerta de Soto, 2004: 18). A su vez, es claro que los términos ampliamente conocidos como estáticos, dinámicos, de equilibrio o eficientes, son tomados de la física.

<sup>27</sup> Es muy interesante el comentario por parte de Stiglitz (1981) sobre la posibilidad (o no) de lograr eficiencia paretiana en base a un logro de eficiencia informacional exclusivamente, como parecería que la teoría de Fama postula. “It is thus apparent that market efficiency, in the sense in which it has come to be used by finance economists, is only one part of overall market efficiency. But even more to the point, were the market to be informationally efficient in the sense of Fama and Jensen, investors would have no incentive to gather information. The only information that would be reflected in the market is costless information. Thus a market which was efficient in the Fama-Jensen sense would almost surely not be Pareto optimal” (Stiglitz, 1981: 237).

(tanto pública como no pública) es totalmente conocida, tanto con respecto a medios como a fines, que esta información está descontada en el precio de los activos y que solo fluctuarían ante nueva información futura desconocida. No obstante, incluso si los humanos tuvieran la capacidad de utilizar toda la información de manera correcta y completa en un momento dado, que, como ya se cuestionó, es imposible, no se podría considerar estar operando en un mundo eficiente, dado el constante cambio de información y conocimiento que impactaría sobre la eficiencia concomitantemente. Además, y en la mirada de ciertos autores, como Mario Rizzo<sup>28</sup>, el concepto de eficiencia no tiene significado independientemente de la búsqueda de fines individuales; es decir, los posibles estados eficientes deben conectarse con fines individuales más que holísticos o de grupo como criterio valorativo, cuestión que la presente teoría examinada no cumple<sup>29</sup>. Por último, y sólo a veces, la esencia y naturaleza de la información o conocimiento impide que se la vea de una manera que maximice la eficiencia; es decir, la información puede ser tácita y, por lo tanto, inarticulable. La implicación de ello es que puede esperar latente, aunque existente, durante un período de tiempo prolongado antes de que los agentes puedan interactuar físicamente para compartir su conocimiento y lograr la ansiada “eficiencia”.

Se debe recalcar que estos cuestionamientos, tanto a la eficiencia estática como a la eficiencia estática informacional, no son exhaustivos y que muchas otros pueden detallarse. Se reconoce lo intrincado de este problema y los largos debates académicos que hay en torno a ellos, tal y cual lo demuestra la rica historia de la economía del bienestar. Sin embargo, el objetivo en mente de esta sección es un tanto diferente: encontrar un concepto de eficiencia acorde a un mundo humano en constante cambio. En este sentido, y gracias a los esfuerzos de Ludwig von Mises, Friedrich A. von Hayek y de Israel Kirzner, que han sido los pioneros en analizar y sistematizar la función empresarial, y gracias a la recopilación e inventiva intelectual de Jesús Huerta de Soto, se cuenta ahora con una concepto que no sólo puede ser superior al concepto de eficiencia estática, sino que también puede englobarlo. Tal concepto es el de **eficiencia dinámica** que se pasa a explicar.

“En un sentido dinámico, puede afirmarse que, por ejemplo, un ser humano, una empresa, una institución, o todo un sistema económico, serán tanto más eficientes conforme más y mejor impulsen la creatividad y la coordinación empresarial... En esta perspectiva dinámica, lo verdaderamente importante no es tanto el evitar el despilfarro de unos medios que se consideran conocidos y «dados» (objetivo que, recordemos, era el prioritario en la perspectiva de la eficiencia estática) como el descubrir y crear continuamente nuevos fines

---

<sup>28</sup> Véase Mario J. Rizzo (1979).

<sup>29</sup> Esta particular mirada de M. Rizzo pueden acentuarse aún más, tal cual lo refleja el comentario de Rothbard (1978: 90): “Let us take a given individual. Since his own ends are clearly given and he acts to pursue them, surely at least *his* actions can be considered efficient? But no, they may not, for in order for him to act efficiently, he would have to possess perfect knowledge—perfect knowledge of the best technology, of future actions and reactions by other people, and of future natural events. But since no one can ever have perfect knowledge of the future, no one's action can be called 'efficient'. We live in a world of uncertainty. [Because of that] ...efficiency is an erroneous concept even when applied to each individual's actions directed toward his ends; it is a fortiori a meaningless concept when it includes more than one individual, let alone an entire society”.



y medios, impulsando la coordinación y asumiendo que en todo proceso empresarial siempre surgirán nuevos desajustes, por lo que *un cierto despilfarro es inevitable y consustancial a toda economía de mercado*. En este sentido, puede considerarse que la dimensión dinámica de la eficiencia es la más relevante, pues, de hecho, aunque un sistema económico no se encuentre en la frontera de posibilidades máximas de producción, es posible que todos sus agentes salgan ganando si es que la creatividad empresarial mueve constantemente la curva hacia fuera aumentando, así, las posibilidades de todos, gracias a un flujo continuo de creatividad de nuevos fines y medios que, hasta su descubrimiento empresarial, previamente ni siquiera habrían podido ser concebidos por nadie. Por otro lado, y esto es muy relevante, puede considerarse que la dimensión dinámica engloba a la dimensión estática de la eficiencia económica, pues precisamente es *la misma fuerza de la función empresarial que induce la eficiencia dinámica cuando crea y descubre nuevas oportunidades de ganancia la que logra el máximo grado de eficiencia estática que sea humanamente posible en cada momento, al coordinar los desajustes preexistentes* (aunque, dado el flujo inacabable de nuevos desajustes, nunca pueda concebirse, como ya hemos indicado, que sea posible alcanzar el óptimo paretiano en una economía real de mercado y que, por tanto, se elimine totalmente el posible despilfarro de los recursos existentes)” (Huerta de Soto, 2004: 30). En pocas palabras, la eficiencia dinámica puede ser “...entendida como la capacidad para impulsar, por un lado, la creatividad empresarial y, por otro lado, la coordinación, es decir, la capacidad empresarial para buscar, descubrir y superar los diferentes desajustes sociales” (Huerta de Soto, 2004: 25).

Al aplicar este concepto de eficiencia dinámica a los mercados financieros surge, inmediatamente, la noción de un **mercado financiero potencialmente eficiente pero en un estado de casi continua ineficiencia**, en el sentido de que dado el avance constante de información y conocimiento en torno a fines y medios, el empresario intentará descubrir posibilidades latentes de descoordinación o ganancia futura para beneficio personal, a la vez que crea, impulse y transmite conocimiento al resto del mercado. Sin embargo, la función empresarial coordinará al mercado pero nunca plenamente. El equilibrio nunca se logra. Considerar que el mercado pueda coordinarse completamente y que se logre el equilibrio de eficiencia es el postulado de la teoría en su versión tradicional. Sin embargo, si tal estado pudiese existir, sería un estado de equilibrio perpetuo ya que, sin descoordinación u oportunidades de ganancias futuras latentes en el presente<sup>30</sup>, el empresario no tendría razón de ser. Y sin empresario no habría ningún cambio posible<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> A su vez, un mercado sin oportunidades de beneficios debería ser considerado propiamente como un no mercado. Véase Sonsoles Huerta de Soto (2005).

<sup>31</sup> Es una gran coincidencia que al leer el trabajo de Jesús Huerta de Soto sobre la eficiencia dinámica, en el pie de página número 59, figure lo siguiente: “...el abandono de la hipótesis sobre la eficiencia estática y equilibrio de los mercados de capitales dará lugar a toda una reelaboración de la ya obsoleta teoría de los mercados financieros... La nueva teoría, por contra, habrá de concebir los mercados bursátiles como un proceso dinámico de creatividad empresarial, jamás perfectamente eficiente en términos estáticos, pero tendente siempre a la eficiencia dinámica en términos de descubrimiento y creatividad de oportunidades de ganancia y coordinación empresarial” (Huerta de Soto, 2004: 64).

### **3.6. Factores no aleatorios detrás del movimiento aleatorio de precios.**

La teoría de mercados financieros eficientes en su versión neoclásica concluye que, dada la influencia de la información futura sobre los precios presentes, los precios futuros de los activos se comportarían como una variable aleatoria cuya posibilidad de predicción es imposible a medida que el vector de información aumenta (el pasaje desde la hipótesis débil a la hipótesis fuerte, en la terminología de Fama). Ya se ha discutido anteriormente cómo cambiaría este modo de pensar si se tuviese en cuenta, por ejemplo, el tiempo subjetivo presente necesariamente en toda acción humana (y sus consecuencias) o cómo la función empresarial modifica la incertidumbre inerradicable propia de cada evento futuro. Es decir, estos elementos por sí solos ya constituirían una crítica hacia el supuesto de aleatoriedad de precios de los activos. Sin embargo, en esta sección se intentará ofrecer una óptica diferente.

El interpretar que los precios futuros de los activos se comporten como una caminata o un paseo aleatorio implicaría que los factores determinantes últimos de esos precios son igualmente aleatorios. Pero, ¿es realmente esto así? Es imposible que en el presente trabajo se especifiquen y detallen en forma plena la naturaleza del proceso de formación del precio de los activos<sup>32</sup>. Sin embargo, detrás de los factores determinantes últimos del precio de los activos se encuentran las valoraciones y preferencias del sujeto actuante, se encuentra la acción humana encaminada a lograr o conseguir un determinado fin valiéndose siempre del medio que personalmente se considere más idóneo. La acción humana siempre es una conducta consciente y deliberada, y nunca algo aleatorio. Que el material estadístico que surge paulatinamente desde la experiencia empírica exhiba un comportamiento aleatorio de los precios no implica necesariamente que los factores que producen la variación de precios sean igualmente aleatorios. Que un observador externo (como el propio Fama) no pueda capturar, a través de las estadísticas y el herramental matemático (crítica esta que se profundiza en la próxima sección), los factores determinantes últimos de los precios de los activos, no implica que estos factores no existan o que no jueguen un rol importante. Por último, la idea de aleatoriedad estaría reflejando el hecho de que los precios futuros son imposibles de predecir. Sin embargo, la cuestión de predicción ya ha sido examinada: vivimos en un mundo de incertidumbre inerradicable pero que puede mitigarse si la función empresarial es diligentemente ejercida.

### **3.7. Preocupaciones metodológicas.**

Pueden comentarse brevemente dos amplias preocupaciones metodológicas que mantiene la teoría de los mercados financieros eficientes bajo una postura neoclásica. En primer

---

<sup>32</sup> Para ello, véase Volumen II de la Tesis de Howden (2009).

lugar, la utilización de un enfoque positivista inductivo, es decir, la intención de probar una teoría mediante la contrastación empírica. En este sentido, no sólo resaltar el hecho de que un mismo cuerpo de datos puede tanto comprobar como refutar una misma teoría (véase Malkiel (2003) y Shiller (2003)), lo cual implicaría un vicio lógico, sino que, y de acuerdo a los teóricos austriacos, el científico observador nunca puede hacerse con la información subjetiva que continuamente están creando y descubriendo de manera descentralizada los agentes económicos, por lo cual, el idea positivista, es una imposibilidad. Frente a este ideal positivista de los neoclásicos, los economistas austriacos pretenden construir su disciplina de una manera apriorística y deductiva. Se trata, en suma, de elaborar todo un arsenal lógico-deductivo a partir de unos conocimientos autoevidentes (como el propio concepto subjetivo de acción humana).

El segundo problema metodológico rodea al uso del razonamiento matemático, que enmascara los verdaderos problemas que enfrentan los economistas. El formalismo matemático es especialmente adecuado para recoger los estados de equilibrio que estudian los economistas neoclásicos, pero no permite incorporar la realidad subjetiva del tiempo ni mucho menos la creatividad empresarial, que son características esenciales. Las matemáticas unen sincrónicamente magnitudes que son heterogéneas desde el punto de vista temporal y de la creatividad empresarial. Por estas razones, y desde Carl Menger, la Escuela Austriaca ha resaltado la utilidad que posee el lenguaje verbal y que permite describir la esencia íntima del concepto de acción humana, cuestión esta que el lenguaje formal matemático no permite.

## 4. CONCLUSIONES.

Aunque las construcciones teóricas particulares difieran radicalmente, se puede pensar que, al fin y al cabo, las conclusiones o resultados finales alcanzados por uno u otro enfoque pueden ser considerados de naturaleza casi idénticos. ¿Qué distinción existe, en definitiva, entre un enfoque que concluya imposibilidad teórica de predicción de precios futuros y otro enfoque que establece igual contenido a los eventos futuros, caracterizados por una inerradicable incertidumbre, y que sólo puede aminorarse si se ejerce diligentemente la función empresarial? Aunque tal modo de pensar sea correcto, por lo cual este trabajo se convertiría en un mero pasatiempo intelectual, dado que existe posibilidad de que las conclusiones finales alcanzadas pueden ser consideradas solo diferentes en detalle, debe decirse que, al examinar lo más importante de toda esta teoría, a saber, la consecución de la eficiencia, la noción de conclusiones simétricas debe ser abandonada.

En este sentido, el trabajo concluye necesariamente con una aguda preocupación por lo que Fama entiende por eficiencia económica<sup>33</sup> (una estrecha y estática concepción: la

---

<sup>33</sup> En una revisión histórica de los méritos de la teoría, diría Malkiel (2005: 2): "For me, the strongest evidence suggesting that markets are generally quite efficient is that professional investors do not beat the market. Indeed, the evidence accumulated over the past 30-plus years makes me more convinced than ever that our stock markets are remarkably efficient at adjusting correctly to new

eficiencia informacional), por el modo en que el mercado financiero puede ser considerado como eficiente (precios de equilibrios con contenido de información completa), y por las interpretaciones o adjudicaciones dados a los test estadísticos para que el mismo mercado sea considerado eficiente (imposibilidad de superar, en promedio, a la Bolsa). Ya se hizo hincapié en lo frágil, implícito e indirecto de probar de este modo a la eficiencia de los mercados financieros. Sin embargo, lo más importante a resaltar aquí, e inclusive suponiendo que algo tan complejo como lo es el concepto de eficiencia económica no pueda ser nunca empíricamente demostrado, es el claro avance metodológico que presenta el paradigma austriaco en comparación a su par neoclásico: dado el complejísimo mundo social que rodea al hombre, se dirá que un sistema económico, como cualquier mercado en particular, sólo será eficiente en un marco de libre ejercicio de la función empresarial donde los agentes económicos persiguen los fines subjetivamente más valorados por ellos, al tiempo de valerse de los medios que, dados sus privativos conocimientos, interpreten como los más idóneos, aprendiendo mediante la acción, buscando ganancias, evitando pérdidas y transmitiendo información a sus congéneres, permitiendo todo ello una coordinación social que sólo puede lograrse, dado un determinado marco institucional y de competencia (Hayek (2007)), mediante un sistema de precios (Hayek (1945)). Los modelos estáticos de equilibrio que caracterizan al enfoque neoclásico y que imperan en las investigaciones de esta literatura no reconocen el proceso de mercado y sólo se interesan por estados finales de equilibrio donde lo más importante y trascendental ya ha ocurrido (o eliminado). Tal mirada teórica sólo puede cegar el análisis del mundo real<sup>34</sup>.

Fue objetivo explícito del trabajo el revisar, cuestionar y criticar a la teoría tradicional, en busca siempre de posibles vicios lógicos y con el objetivo ulterior de lograr una teoría económica que sea acorde tanto a la naturaleza creativa del ser humano como al dinámico mundo que lo rodea. Esta investigación, que sólo constituye un escueto ejemplo, puede seguir extendiéndose a cada uno de los modelos que caracterizan a la Economía Financiera de hoy en día.

## 5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

- Casahuga, Antoni (1985): *Fundamentos normativos de la organización y de la acción social*, España: Editorial Ariel.

---

information". En ningún momento se hace referencia a la óptima asignación del capital, lo cual refleja una despreocupación por la economía real y por el objetivo último que esta teoría ambicionaba.

<sup>34</sup> "The main object of economic theory is to make the world around us intelligible in terms of human action... any model of investment activity that leaves no room for the creative elements of entrepreneurship creates confusion rather than enlightenment in attempts to understand market activity. If the model omits the entrepreneur, the driving force of the market system is eliminated" (Pasour, 1989: 102).

- Fama, Eugene F. (1965a): *The Behavior of Stock-Market Prices*, en *The Journal of Business*, Vol. 38, N° 1, pp. 34-105.
- Fama, Eugene F. (1965b): *Random Walks in Stock Market Prices*, en *Financial Analysts Journal*, Vol. 51, N° 1, pp. 75-80.
- Fama, Eugene F. (1970): *Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work*, en *Journal of Finance*, Vol. 25, N° 2, pp. 383-417.
- Fama, Eugene F. (1991): *Efficient Capital Markets: II*, en *The Journal of Finance*, Vol. 46, N° 5, pp. 1575-1617.
- Grossman, Sanford J. y Stiglitz, Joseph E. (1980): *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, en *The American Economic Review*, Vol. 70, N° 3, pp. 393-408.
- Hayek, F. A. (1945): *The Use of Knowledge in Society*, en *The American Economic Review*, Vol. 35, N° 4, pp. 519-530.
- Hayek, F. A. (2007): *La competencia como un proceso de descubrimiento*, en *Nuevos Estudios de Filosofía, Política, Economía e Historia de las Ideas*, España: Unión Editorial, pp. 227-240.
- Howden, David (2009): *Financial Asset Pricing Under Knightian Uncertainty*, Tesis Doctoral, Madrid: Universidad Rey Juan Carlos, Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales.
- Huerta de Soto, Jesús (2002): *El Methodenstreit, o el enfoque austriaco frente al enfoque neoclásico en la ciencia económica*, en *Nuevos Estudios de Economía Política*, España: Unión Editorial, pp. 21-71.
- Huerta de Soto, Jesús (2004): *La Teoría de la Eficiencia Dinámica*, en *Revista Procesos de Mercado, Revista Europea de Economía Política*, Vol. 1, N° 1, pp. 11-71.
- Huerta de Soto (2010): Jesús, *Socialismo, cálculo económico y función empresarial*, España: Unión Editorial.
- Huerta de Soto, Sonsoles (2005): *Eficiencia y equilibrio en los mercados de capitales*, en *Revista Procesos de Mercado, Revista Europea de Economía Política*, Vol. 2, N° 2, pp. 211-222.
- Hyme, Pauline (2003): *La teoría de los mercados de capitales eficientes. Un examen crítico*, en *Cuadernos de Economía*, Vol. XXII, N° 39, pp. 57-83.
- Knight, Frank H. (1964): *Risk, Uncertainty and Profit*, New York: Sentry Press.
- Malkiel, Burton G. (2003): *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, en *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, N° 1, pp. 59-82.
- Malkiel, Burton G. (2005): *Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later*, en *The Financial Review*, Vol. 40, N° 1, pp. 1-9.

- Malkiel, Burton G. (2007): *Un paseo aleatorio por Wall Street. La estrategia para invertir con éxito*, España: Alianza Editorial.
- Mises, Ludwig von (2011): *La Acción Humana*, Madrid: Unión Editorial.
- Muñoz-Alonso López, Gemma (1996): *El concepto de duración: la duración como fundamento de la realidad y del sujeto*, en Revista General de Información y Documentación, Vol. 6-1. Servicio Publicaciones U.C.M.
- Pasour, E.C. Jr. (1989): *The Efficient-Markets Hypothesis and Entrepreneurship*, en The Review of Austrian Economics, Vol.3, pp. 95-107.
- Rizzo, Mario (1979): *Time, Uncertainty, and Disequilibrium*, Lexington, MA: Lexington Books.
- Robbins, Lionel (1932): *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, Londres: Macmillan & Co.
- Rothbard, Murray N. (1979): *Comment: The Myth of Efficiency*, en Rizzo, Mario, *Time, Uncertainty, and Disequilibrium*, Lexington, MA: Lexington Books, pp. 90-95.
- Shiller, Robert J. (2003): *From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance*, en The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, N° 1, pp. 83-104.
- Stiglitz, Joseph E. (1981): *The Allocation Role Of The Stock Market: Pareto Optimality and Competition*, en The Journal of Finance, Vol. 36, N° 2, pp. 235-251.

## 6. ANEXO “A”.

La intención aquí no sólo es dar a conocer una distinción a nivel general entre ambas Escuelas sino, y de mayor importancia, esclarecer ciertos términos que se mantienen a lo largo del trabajo.

PUNTOS DE COMPARACIÓN	PARADIGMA NEOCLÁSICO	PARADIGMA AUSTRIACO
1. Concepto de lo económico:	Teoría de la <i>decisión</i> : maximización sometida a restricciones <sup>1</sup> .	Teoría general de la acción humana como proceso dinámico <sup>2</sup> .
2. Punto de partida metodológico:	Estereotipo del individualismo metodológico (objetivista).	Subjetivismo <sup>3</sup> .

<b>3. Protagonista de los procesos sociales:</b>	<i>Homo oeconomicus</i> <sup>4</sup> .	Empresario creativo <sup>5</sup> .
<b>4. Posibilidad de que los actores se equivoquen y naturaleza del beneficio empresarial:</b>	No hay errores. Beneficio como renta de un factor <sup>6</sup> .	Sí hay errores. Beneficios empresariales puros por capacidad empresarial <sup>7</sup> .
<b>5. Concepción de la información:</b>	Información completa (en términos ciertos o probabilísticos) <sup>8</sup> .	Información y conocimiento subjetivo, disperso y en constante cambio <sup>9</sup> .
<b>6. Foco de referencia:</b>	Modelo de equilibrio <sup>10</sup> .	Proceso general con tendencia coordinadora <sup>11</sup> .
<b>7. Concepto de competencia:</b>	Modelo de competencia perfecta.	Proceso de rivalidad empresarial.
<b>8. Formalismo:</b>	Formalismo matemático.	Lógica <i>verbal</i> .
<b>9. Relación con el mundo empírico:</b>	Contrastación empírica de hipótesis.	Razonamientos apriorísticos-deductivos.

**Fuente:** Elaboración propia en base a Huerta de Soto (2002: 21-71).

<sup>1</sup> La definición que impera en economía y que mejor define al paradigma neoclásico proviene de Lionel Robbins (1932: 15): “Economics is the science which studies human behaviour as a relationship between ends and scarce means which have alternative uses”. Se aprecia implícitamente en la definición de Robbins un conocimiento dado de los fines y los medios, con lo cual el problema económico queda reducido a un problema técnico de mera asignación, maximización u optimización, sometido a unas restricciones que se suponen también conocidas, y donde la Ciencia Económica se transforma de este modo en una simple teoría de la decisión.

<sup>2</sup> Formalmente conocido como Praxeología, cuya rama más desarrollada es la Economía. Los teoremas Praxeológicos y, por consiguientes, los teoremas económicos, pueden inferirse a partir del concepto de *acción humana*. Así lo define Mises (2010: 15): “La acción humana es una conducta consciente, movilizadora de voluntad transformada en actuación, que pretende alcanzar precisos fines y objetivos; es una reacción consciente del *ego* ante los estímulos y las circunstancias del ambiente; es una reflexiva acomodación a aquella disposición del universo que está influyendo en la vida del sujeto”.

<sup>3</sup> Intento de construir la Ciencia Económica partiendo del ser humano creativo y protagonista de los procesos sociales. “La teoría económica no trata sobre cosas y objetos materiales; trata sobre los hombres, sus apreciaciones y, consecuentemente, las acciones humanas que de aquéllas se derivan. Los bienes, mercancías, la riqueza y todas las demás nociones de la conducta, no son elementos de la naturaleza, sino elementos de la mente y de la conducta humana. Quien desee entrar en este segundo universo debe olvidarse del mundo exterior, centrando su atención en lo que significan las acciones que persiguen los hombres” (Mises, 2010: 112).

<sup>4</sup> Representación teórica del hombre como un ente que se comporta racionalmente ante estímulos económicos, siendo capaz de procesar adecuadamente la información y actuar en consecuencia.

<sup>5</sup> El ser humano o el empresario no es un autómatas que responde pasivamente a su entorno, sino que es un actor protagonista que constantemente está creando nuevos fines y medios. Aquí se destaca la sistematización de la Función Empresarial y sus principales elementos que, por su importancia, el presente trabajo lo trata en la Sección 3.2.3.

<sup>6</sup> No existen errores genuinos de tipo empresarial. Se racionalizan todas las decisiones que se han tomado en el pasado en términos de un supuesto análisis coste-beneficio efectuado en el marco de una operativa de maximización matemática sometida a restricciones. Los beneficios empresariales puros no tienen razón y, cuando se mencionan, se consideran simplemente como el pago de los servicios de un factor más de producción, o como la renta derivada de la asunción de un riesgo.

<sup>7</sup> Se cometen errores empresariales puros siempre que una oportunidad de ganancia permanece sin ser descubierta por los empresarios en el mercado. Sin embargo, es precisamente la existencia de este tipo de error el que da lugar al beneficio empresarial puro, una vez descubierto.

<sup>8</sup> La información completa (referida a fines y medios) es tratada de forma objetiva y constante que, al igual que las mercancías, se compra y se vende en el mercado como resultado de una decisión maximizadora. No hay distinción entre información y conocimiento.

<sup>9</sup> Dada la importancia en diferenciar la información del conocimiento o entre conocimiento científico y práctico, y dado el interés para el presente trabajo, véase la Sección 3.2.4.

<sup>10</sup> El modelo de equilibrio (ya sea parcial, ya sea general) es el centro focal de investigación. Al suponer información completa existirá siempre un ajuste perfecto entre las diferentes variables y parámetros; variables que tenderán hacia un estado final de reposo en el cual no existirán ulteriores movimientos. Estos estados de equilibrio y de reposo se caracterizan por ser estáticos y por sincronizar los acontecimientos.

<sup>11</sup> Para los austriacos, ningún sentido tiene la construcción matemática de una Ciencia Económica basada en el modelo de equilibrio donde toda la información se considere constante y dada. El problema económico fundamental es bien distinto: estudiar el proceso dinámico de coordinación social (que se lleva a cabo en el tiempo subjetivamente vivido por el empresario, elemento éste ausente en el análisis neoclásico) en el que de manera continua los diferentes individuos generan empresarialmente nueva información (que jamás está dada ni es constante) al buscar los fines y los medios que consideran relevantes en cada circunstancia particular, estableciendo con ello, sin darse cuenta, un proceso espontáneo de coordinación. Por tanto, el problema económico fundamental no es de naturaleza técnica o tecnológica, no se trata de un mero problema técnico de optimización. Para los austriacos, el problema económico fundamental es estrictamente económico: surge cuando los fines y los medios son muchos, compiten entre sí, el conocimiento en cuanto a los mismos no está dado, sino que se encuentra disperso en la mente de innumerables seres humanos que constantemente lo están creando y generando *ex novo* y, por tanto, ni siquiera se pueden conocer todas las posibilidades y alternativas existentes, ni la intensidad relativa con la que se quiere perseguir cada una de ellas.