

EXUBERANCIA IRRACIONAL



**ROBERT J.
SHILLER**

Expansión

332.642
S44e

EXUBERANCIA IRRACIONAL

(solapa)

Robert J. Shiller

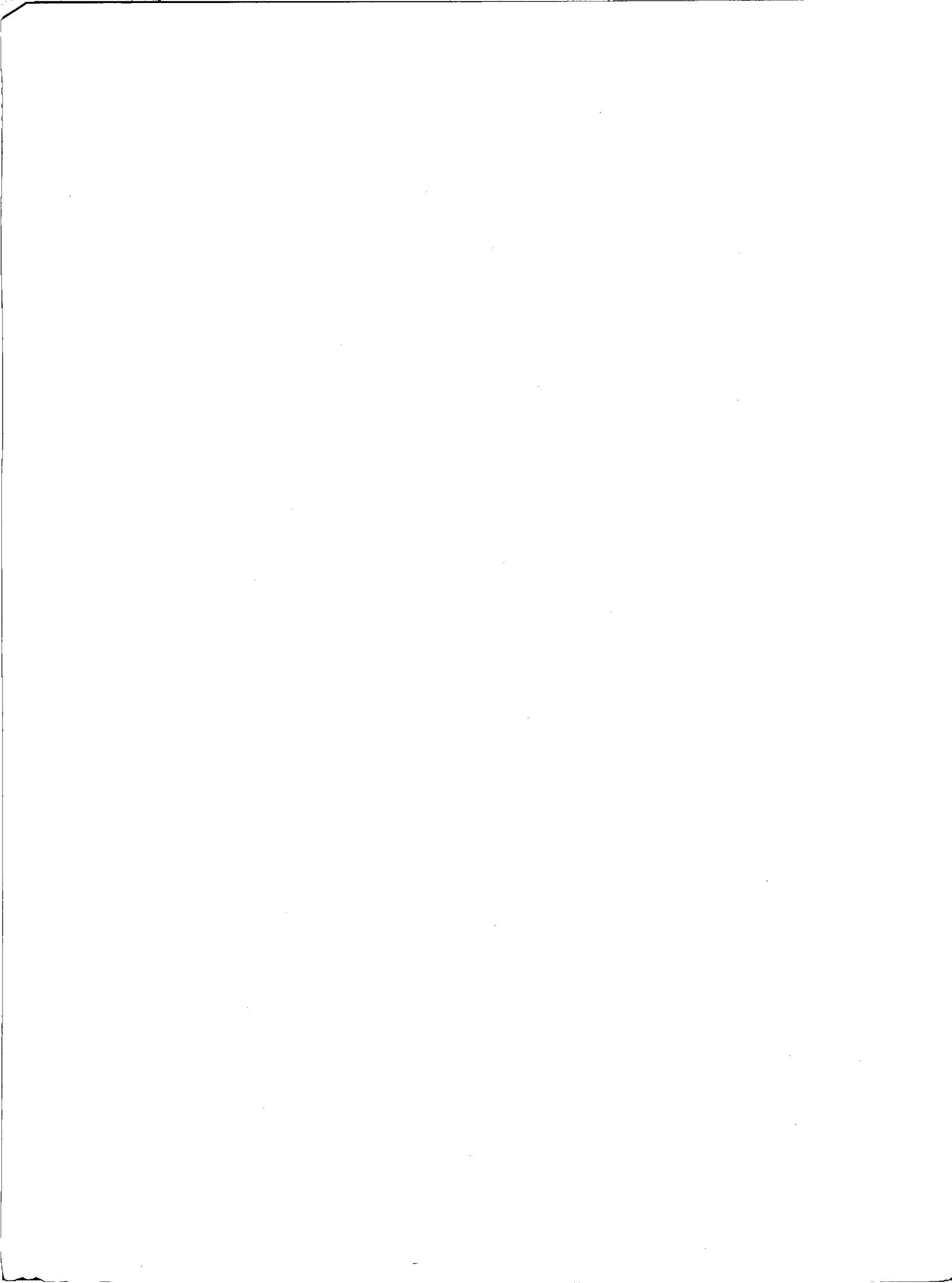
npr 2004-06-20

Traducción de Teresa Arijón

177447

TURNER

OCEANO



Director de la colección: Jorge Pinto. Director del Centro de Estudios de Finanzas Globales. Pace University, Nueva York

Primera edición en español: septiembre de 2003
Título original: *Irrational Exuberance*

Queda prohibida, salvo excepción prevista en la ley, cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública y transformación de esta obra sin contar con la autorización de los titulares de la propiedad intelectual. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad (arts. 270 y ss. del Código Penal).

Copyright © 2000 Robert J. Shiller

Copyright © en lengua española:

© Para España:
Turner Publicaciones, S.L.
Rafael Calvo, 42
Madrid 28010

© Para América Latina:
Editorial Océano de México S.A. de C.V.
Eugenio Suárez 59, Colonia Chapultepec Polanco
Miguel Hidalgo, Código Postal 11560, México D.F.

Diseño de la colección: Enric Satué

ISBN España: 84-7506-566-X
ISBN México: 970-651-712-X
Depósito legal: M. 35.439-2003
Printed in Spain

A Ben y Derek

ÍNDICE

Agradecimientos	13
Prefacio a la edición en español	17
Prefacio a la primera edición	23
I El mercado de valores desde una perspectiva histórica	31
Parte 1. Factores estructurales	45
II Factores precipitantes: Internet, el <i>baby boom</i> y otros	47
III Mecanismos de amplificación: acontecer natural de fraudes tipo Ponzi	77
Parte 2. Factores culturales	103
IV Los medios de comunicación	105
V Ideología de una nueva era económica	133
VI Nuevas eras y nuevas burbujas	157
Parte 3. Factores psicológicos	173
VII Anclajes psicológicos del mercado	175
VIII Epidemias y comportamiento de masas	189

Parte 4. Intentos de racionalizar la exuberancia.....	209
IX Eficiencia, rumbo casual y burbujas de los mercados	211
X Lo que los inversores deberán aprender... y desaprender	233
 Parte 5. Una llamada a la acción	245
XI Volatilidad especulativa en las sociedades libres	247
 Notas.....	279
Bibliografía.....	305
Índice analítico.....	317

GRÁFICOS Y CUADROS

GRÁFICOS

A Precios y beneficios, 1871-2000.....	18
B Relación precio-beneficios, 1881-2000.....	19
1.1. Precios y beneficios, 1871-2000.....	34
1.2. Relación precio-beneficios, 1881-2000.....	36
1.3. Relación precio-beneficios y pronóstico de rendimientos a diez años.....	39
9.1. Precio de las acciones y valor actual de los dividendos, 1871-2000.....	227

CUADROS

6.1. Mayores alzas anuales recientes en el índice real de cotizaciones.....	158
6.2. Mayores bajas anuales recientes en el índice real de cotizaciones.....	159
6.3. Mayores alzas quinquenales recientes en el índice real de cotizaciones.....	160
6.4. Mayores bajas quinquenales recientes en el índice real de cotizaciones.....	161

AGRADECIMIENTOS

Jeremy Siegel –aunque no está de acuerdo conmigo en todos los temas– me instó a organizar mis ideas en forma de libro. Él fue el verdadero instigador de este volumen. Jeremy es un amigo de toda la vida. Nuestras familias acostumbran compartir las vacaciones y gracias a Jeremy conocí otra manera de comprender las finanzas durante nuestras largas caminatas por la playa o mientras veíamos pescar a nuestros hijos.

John Campbell –quien primero fuera mi discípulo y luego mi coautor en una docena de artículos académicos sobre los mercados financieros, además de ser mi amigo desde hace años– ha sido mi otra mitad intelectual en la formulación de muchas de las ideas expresadas en este libro. Su inestimable colaboración me permitió obtener mayor precisión y hacer grandes progresos a partir de mi trabajo original sobre la volatilidad de los mercados financieros. John hizo también innumerables sugerencias y comentarios agudos sobre este manuscrito.

Peter Dougherty –mi editor en Princeton University Press– influyó de manera notable sobre la forma definitiva del libro y contribuyó a definir los aspectos fundamentales de su estructura. Ha sido un gran colega, y mucho más que eso... casi un colaborador, en realidad. Peter Strupp, de Princeton Editorial Associates, ha sido un extraordinario corrector de pruebas.

Durante el proceso de escritura conté con la valiosa ayuda de varios asistentes de investigación. Peter Fabrizio desenterró la verdad sobre varios acontecimientos históricos analizados en este libro. Yuanfeng Hou realizó un escrupuloso análisis de los datos obtenidos. Luis Mancilla fue un hábil detector de hechos. Steven Pawliczek dio origen a numerosas ideas relevantes.

No tengo palabras para agradecer la colaboración de aquellos amigos y colegas que leyeron los borradores del manuscrito e hicieron

comentarios útiles y exhaustivos: Stefano Athanasoulis, John Geanakoplos, William Konigsberg, Stephen Morris, Sharon Oster, Jay Ritter, Martin Shubik y James Tobin.

Mis colegas de la Cowles Foundation for Research in Economy de la Universidad de Yale –Donald Brown, Stefan Krieger y William Nordhaus– también fueron de gran ayuda. No quiero desaprovechar la oportunidad de expresar mi profunda gratitud a nuestro fundador, Alfred Cowles III –gestor de inversiones durante la primera parte del siglo XX y patrono de la economía matemática, ya fallecido–, quien tabuló la información de beneficios y dividendos anterior a 1926 incluida en el libro.

También agradezco la inapreciable ayuda de mis colegas del nuevo Yale International Center for Finance: William Goetzmann –su director–, Zhiwu Chen, Roger Ibbotson, Ivo Welch y Jeffrey Wurgler. Roger, famoso por sus conferencias “Dow 100.000” y sus pronósticos de un futuro brillante para el mercado, significó un constante desafío para mis ideas.

Siento una inmensa gratitud por el apoyo de mis colegas de Case, Shiller, Weiss, Inc.: Allan Weiss –su presidente–, Karl Case, Neel Krishnaswami y Terry Loeb. Ellos han puesto en práctica algunas de las sugerencias destinadas a mejorar las instituciones que manejan los riesgos en nuestra sociedad, incluidas en la última parte del libro.

Quiero agradecer a la Russell Sage Foundation por haber patrocinado los seminarios de comportamiento financiero que dicté con Richard Thaler durante los últimos diez años en el National Bureau of Economic Research. La expresión *comportamiento financiero* alude a un tipo de investigación de los mercados financieros que toma en cuenta datos básicos de la conducta humana, entre ellos los factores psicológicos y sociológicos. Este libro se ha visto beneficiado por el trabajo de numerosos académicos en el campo emergente del comportamiento financiero, que está comenzando a ocupar un lugar de preeminencia en las cátedras de finanzas de las universidades.

La US National Science Foundation patrocinó la mayor parte de mis investigaciones sobre mercados financieros. El constante apoyo que brinda a mi tarea desde hace más de veinte años me permite concentrar toda mi atención en los temas que estudio sin padecer apremios económicos.

Agradezco a Brad Barber, Scott Boorman, David Colander, Ray Fair, Peter Garber, Jeffrey Garten, Trevor Greetham, Stefan Krieger,

Ricky Lam, Benoit Mercereau, Stephen Morris, William Nordhaus, John Rey, Colin Robertson y Mark Warshawsky por las esclarecedoras conversaciones que mantuvimos. A mi asistente Carol Copeland y la mecanógrafa Glena Ames, por su inestimable ayuda. Yoshiro Tsutsui –de la Universidad de Osaka– y Fumiko Kon-Ya –del Instituto Japonés de Investigación de Títulos y Acciones– han colaborado conmigo en los últimos doce años en la realización de encuestas destinadas a explorar la actitud de los inversores en Japón y también en los Estados Unidos. Vaya también mi agradecimiento a Josephine Rinaldi y Walt Smietana, de CompuMail. Y, naturalmente, agradezco a los numerosos inversores que dedicaron tiempo a responder mis encuestas.

Virginia Shiller –mi esposa, psicóloga clínica– despertó mi interés en la psicología y me convenció de su importancia para la economía. Por ello le estoy absolutamente agradecido. Virginia leyó y criticó el manuscrito con sutileza y precisión y me ayudó a articular mis ideas. También mantuve vivo el fuego del hogar mientras yo pasaba largos días y noches consagrado a la escritura de este libro.

PREFACIO A LA EDICIÓN EN ESPAÑOL

Escribí y publiqué *Exuberancia irracional* inmediatamente antes del máximo histórico de los mercados de valores de todo el mundo, ocurrido en el año 2000. El mercado se encontraba todavía bajo la influencia de la subida más espectacular desde el mercado alcista que precedió al pico de 1929. Debido a ello la escritura del libro careció de las ventajas del análisis retrospectivo, que es parte esencial de los debates más recientes sobre el tema. Lo escribí en un momento en que era difícil atreverse a pronosticar un comportamiento pobre o deficiente del mercado de valores. Si bien otros especialistas también predijeron que podría hallarse próximo a un máximo, en la mayoría de los casos sus voces fueron acalladas por otras cada vez más optimistas. *Exuberancia irracional* llegó a las librerías en marzo de 2000. Yo lo vi por primera vez en la librería Borders de Union Station, en Washington D.C., el 21 de marzo del mismo año. El Índice Compuesto de Precios Standard & Poor's (el más exhaustivo de los índices mayores) alcanzó su pico más alto -1.552,87 puntos- tres días después, el 24 de marzo de 2000. El mercado de valores comenzó a caer a partir de entonces y llegó a su nivel más bajo -775,87 puntos- el 9 de octubre de 2002. Mientras escribo esto -y aunque se ha recuperado un poco- se mantiene estable en casi la mitad del valor de su máximo, en términos reales corregidos de acuerdo a la inflación.

Cabe señalar que la publicación de este libro en un momento tan oportuno con relación al máximo del mercado puede deberse, en parte, a la casualidad. Es probable que nadie sea capaz de predecir las subidas del mercado a corto plazo, y es indudable que yo no puedo. Pero sé que escribí este libro con una creciente sensación de urgencia, cuando el mercado de valores experimentaba nuevas e importantes subidas antes de llegar a su máximo. Y creo que las razones de esa urgencia deberían despertar el interés de los lec-

GRÁFICO A. PRECIOS Y BENEFICIOS, 1871-2000

Índice Real Combinado
de Precios de Standard & Poor's

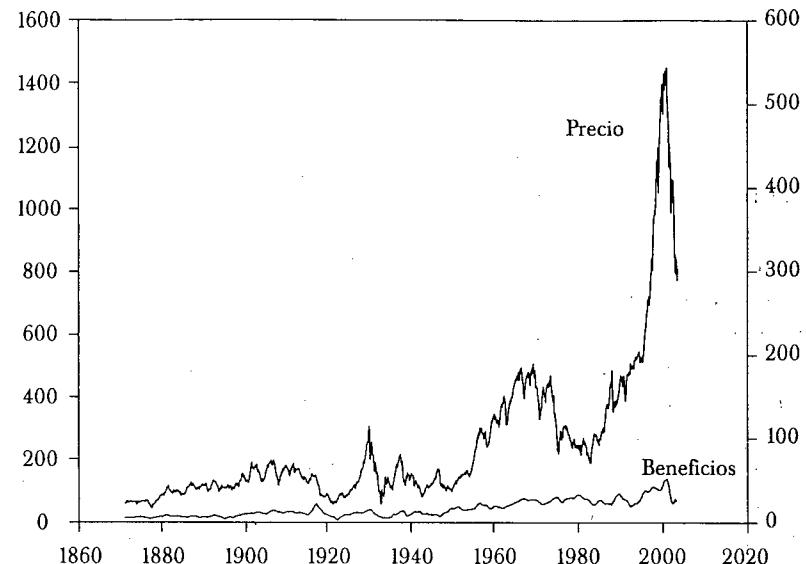
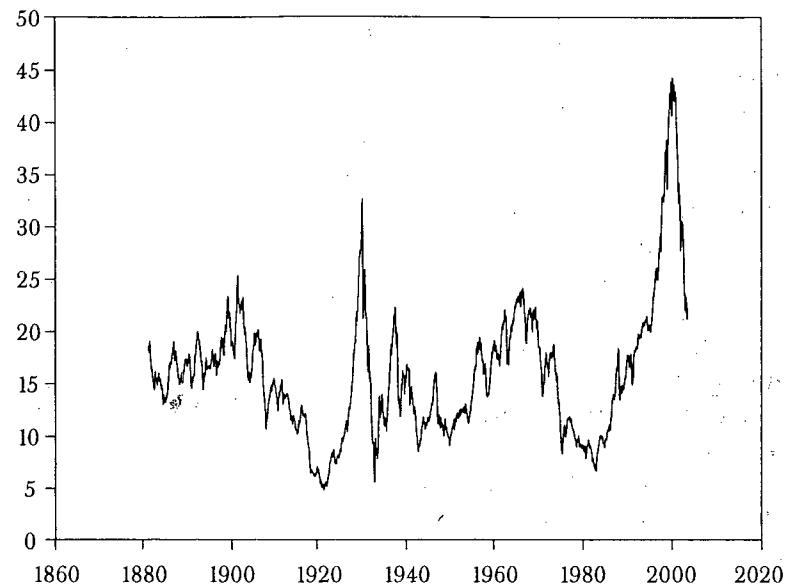


GRÁFICO B. RELACIÓN PRECIO-BENEFICIOS, 1881-2000



tores actuales, precisamente porque pueden decirnos mucho sobre el futuro que nos espera.

Para la edición en español de *Exuberancia irracional* decidimos dejar el texto intacto –sin modificar en nada la versión del año 2000–, excepto por la inclusión de este breve prefacio. La lectura del texto original nos ayudará a apreciar la importancia de las evidencias producidas durante esta enorme burbuja. Creo que es útil ver los acontecimientos desde esa perspectiva. Siempre nos preguntamos cómo hacer para predecir cambios radicales en el mercado e inevitablemente recurrimos a una amplia variedad de evidencias, entre ellas el entorno y la psicología de los inversores. Por otra parte, una exposición amplia y detallada de la naturaleza del mercado –como la que habría tenido cualquier observador interesado en aquella época– es insustituible.

De hecho, este libro es algo más que un simple debate acerca de los acontecimientos que condujeron al máximo del año 2000. *Exu-*

berancia irracional es un exhaustivo tratado sobre el comportamiento financiero y la psicología y la sociología humanas con relación al mercado de valores y la vida económica. Podría decirse que estudia dichos temas en el contexto de un caso particular: una única *burbuja especulativa* de gran tamaño.

Varios acontecimientos quedaron fuera del libro, en especial la serie de escándalos financieros que caracterizó el período posterior al máximo del mercado: escándalos que provocaron la desaparición de Enron y Arthur Anderson y también grandes liquidaciones por parte de algunos de los más prestigiosos bancos de inversión y firmas de corretaje bursátil de los Estados Unidos. Si queremos comprender cómo llegó el mercado a desarrollar una burbuja de semejante tamaño, tendremos que recordar que los eventos mencionados no fueron detectados hasta comienzos de 2000, a excepción de una cierta preocupación –ya expresada entonces– por los conflictos de intereses y las interpretaciones tendenciosas de los analistas. Una de las mayores dificultades a que me enfrenté mientras escribía este libro fue que en aquel momento la opinión pública se

sentía identificada con algunas de esas instituciones financieras –e incluso las admiraba abiertamente– en lugar de manifestar decepción o enojo frente a su conducta. Todo cambia cuando cambia el mercado, porque el mercado es un fiel reflejo de nuestra cultura e influye en sus parámetros.

Todos los gráficos y cuadros incluidos en el libro terminan en el año 2000, cuando fue escrito. Esos eran los datos de los que disponíamos. Decidimos no actualizar la información para no comprometer la integridad de un texto anterior al máximo del mercado.

Si observamos el gráfico 1.1 del capítulo I, veremos exactamente lo mismo que habría visto cualquier observador que hubiera intentado evaluar el mercado durante el máximo del año 2000. Tal y como dije en aquel momento, el mercado subía ‘como un cohete’. Y la mayoría de los expertos se hubiera resistido a pronosticar un posible desplome.

En este prefacio hemos actualizado la información del cuadro 1.1, lo que nos permitirá observar lo que no podríamos haber visto cuando se escribió el libro. Y el análisis retrospectivo nos ayudará a comprobar que la caída del mercado después del máximo de 2000 es en verdad apabullante. Si el mercado semejaba un cohete, el desplome posterior al año 2000 equivale al desastre del transbordador espacial *Challenger* en 1986.

A mi entender, las causas de este giro súbito se relacionan con los mismos “ciclos de retroalimentación” descritos en el capítulo III. El mercado se derrumbó debido –en gran parte– a su dinámica interna y a la dinámica de la opinión pública, y no a determinados acontecimientos exógenos. La retroalimentación ascendente del período de la burbuja –en el que los aumentos de las cotizaciones estimularon una mayor demanda de los inversores y un cambio en la opinión pública, lo que a su vez produjo cotizaciones más altas, mayor demanda de los inversores y más cambios en la opinión pública– fue reemplazada por la retroalimentación descendente. Los movimientos a la baja en los precios produjeron una menor demanda de los inversores y en consecuencia precios más bajos, en una suerte de espiral descendente. Y así como la retroalimentación ascendente se propagó por el mundo entero... la retroalimentación descendente hizo otro tanto y provocó la caída de los mercados y graves turbulencias económicas de Buenos Aires a París, pasando por Hong Kong. El proceso de retroalimentación es complejo y afec-

ta muchos aspectos de nuestra cultura, nuestra visión del mundo y nuestra comunicación verbal. Por lo tanto es difícil de comprender *a posteriori*.

También decidimos dejar intactas las conclusiones originales publicadas en 2000. La mayoría siguen vigentes mientras escribo estas páginas en el año 2003. Aunque el mercado ha caído de forma notable, continúa estando excesivamente sobrevalorado. Si bien hoy no resulta tan claro que las perspectivas de futuro sean negativas, las preocupaciones expresadas en esas conclusiones deberían inducir a los inversores a no gastar su capital únicamente en acciones. Y también deberían ayudarlos a comprender que el exceso de confianza y las grandes expectativas que muchos de ellos han depositado en sus carteras de valores podrían transformarse en pobres ahorros y grandes deudas en el futuro cercano.

ROBERT J. SHILLER
1 de mayo de 2003

PREFACIO A LA PRIMERA EDICIÓN

Este libro se propone brindar a sus lectores un amplio análisis –basado en un estudio exhaustivo de las investigaciones publicadas hasta hoy y la evidencia histórica– acerca del enorme y reciente auge del mercado de valores. Si bien toma como punto de partida específico la situación actual, la ubica de inmediato en el contexto general de los auges del mercado y ofrece propuestas concretas en cuanto a los cambios de políticas que deberían implementarse en respuesta a este y otros fenómenos similares.

Un libro de estas características es necesario en los tiempos que corren, en vista del desacuerdo general acerca del mercado de valores. Cuando legos y especialistas disienten en algo tan fundamental casi siempre se debe a que solo poseen parte de la información o, en otras palabras, a que apenas pueden ver una parte del todo. No obstante, la única manera de obtener consenso es exponer y analizar todos los hechos disponibles. En este libro presento un espectro de información más amplio que el que se suele emplear, sintetizado para ofrecer un panorama exhaustivo y específico del actual mercado de valores.

¿Por qué el mercado de valores de los Estados Unidos alcanzó niveles tan altos con la llegada del nuevo milenio? ¿Qué fue lo que cambió e hizo que las cotizaciones subieran tanto? ¿Cómo incidirán estos cambios sobre las perspectivas del mercado en las primeras décadas del nuevo milenio? ¿Es posible afirmar que existen factores determinantes que mantienen alto el mercado de valores –y son capaces de provocar un alza todavía mayor–, aun cuando se manifieste una tendencia negativa? ¿O acaso la elevada valoración del mercado se debe a una suerte de *exuberancia irracional*; es decir, al pensamiento positivo de los inversores que, por sus mismas características, les impide ver la situación real?

Las respuestas a estas preguntas son importantes tanto para los intereses públicos como para los privados. La manera en que valo-

remos hoy –y a futuro– el mercado influirá en un sinnúmero de decisiones fundamentales en cuanto a las políticas económicas y sociales, que no solo afectarán a los inversores sino a la sociedad en su conjunto e incluso al mundo entero. Si exageramos el valor actual y futuro del mercado es probable que, como sociedad, invertamos demasiado en el lanzamiento y la expansión de los negocios y muy poco en infraestructura, educación y otras formas de capital humano. Si sobrevaloramos el mercado destinaremos menos fondos a los planes de jubilación, a mantener nuestro promedio de ahorro, a la legislación de un sistema de Seguridad Social más justo y apropiado, y a la planificación de otras formas de seguro social. También podríamos perder la oportunidad de utilizar nuestra tecnología financiera –en progreso constante– para dar nuevas soluciones a los verdaderos riesgos que debemos enfrentar tanto en nuestras casas como en nuestras ciudades y nuestras vidas.

Con el propósito de responder a estas preguntas sobre el actual mercado de valores, coseché información relevante proveniente de diversos –y acaso remotos– campos de investigación. Las conclusiones y puntos de vista de esos campos casi siempre pasan inadvertidos para los analistas de mercado, y no obstante han sido fundamentales para la definición de episodios similares ocurridos en nuestro país y en otros lugares del mundo. Estos campos –que comprenden la economía, la psicología, la demografía, la sociología y la historia– aportan, además de sistemas convencionales de análisis financiero, estrategias definidas para enfrentar los temas que más nos preocupan. Gran parte del material consultado para la redacción de este libro corresponde al campo del comportamiento financiero, una disciplina emergente que, con el correr de los años, ha dejado de ser un ámbito menor de las finanzas para convertirse en uno de los pilares de la teoría financiera.

En suma, he intentado reunir las opiniones de los especialistas más destacados en estos campos. En general, todos creen que el actual mercado de valores presenta las características distintivas de una *burbuja especulativa*: es decir, una situación provisional en que las cotizaciones se mantienen altas debido al entusiasmo de los inversores antes que a una estimación coherente del valor real de las acciones. Dadas estas condiciones, y aun cuando el mercado pueda mantener o incluso aumentar el nivel de sus cotizaciones, sus perspectivas para los próximos diez o veinte años son más bien pobres, y quizás incluso peligrosas.

No pretendo ofrecer aquí un nuevo concepto de “comportamiento de los mercados financieros”. Este libro no es un compendio de teoría económica ni tampoco una incursión en la econometría, aunque tiene algo de ambas disciplinas. Más bien diría que es un intento de definir y comprender la compleja naturaleza de los mercados de valores actuales, teniendo en cuenta si satisfacen o no nuestras expectativas y modelos. He reunido en estas páginas toda la información relevante –económica y de otra clase– sobre el estado actual del mercado con la esperanza de corregir el rumbo, a mi entender peligroso, de las políticas que hoy impulsan los legisladores y los líderes económicos. También aspiro a que los expertos en finanzas perfeccionen sus teorías cotejándolas con las evidencias que indican que el nivel de los precios del mercado es algo más que la mera suma de la información económica disponible.

En la generación pasada, la rama de la teoría financiera derivada del supuesto de que todos los individuos son racionales y especulativos se transformó en el aparato analítico que más influyó sobre nuestra valoración del mercado. Los teóricos que sostienen que las cotizaciones bursátiles constituyen un astuto y eficaz procesador de información financiera han tenido un impacto profundo sobre el manejo sistemático de la riqueza mundial, desde el corredor de Bolsa de la esquina hasta la Reserva Federal de los Estados Unidos. Pero la mayoría de estos eruditos de las finanzas y la economía evitan hacer declaraciones públicas acerca de las cotizaciones del mercado (aunque a menudo expresan sus opiniones durante los almuerzos de negocios, entre cerveza y cerveza) porque no quieren que los pillen diciendo cosas que luego no podrán probar. Mediante la estratagema del distanciamiento científico, estos economistas financieros tienden a apoyarse en el simple pero elegante modelo de la eficiencia de los mercados para justificar su posición profesional.

Sin embargo, cuando se trata de discutir políticas, la excesiva confianza en modelos tan prístinos supone graves riesgos... porque esos modelos solo se ocupan de problemas que se pueden responder con precisión científica. Si nos esforzamos demasiado por ser precisos, podemos caer en la irrelevancia derivada de una estrechez de miras. La evidencia que presentaremos en los próximos capítulos indica que la realidad del actual mercado de valores es cualquier cosa menos un ensayo de laboratorio. Si la teoría de las finanzas aspira a ser una disciplina cada vez más útil, tarde o temprano todos los economistas

deberán abordar los aspectos más enojosos de la realidad del mercado. Mientras tanto, quienes participen en los debates públicos y la elaboración de políticas económicas tendrán que resolver este entredicho de factores ya mismo, antes de que sea demasiado tarde.

Una de las consecuencias no previstas de la cultura inversora de hoy es que parte de las decenas de millones de adultos que invierten en el mercado actúa como si el nivel de las cotizaciones fuera a continuar subiendo al promedio acostumbrado. Aunque de acuerdo a las mediciones los precios son más altos que nunca, los inversores se comportan como si nunca fueran bastante elevados... y como si jamás fueran a bajar durante un período prolongado. ¿Y por qué se conducen de este modo? Segundo parece, su lógica está vinculada con lo que podríamos llamar "la ley del mínimo esfuerzo". Es decir, si millones de expertos e inversores estudian las cotizaciones y confirman su supuesto valor, ¿por qué habrían de perder su tiempo tratando de imaginar precios razonables? Más les convendría aprovechar el esfuerzo de aquellos inversores –más diligentes o más cautos– que han estudiado los precios del mercado y hacer lo que hacen ellos... ¡comprar acciones!

Pero la mayoría de los inversores ignora la preocupante falta de credibilidad y calidad de los análisis del mercado de valores, por no mencionar la ausencia de claridad y precisión con que son comunicados al público. A menudo, los así llamados "análisis" son tan rigurosos como la lectura de los posos del café. Quienes afirman que el índice Dow alcanzará los 36.000, 40.000 o 100.000 puntos no pueden inspirar confianza. Es cierto que *algunos* analistas tienen un enfoque más realista sobre las perspectivas del mercado y llegan a conclusiones mejor informadas acerca de su futuro, pero sus nombres no aparecen en los titulares de los diarios y por lo tanto no influyen sobre las decisiones de la gente.

En cambio, los titulares reflejan la constante atención que los medios prestan a factores triviales, como las opiniones de las "celebridades". Entregados a una feroz competencia por captar lectores, oyentes y televidentes, los medios tienden a ofrecer información superficial y a inducir ideas erróneas acerca del mercado de valores. Las noticias han dado origen a un saber mediocre y convencional basado en una supuesta perdurabilidad de las acciones. Y la gente ha aprendido a aceptar ese saber convencional, a mi entender vacío de todo contenido. Para ser justo con los profesionales de Wall Street cuyas

opiniones aparecen en los medios, debo señalar que –limitados como están por las exégesis y los informes altisonantes que reciben a todas horas– seguramente les resulta difícil corregir las falacias del saber convencional. Será necesario escribir varios libros para que el río vuelva a su cauce. Este es uno de esos libros.

Como dije antes, el saber convencional sostiene que el mercado de valores –entendido como un todo– siempre ha sido y será la mejor inversión, aun cuando esté sobrevalorado de acuerdo a los parámetros históricos. Los pequeños inversores en planes de jubilación han cambiado sus hábitos y compran cada vez más acciones. Invierten su dinero allí donde les dicta su *mantra*. Y esta actitud incita a cometer excesos a aquellas empresas que poseen una reserva ilimitada de acciones para vender: "¿Queréis acciones? Pues, os daremos acciones".

La mayoría de los inversores parece creer que el mercado es, en sí mismo, una fuerza de la naturaleza. No comprenden que son ellos, como grupo, quienes determinan el nivel de las cotizaciones. Y subestiman el hecho de que otros inversores piensan lo mismo. Muchos inversores particulares creen que los inversores institucionales dominan los movimientos del mercado y cuentan con patrones sofisticados para comprender las cotizaciones, como si se tratara de un conocimiento superior. Evidentemente no saben que la mayoría de los inversores institucionales están tan desorientados como ellos. En suma, el nivel de los precios es manejado –hasta cierto punto– por una profecía autocomplaciente basada en las coronadas de un conjunto heterogéneo de grandes y pequeños inversores y reafirmada por los medios de difusión, que casi siempre anhelan ratificar el saber convencional inducido por los propios inversores.

Cuando el promedio industrial Dow Jones superó por primera vez los 10.000 puntos en marzo de 1999, Merrill Lynch publicó en un periódico de gran circulación un anuncio a toda página con la siguiente leyenda: "Hasta los que tienen una estrategia ordenada y a largo plazo como la nuestra quedarán admirados". En el extremo inferior izquierdo de la página, junto a un gráfico de movimiento accionario que concluía en la cifra 10.000 se leía: "LOGRO HUMANO". Si esta conquista merece un aplauso, tendríamos que felicitar a nuestros empleados cada vez que nos remiten brillantes informes de autoevaluación.

Hoy se percibe un tufillo de extravagante expectativa, si no de *exuberancia irracional*, en el aire. La gente es optimista respecto al mercado de valores. Y se advierte cierta falta de moderación o incluso

de cordura en cuanto a la percepción de sus tendencias decrecientes y las consecuencias que estas podrían traer aparejadas. Si el Dow bajara a 6.000, la pérdida sería equivalente al valor de todo el paquete accionario de viviendas de los Estados Unidos. Esto tendría efectos perjudiciales e imprevistos sobre los inversores particulares, los fondos de jubilaciones, las becas universitarias y las organizaciones filantrópicas.

Necesitamos saber si el nivel de las cotizaciones –hoy, mañana o cualquier otro día– refleja con sensatez la realidad económica, así como –en tanto individuos– necesitamos saber cuánto dinero tenemos en nuestra cuenta bancaria. De esta evaluación dependen los alimentos que en el futuro serviremos en nuestras mesas y la ropa que vestiremos, por lo que deberíamos tenerla en cuenta antes de decidir gastar o invertir nuestro dinero. En suma, necesitamos comprender las fuerzas que determinan las perspectivas del mercado de valores a largo plazo. Este libro aspira a ofrecer a sus lectores un camino seguro y transitable hacia ese objetivo.

Contenidos generales

Luego del capítulo introductorio –que sitúa el mercado actual en su contexto histórico–, en la Parte 1 analizaremos los hechos precipitantes: aquellos factores externos al mercado de valores, como la tecnología y la demografía, que no obstante condicionan su comportamiento. También estudiaremos los mecanismos de amplificación que hacen que estos factores tengan un efecto desmedido sobre el mercado. Estos mecanismos pueden estimular la confianza del público inversor a pesar de las cotizaciones excesivamente altas y crear situaciones en las que los cambios en los precios producen a su vez más cambios y dan comienzo a la burbuja especulativa.

En la Parte 2 presentaremos los factores culturales que fortalecen aún más la estructura de la burbuja especulativa. Entre otros, las tendencias de pensamiento –difundidas y exageradas por los medios– que afirman que la economía ha iniciado una “nueva era” que la vuelve impermeable a las fuerzas negativas o decrecientes. Incluirímos ejemplos de tendencias similares ocurridas en todos los máximos del mercado norteamericano durante el siglo XX, y también ejemplos de otros países.

En la Parte 3 discutiremos dos de los tópicos que definen la burbuja especulativa: los anclajes psicológicos y el comportamiento de rebaño.

La Parte 4 estará dedicada a los intentos de los académicos y formadores de opinión de racionalizar los niveles recientes del mercado, a través de la teoría de los mercados eficientes y el “aprendizaje” de ciertos “hechos” relacionados con el comportamiento bursátil.

En la Parte 5 analizaremos las implicaciones de la actual burbuja especulativa para los inversores particulares, las instituciones y los gobiernos. Brindaremos opciones de cambios urgentes y necesarios en las políticas económicas, y ofreceremos estrategias para que los inversores particulares reduzcan su exposición a las consecuencias del posible y esperable “estallido” de la burbuja.

I

EL MERCADO DE VALORES DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Cuando Alan Greenspan –presidente de la Junta Directiva de la Reserva Federal en Washington– empleó la expresión “exuberancia irracional” para describir el comportamiento de los inversores en un discurso por lo demás formal y previsible (pronunciado el 5 de diciembre de 1996), el mundo entero concentró su atención en esas dos palabras. Los mercados de valores cayeron en picado. En Japón, el índice Nikkei bajó el 3,2%; en Hong Kong, el Hang-Seng cayó el 2,9%, y, en Alemania, el DAX cayó el 4%. En Londres, el índice FT-SE 100 bajó el 4% en un solo día, y, en los Estados Unidos, el índice industrial Dow Jones cayó un 2,3% al comienzo de la sesión. Las palabras “exuberancia irracional” pronto se transformaron en la cita más famosa de Greenspan... y en una frase clave para quienes siguen los movimientos del mercado.

¿Por qué el mundo entero reaccionó con tanta contundencia al escuchar esas dos palabras? Algunos especialistas opinan que las palabras de Greenspan insinuaron un posible ajuste restrictivo en la política monetaria de la Reserva Federal, y que la gente reaccionó al pronóstico modificado de las posibles medidas de la Junta Directiva. Pero eso no explica por qué el público mantiene vivo el recuerdo de la expresión “exuberancia irracional” después de tantos años. Creo que la reacción refleja un temor a que los mercados puedan estar sujetos a niveles de precios inusualmente altos e insostenibles debido a la influencia de la psicología del mercado. Las palabras de Greenspan sugieren la posibilidad de que el mercado caiga o que se transforme en una inversión menos atractiva.

Sin duda, la historia da sobrado fundamento a ese temor. Por lo tanto, en este capítulo estudiaremos la evidencia histórica. Y, aun cuando el análisis se torne muy específico, me permito instar a los lectores a seguir su curso ya que la profusión de detalles nos permitirá ubicar la situación actual en un contexto útil y revelador.

Los máximos del mercado

De acuerdo a los parámetros históricos, el mercado de valores de los Estados Unidos ha alcanzado niveles extremadamente altos en los últimos años. Esto ha llevado a los inversores a pensar que las altas cotizaciones actuales –e incluso otras todavía más elevadas– se mantendrán incólumes en el futuro previsible. No obstante, si la historia de las altas valoraciones del mercado puede servir de guía, los inversores sufrirán una enorme decepción con la actuación del mercado en los años venideros.

La subida sin precedentes, ocurrida antes del comienzo del nuevo milenio, llevó al mercado a su pico más alto. El Dow Jones (de aquí en adelante el Dow, para simplificar) se situaba en 3.600 puntos a comienzos de 1994. En 1999 había superado los 11.000; es decir que había triplicado su valor en cinco años, un aumento total de más del 200% en las cotizaciones. A comienzos del año 2000, el Dow superó los 11.700 puntos.

Sin embargo, en ese mismo período, los indicadores macroeconómicos ni siquiera se aproximaron a triplicar su valor. El ingreso per cápita y el Producto Interior Bruto (PIB) aumentaron menos del 30% en los Estados Unidos, y casi la mitad del aumento se debió a la inflación. Los beneficios empresariales no aumentaron más del 60%, y ello a partir de una base recesiva-depresiva temporal. A la luz de estas cifras, el aumento en la cotización de las acciones parece injustificado y, si tenemos en cuenta los parámetros históricos, de continuidad improbable.

En la misma época se produjeron importantes aumentos de precios de acciones en otros países. Entre 1994 y 1999 los mercados de Francia, Alemania, Italia, España y el Reino Unido duplicaron su valor. Por otra parte, el mercado de Canadá casi duplicó su valor y el de Australia subió el 50%. En el transcurso de 1999, los mercados de Asia (Hong Kong, Indonesia, Japón, Malasia, Singapur y Corea del Sur) y América Latina (Brasil, México y Chile) obtuvieron beneficios espectaculares. Pero ningún país tuvo un alza similar a la observada en los Estados Unidos desde 1994.

Durante el mismo período también aumentaron los precios de las viviendas familiares, si bien solo se produjeron alzas significativas en unas pocas ciudades. Entre 1994 y 1999, el aumento promedio total en el precio de las viviendas en diez ciudades importantes de

los Estados Unidos fue solo del 9%. Estos aumentos son mínimos en relación con el alza del mercado de valores norteamericano.¹

Los niveles de cotización recientes –y la expectativa de que se mantendrán o serán superados en el futuro cercano– ponen de manifiesto varias cuestiones esenciales. Necesitamos saber si el período actual de altas cotizaciones es similar a otros períodos históricos; es decir, si será seguido por un movimiento bursátil en torno al nivel actual o negativo en los próximos años. Necesitamos saber si el alza que nos trajo donde estamos es en realidad una *burbuja especulativa*: una subida insostenible producida por el comportamiento de compra de los inversores y no por la aplicación de información genuina y fundamental acerca del valor real de las acciones. En suma, necesitamos saber si el valor que los inversores han imputado al mercado es o no es real para, en el último de los casos, poder reajustar nuestros planes y nuestra manera de pensar.

Datos útiles

El gráfico 1.1 muestra el Índice Compuesto de Precios de Standard & Poor's (S&P) real mensual –modificado de acuerdo a la inflación a partir del Índice de Precios al Consumidor–, correspondiente al período comprendido entre enero de 1871 y enero de 2000 en los Estados Unidos (curva superior), junto a la serie de Beneficios Combinados de S&P reales correspondiente al mismo período (curva inferior).² Este gráfico nos permite obtener una perspectiva de largo plazo de los niveles recientes del mercado norteamericano. De este modo veremos que el comportamiento del mercado es muy diferente en comparación con otras épocas. Desde que tocó fondo en julio de 1982, el mercado ha subido de forma constante y uniforme. Esta ha sido el alza más espectacular de toda la historia de los Estados Unidos. Entre los años 1992 y 2000 la escalada de las cotizaciones fue notable: el índice parece una nave espacial que despegó de la parte superior del gráfico! Dado que ha sido el más grande en la historia del mercado de valores norteamericano, bien podríamos denominarlo *el auge del milenio*.³

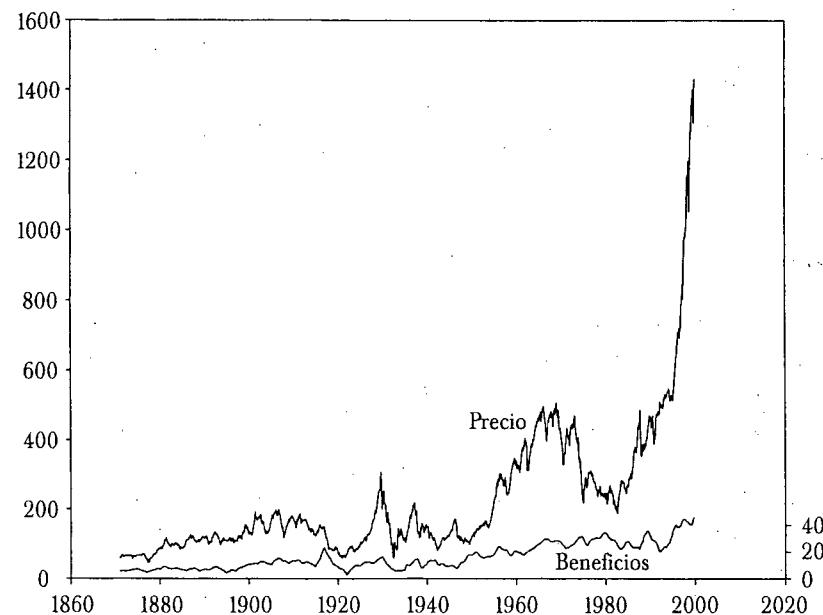
Sin embargo, esta subida espectacular en los precios que hemos venido observando desde 1982 no ha tenido equivalencia en el aumento de los beneficios reales. Si estudiamos el gráfico, vere-

GRÁFICO 1.1. PRECIOS Y BENEFICIOS, 1871-2000

Índice Compuesto de Precios de Standard & Poor's real mensual (corregido de acuerdo a la inflación), desde enero de 1871 hasta enero de 2000 (línea superior), y Beneficios Combinados de S&P reales desde enero de 1871 hasta septiembre de 1999 (línea inferior). *Fuentes consultadas:* cálculos del autor basados en datos del Servicio Estadístico de S&P; el Departamento de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos; *Common Stock Indexes*, de Cowles y otros, y *Gold and Prices*, de Warren y Pearson. Ver también nota 2.

Índice Compuesto de Precios
de Standard & Poor's real mensual

Beneficios Combinados
de S&P reales



mos que en los últimos años la curva de las ganancias no ascendió tanto. De hecho, los beneficios oscilan en una línea de crecimiento lento y constante que ha persistido durante más de un siglo.

Jamás se había producido un movimiento de estas características en la historia del mercado de valores de los Estados Unidos. Claro que no debemos olvidar la famosa escalada de la década de 1920, que culminó con el desastre de 1929. El gráfico 1.1 presenta el auge de aquel período mediante un modelo de cotizaciones en forma de cúspide. Si modificamos las cifras de acuerdo a la menor dimensión del

mercado de entonces, advertiremos que el auge de la década de 1920 tiene cierta semejanza con el alza reciente; no obstante, es el único episodio histórico que se puede comparar con el auge actual.

A fines de la década de 1950 y comienzos de los años sesenta se produjo una subida, que culminó en un período sin altibajos que duró media década, que a su vez fue seguido por el desplome del mercado en los años 1973 y 1974. Pero el aumento de las cotizaciones durante aquella etapa fue menos espectacular que el de hoy.

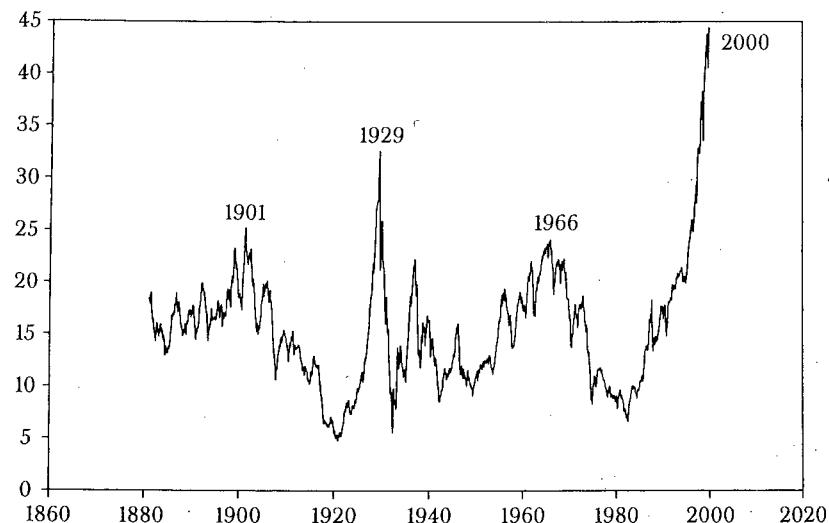
El precio con relación a los beneficios

El comportamiento de los precios entre 1990 y 2000 puede explicarse, en parte, por los beneficios inusuales obtenidos durante ese período. Numerosos observadores han notado que el crecimiento de los beneficios durante el quinquenio que finalizó en 1997 fue extraordinario: los Beneficios Combinados de S&P se duplicaron, y cabe señalar que hacía casi medio siglo que no se producía un crecimiento quinquenal tan acelerado en las ganancias reales. Pero el año 1992 marcó el final de una recesión que deprimió temporalmente los beneficios. Ya antes habían ocurrido aumentos similares en las ganancias luego de períodos de merma provocados por la recesión o la depresión del mercado. De hecho, entre 1921 y 1926 los beneficios reales se cuadruplicaron cuando la economía emergió de la severa recesión de 1921 a la próspera década de 1920. Por otra parte, tras la depresión de la década de 1890, la Gran Depresión de los años treinta y la Segunda Guerra Mundial, los beneficios reales se duplicaron durante períodos quinqueniales.

El gráfico 1.2 muestra la relación precio-beneficios; es decir, el Índice Compuesto de S&P –modificado de acuerdo a la inflación– dividido por el promedio móvil de beneficios reales decenales según el índice. Las fechas indicadas en el gráfico son mensuales: desde enero de 1881 hasta enero de 2000. La relación precio-beneficios permite saber cuán oneroso es el mercado a partir de una medición objetiva de la capacidad de las empresas para obtener ganancias. Utilizamos como denominador el promedio decenal de beneficios reales, coordenadas propuestas por Benjamin Graham y David Dodd en 1934. El promedio decenal allana algunos eventos, como la interrupción temporal de los beneficios durante la Primera Guerra Mun-

GRÁFICO 1.2. RELACIÓN PRECIO-BENEFICIOS, 1881-2000

Relación mensual precio-beneficios, desde enero de 1881 hasta enero de 2000. Numerador: Índice Compuesto de Cotizaciones de Standard & Poor's (corregido de acuerdo a la inflación), correspondiente al mes de enero. Denominador: promedio móvil de los diez años anteriores de Beneficios Combinados de S&P reales. Se han indicado los años de picos bursátiles. *Fuentes consultadas:* cálculos del autor basados en la información de las fuentes mencionadas en el gráfico 1.1. Ver también nota 2.



dial, la bajada de las ganancias durante la Segunda Guerra Mundial o las frecuentes alzas y bajas debidas al ciclo natural de los negocios.⁴ Una vez más advertimos una importante curva ascendente después de 1997, cuando la relación precio-beneficios sube hasta llegar a 44,3 en enero de 2000. Cabe mencionar que, de acuerdo a este sistema de medición, la relación precio-beneficios nunca había sido tan elevada. El paralelo más cercano es el mes de septiembre de 1929, cuando alcanzó a 32,6.

Según la información reciente, los beneficios son muy altos en comparación con la medición de Graham y Dodd para rendimientos a largo plazo; no obstante, nada escapa a lo ordinario. En la actualidad, lo extraordinario es el comportamiento de los precios (como hemos visto en el gráfico 1.1), no el de los beneficios.

Otros períodos de precios altos con relación a los beneficios

Hubo otras tres ocasiones en que la relación precio-beneficios –como muestra el gráfico 1.2– alcanzó valores elevados, aunque nunca tanto como en el año 2000. La primera vez fue en junio de 1901, con un alza de 25,2 (ver gráfico 1.2). Ese podría ser el “máximo del siglo XX”, dado que ocurrió cerca del comienzo de ese siglo. (La llegada del siglo XX se celebró el 1 de enero de 1901, no el 1 de enero de 1900).⁵ Este máximo fue el resultado de la duplicación de los beneficios reales en el quinquenio posterior a la recuperación de la economía norteamericana tras la depresión de la década de 1890.⁶ El máximo de 1901 en la relación precio-beneficios ocurrió después de una escalada súbita entre julio de 1900 y junio de 1901, que produjo un aumento del 43% en apenas once meses. Es evidente que el optimismo del cambio de siglo, asociado a la expectativa de un futuro próspero con tecnología avanzada, dejó su impronta.

Después de 1901 no se observó una tendencia negativa pronunciada e inmediata en las cotizaciones reales, pero en la década siguiente los precios se mantuvieron estables o por debajo del nivel de ese año y luego cayeron. En junio de 1920 el mercado había perdido el 67% de su valor real con respecto a junio de 1901. El rendimiento promedio real del mercado (incluyendo los dividendos) fue del 3,4% anual en el quinquenio posterior a junio de 1901, justo por encima del tipo de interés real. El rendimiento promedio real del mercado (incluyendo dividendos) fue del 4,4% anual en el decenio posterior a junio de 1901, del 3,1% anual en los quince años siguientes a esa fecha y del -0,2% anual en los veinte años posteriores a esa misma fecha.⁷ Estos rendimientos son más bajos de lo que generalmente se espera del mercado, aunque, de haberse mantenido las posiciones durante la década de 1920, se hubieran visto mejores rendimientos.

El segundo episodio de una elevada relación precio-beneficios ocurrió en septiembre de 1929; este fue el punto culminante del mercado en la década de 1920 y la segunda relación precio-beneficios más alta de todos los tiempos. Después de la impactante subida de los años veinte, la relación entre precio y beneficios alcanzó los 32,6 puntos en 1929. Como todos sabemos, el mercado se desplomó desde esas alturas con una caída real del 80,6% en el Índice de S&P en

junio de 1932. La bajada del valor real fue profunda y duradera. El Índice de S&P no recuperó su valor de septiembre de 1929 hasta diciembre de 1958. El rendimiento real promedio (incluyendo los dividendos) fue del -13,1% anual durante el quinquenio posterior a septiembre de 1929, del -1,4% anual durante la década siguiente, del -0,5% anual durante los quince años que siguieron, y del -0,4% anual en los veinte años posteriores.⁸

El tercer ejemplo de una alta relación precio-beneficios ocurrió en enero de 1966 con un máximo local de 24,1; como se muestra en el gráfico 1.2. Este máximo –que se produjo luego de un alza espectacular del mercado y un aumento quinquenal del 46% en las cotizaciones a partir de mayo de 1960– podría ser bautizado como el “Máximo Kennedy-Johnson”, ya que se basó en el prestigio y el carisma del presidente John F. Kennedy y la inestimable colaboración de su vicepresidente y sucesor, Lyndon B. Johnson. La escalada, que llevó la relación precio-beneficios a su máximo local, correspondió a un alza del 53% en las ganancias. El mercado reaccionó como si esperara que este crecimiento fuera a continuar para siempre, cosa que por supuesto no sucedió: los beneficios reales aumentaron muy poco en la década siguiente. Las cotizaciones reales se mantuvieron oscilantes en torno al máximo de enero de 1966, superándolo apenas en 1968 y volviendo a caer al poco tiempo. En diciembre de 1974 los precios de las acciones habían bajado el 56% con respecto a enero de 1966. Cabe mencionar que no recuperaron su nivel de enero de 1966 hasta mayo de 1992. El rendimiento promedio del mercado de valores (incluyendo los dividendos) fue del -2,6% anual durante el quinquenio posterior a enero de 1966, del -1,8% anual durante la década siguiente, del -0,5% anual durante los quince años posteriores, y del 1,9% anual durante los veinte años que siguieron.

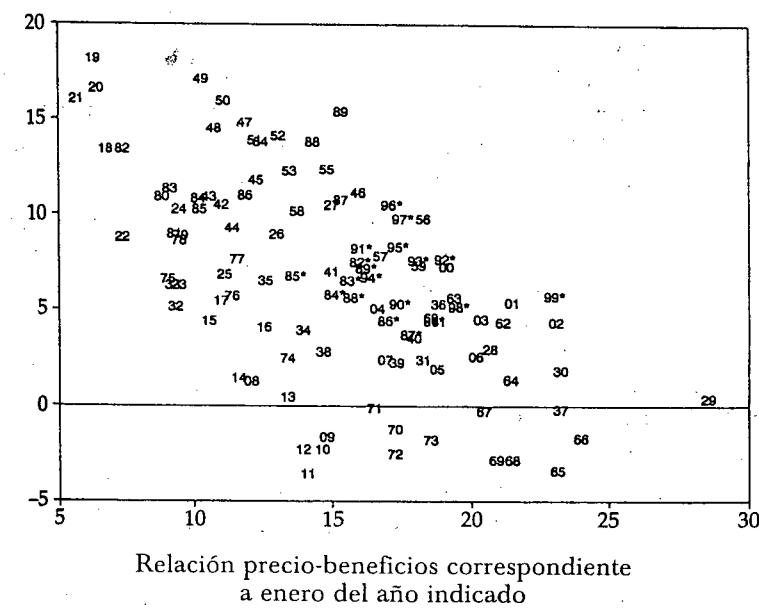
Vínculo histórico entre las relaciones precio-beneficios y los subsiguientes rendimientos a largo plazo

El gráfico 1.3 es un gráfico libre que muestra sobre su eje horizontal la relación precio-beneficios correspondiente al mes de enero de todos los años comprendidos entre 1881 y 1989, y, sobre su eje vertical, el rendimiento real anual (modificado según los índices de inflación) del mercado durante la década posterior a dicho mes.

GRÁFICO 1.3. RELACIÓN PRECIO-BENEFICIOS Y PRONÓSTICO DE RENDIMIENTOS A DIEZ AÑOS

Gráfico libre de rendimientos anuales a diez años contra relación precio-beneficios. El eje horizontal muestra la relación precio-beneficios (como el gráfico 1.2) correspondiente al mes de enero del año indicado; se ha omitido el 19 en la notación de los años del siglo XX y el 18 en la de los años del siglo XIX, señalados por un asterisco (*). El eje vertical muestra el rendimiento promedio geométrico real anual correspondiente a cada año, a partir de la inversión en el Índice Compuesto de S&P en enero del año indicado, la reinversión de los dividendos y la venta al cabo de diez años. *Fuentes consultadas:* cálculos del autor basados en la información de las fuentes mencionadas en el gráfico 1.1. Ver también nota 2.

Rendimiento decimal real por año (%)



Este gráfico demuestra que la relación precio-beneficios pronostica acertadamente los rendimientos subsiguientes a largo plazo (diez años). Solo incluye información correspondiente al mes de enero; si mostráramos información de los doce meses de cada año habría tantos puntos que el gráfico resultaría ilegible. La desventaja de este método es que, al mostrar solo la información de enero, pasa por alto la mayoría de las alzas y bajas del mercado; por ejemplo, no se muestra el máximo de 1929 y los rendimientos negativos que

siguieron. La relación precio-beneficios que aparece en el gráfico 1.3 es la misma del 1.2. Cada año está indicado por los dos últimos dígitos del número que le corresponde, y los años del siglo XIX están señalados con un asterisco (*).

El gráfico 1.3 –que desarrollé con el economista John Campbell– demuestra que la relación precio-beneficios pronostica los rendimientos subsiguientes, dado que todas las relaciones que aparecen sobre el eje horizontal ya se conocían al comenzar el decenio. Aplicado a varios países, fue la pieza clave de nuestro testimonio ante la Junta Directiva de la Reserva Federal el 3 de diciembre de 1996.⁹

El enjambre de puntos del gráfico muestra un declive definido desde el extremo superior izquierdo hacia el extremo inferior derecho. Los puntos dispersos indican que en algunos años ubicados sobre la izquierda del gráfico (por ejemplo enero de 1920, enero de 1949 y enero de 1982) los rendimientos a largo plazo fueron muy altos. En cambio, en algunos años ubicados sobre la derecha del gráfico (enero de 1929, enero de 1937 y enero de 1966, entre otros) los rendimientos subsiguientes fueron bajos. También se observan excepciones importantes, como enero de 1899, cuyos rendimientos decenales subsiguientes lograron alcanzar el 5,5% anual a pesar de una elevada relación precio-beneficios (22,9); y enero de 1922, cuyos rendimientos decenales subsiguientes fueron de solo el 8,7% anual a pesar de una baja relación precio-beneficios (7,4). Pero el secreto de este gráfico es que, por regla y de acuerdo al promedio, los años con baja relación precio-beneficios fueron seguidos por rendimientos altos, y los años con alta relación precio-beneficios fueron seguidos por rendimientos bajos o negativos.

El vínculo entre la relación precio-beneficios y los rendimientos subsiguientes parece fuerte; no obstante, aún se cuestiona su importancia a nivel estadístico debido a que en los 119 años estudiados hay doce decenios que no tienen nada en común. En el transcurso de los años se han realizado numerosos debates académicos sobre este tipo de relaciones y todavía se están analizando algunas cuestiones metodológicas. Más allá de las discusiones ocasionales, creemos que esta relación es significativa a nivel estadístico.¹⁰ Nuestra confianza proviene del hecho de que relaciones similares a esta parecen haber sido importantes para otros países y también para acciones individuales. El gráfico 1.3 confirma que los inversores a largo plazo

–es decir aquellos que pudieron colocar su dinero en inversiones de hasta diez años– tuvieron éxito cuando las cotizaciones eran bajas con relación a los beneficios al comienzo del decenio, y fracasaron cuando los precios eran altos al comienzo del período. Por lo tanto, los inversores a largo plazo deben mantenerse fuera del mercado mientras esté alto –como lo está ahora– y entrar en él cuando comience a bajar.¹¹

Los valores recientes de la relación precio-beneficios (muy por encima de 40) están lejos del promedio histórico. Si tuviéramos que ubicar la relación actual entre precio y beneficios sobre el eje horizontal... quedaría fuera del gráfico. Deducir qué clase de rendimiento pronostica la relación precio-beneficios para la década siguiente a partir del gráfico 1.3 es cuestión de criterio: la respuesta dependerá de qué tracemos una recta o una curva. Y, dado que la relación precio-beneficios del año 2000 está fuera del promedio histórico, la forma de la curva podría ser importante. Baste decir que el gráfico, de media, indicaría rendimientos negativos para la próxima década.

Uno de los motivos para sospechar que la relación mostrada en el gráfico 1.3 es verdadera es que, históricamente, cuando las cotizaciones fueron altas con relación a los beneficios –tal como se calcula aquí a partir de un promedio decenal móvil de ganancias–, los rendimientos en términos de dividendos fueron bajos; sin embargo, cuando los precios fueron bajos con relación a los beneficios, los rendimientos en dividendos fueron altos.¹² Las relaciones recientes entre precio y beneficios –que han establecido el récord más alto de la historia– han sido acompañadas por el récord más bajo de rendimientos en dividendos. En enero de 2000, los dividendos del S&P constituían el 1,2% de la cotización, muy por debajo de su promedio histórico del 4,7%. Es natural suponer que, cuando se obtienen dividendos tan bajos de las acciones, hay que esperar rendimientos aún más bajos de la totalidad de la inversión. Después de todo, el dividendo es una parte del rendimiento total de las acciones (la otra parte es la ganancia del capital), y los dividendos representan la parte dominante del rendimiento promedio de las acciones. El rendimiento atribuible a los dividendos –y no la menos predecible porción atribuible al aumento del capital– ha hecho que las acciones sean, históricamente y en promedio, buenas inversiones.

Por lo tanto, los rendimientos deben ser bajos cuando los dividendos son bajos... a menos que los dividendos mismos anuncien un alza en las cotizaciones, de modo que en las épocas de bajos dividendos se pueda esperar que el precio de las acciones suba más de lo acostumbrado para compensar los efectos de los bajos dividendos sobre los rendimientos. Históricamente, los períodos en que los dividendos fueron bajos con relación a las cotizaciones *no* tendieron a provocar alzas mayores en los cinco o diez años siguientes. Por el contrario: las épocas de bajos dividendos con relación a las cotizaciones tienden a ser seguidas por *bajas* en los precios a largo plazo (o alzas inferiores a las acostumbradas), y por consiguiente los rendimientos tienden a *duplicarse* durante esos períodos debido a los bajos dividendos y a la merma en las cotizaciones. De este modo, el sentido común –que no es bueno comprar acciones cuando no se obtienen suficientes dividendos con relación al precio que se paga por la acción– resulta acertado desde un punto de vista histórico.

El temor a la exuberancia irracional

Los medios de comunicación han hablado hasta la saciedad de los altos niveles del mercado, pero omiten la discusión al respecto cuando se habla de perspectivas de mercado. No obstante, en lo profundo de su corazón, la gente sabe que el mercado está sobrevalorado y se siente incómoda al respecto.

Los altos valores del mercado confunden a la mayoría de las personas, cualquiera sea su origen o profesión. No sabemos si los niveles del mercado tienen sentido o son el resultado de una tendencia humana que podríamos denominar *exuberancia irracional*. Tampoco sabemos si reflejan un optimismo injustificado que podría invadir nuestras mentes y afectar nuestras decisiones. Menos aún sabemos cómo interpretar las posibles o súbitas modificaciones de los precios, y nos preguntamos si la psicología de mercado que conocemos en otros tiempos volverá a estar vigente.

El propio Alan Greenspan parece no estar seguro. Pronunció su famoso discurso de la *exuberancia irracional* dos días después de que yo denunciara ante él y la Junta Directiva de la Reserva Federal que los precios eran irracionales. Sin embargo, apenas siete meses

más tarde adoptó una posición optimista de “nueva era” respecto a la economía y el mercado de valores. De hecho, Greenspan siempre ha sido muy cauto en sus declaraciones públicas y jamás se ha comprometido con ningún punto de vista. En versión moderna de los profetas que hablaban en enigmas, a Greenspan le agrada formular preguntas antes que pronunciarse. Pero sus exégetas suelen olvidar que, cuando se trata de ciertas preguntas, ni siquiera él conoce las respuestas.

Parte 1
Factores estructurales

II

FACTORES PRECIPITANTES: INTERNET, EL 'BABY BOOM' Y OTROS

Si el crecimiento de la economía no justifica por sí solo el aumento de valor del mercado de acciones desde 1982, entonces qué es lo que ha cambiado a partir de ese año para causar el alza del mercado? ¿Qué factores precipitantes desencadenaron esta notable escalada? Más específicamente, ¿qué ha ocurrido desde julio de 1997, cuando la relación precio-beneficios superó su récord más alto –alcanzado en septiembre de 1929– y luego aumentó un tercio más a comienzos del año 2000? Para responder estas preguntas no basta decir que, en líneas generales, los mercados son vulnerables a la *exuberancia irracional*. Debemos aclarar qué factores impulsaron el diferente comportamiento del mercado en comparación con otras ocasiones.

La mayoría de los acontecimientos históricos, desde las guerras hasta las revoluciones, no tienen causas simples. Cuando estos eventos se mueven en direcciones extremas –como lo han hecho recientemente la relaciones precio-beneficios– por lo general se debe a una confluencia de factores, ninguno de los cuales basta por sí solo para explicar los movimientos extremos.

Roma no se construyó en un día ni fue destruida por un rayo adverso de la fortuna. Más bien, su caída se debió a un conjunto de factores –grandes y pequeños, remotos e inmediatos– que conspiraron para provocar los cambios. Esta ambigüedad resulta insatisfactoria para quienes buscamos certezas científicas, en particular debido a las dificultades que entrañan la identificación y el aislamiento de los factores precipitantes. Pero así es la naturaleza de la historia, y dicha ambigüedad justifica la búsqueda constante de nueva y más cabal información para analizar y exponer al menos un perfil general de las causas.

Luego de haber reconocido estas limitaciones, pasaremos a estudiar una lista de factores –doce, en total– que podrían contribuir a

explicar el actual comportamiento especulativo del mercado. Estos factores conforman, si se quiere, la *piel* de la burbuja. Me concentraré particularmente en aquellos factores cuyo efecto sobre el mercado no fue previsto por el análisis racional de fundamentos económicos. Esta lista omite las pequeñas variaciones de los factores básicos (por ejemplo, el crecimiento de los beneficios o las modificaciones en los tipos de interés real) que, desde un punto de vista racional, deberían afectar los mercados financieros. En épocas más normales o en mercados de acciones individuales, estos factores racionales tendrían mayor importancia en un debate sobre modificaciones en los precios. Cabe señalar que, gracias a su capacidad de respuesta a estos factores, los mercados financieros que funcionan bien propician la eficiencia económica en lugar de obstaculizarla.¹ Dado que su objetivo es ayudarnos a comprender la extraordinaria situación del mercado de valores, esta lista de factores se concentra en influencias menos racionales.

Mediante el análisis de estos doce factores describiremos la reacción del público en general, y no solo la de los gestores de inversiones profesionales. Algunos observadores creen que los gestores de inversiones profesionales son más sensatos y luchan para compensar la *exuberancia irracional* de los inversores no profesionales. Estos observadores podrían aducir, por lo tanto, que es necesario trazar una clara línea divisoria entre el comportamiento de los profesionales y el de los no profesionales.² Sin embargo, los inversores profesionales no son inmunes a los efectos de la cultura de inversión popular que observamos en los inversores particulares, y muchos de los factores que aquí se describen influyen también sobre su manera de pensar. De hecho, no existe una distinción clara entre los inversores institucionales profesionales y los inversores particulares, dado que los profesionales suelen asesorar a los particulares.

Algunos de estos factores son parte del trasfondo del mercado, entre ellos la revolución informática, la relación entre el sentimiento patriótico y la supuesta "victoria" sobre los rivales económicos extranjeros, la importancia del éxito en los negocios, el giro político favorable a los negocios, los índices demográficos del *baby boom*, la bajada de la inflación y la economía de la ilusión monetaria, el auge de las apuestas y el amor por el riesgo en general. Otros factores operan en el primer plano del mercado y dan forma a nuestra cambiante

cultura inversora; entre ellos, la creciente cobertura mediática de los movimientos bursátiles, los pronósticos agresivamente optimistas de los analistas de mercado, el triunfo de los planes 401(k), la explosión de los fondos mutuos y el constante aumento del volumen de las transacciones.

A pesar de sus orígenes diversos, estos doce factores tienen algo en común: han contribuido a la psicología autocomplaciente de un mercado de valores demasiado seguro de sí mismo. Y esta psicología autocomplaciente es la que mantiene la burbuja... al menos de momento.

La aparición de Internet en una época de sólido crecimiento de los beneficios

Internet y la World Wide Web invadieron nuestros hogares durante la segunda mitad de la década de 1990, haciéndonos conscientes de la rápida marcha de los cambios tecnológicos. La World Wide Web hizo su primera aparición en las noticias en noviembre de 1993, y el público pudo acceder al buscador Mosaic Web en febrero de 1994. Estas fechas marcan los inicios de la World Wide Web –en español, la Red–, cuando muy pocas personas tenían acceso a ella. La mayoría de los usuarios no descubrió la Red hasta 1997 o incluso más tarde; esto coincidió con el alza del índice NASDAQ (especializado en acciones de tecnología de vanguardia), que triplicó su valor a comienzos del año 2000, y con el crecimiento sin precedentes de las relaciones precio-beneficios.

La tecnología de Internet es fuente de entretenimiento y preocupación para todos; para la familia en pleno. En este sentido su importancia es comparable a la de la computadora personal o, antes de eso, a la de la televisión. De hecho, la impresión de que el futuro sería distinto a partir de Internet es aún más vívida que la que produjo la entrada de los televisores o las computadoras personales en los hogares. Los usuarios de Internet tienen la sensación de dominar el mundo. Pueden recorrerlo por vía electrónica y hacer cosas que antes hubiera sido imposible realizar. Hasta pueden crear su propio sitio en la Red y transformarse en factores de la economía mundial, algo que antes era inimaginable. En cambio, el advenimiento de la televisión transformó a los individuos en receptores pasivos de

diversas propuestas de entretenimiento, y antes de Internet la mayoría de las personas utilizaba sus computadoras personales como simples máquinas de escribir o máquinas de *pinball* de tecnología avanzada.

Debido a la impresión vívida e inmediata que produce Internet, la gente supone que su aparición también es importante a nivel económico. Es mucho más fácil imaginar las consecuencias del progreso de esta tecnología que las consecuencias de los avances tecnológicos de la construcción naval o los nuevos desarrollos de la ciencia. La mayoría de nosotros ni siquiera nos enteramos de las investigaciones que se llevan a cabo en estas áreas.

El espectacular aumento de los beneficios empresariales ocurrido en los Estados Unidos en 1994 –más del 36% en términos reales medido según el Índice Compuesto de S&P–, seguido por un aumento del 8% en 1995 y otro del 10% en 1996, coincidió con la aparición de Internet... aunque en realidad tuvo poco que ver con su nacimiento. En cambio, los analistas atribuyeron el crecimiento de los beneficios a la continua pero lenta recuperación tras la recesión de 1990-1991, acompañada por un dólar débil y una fuerte demanda extranjera de capital y tecnología norteamericanas, así como a las iniciativas de reducción de costes por parte de las empresas. Internet no pudo ser responsable del aumento de los beneficios: en aquel entonces las noveles empresas de esa industria no producían ganancias sustanciales... y de hecho todavía siguen sin hacerlo. Pero la coincidencia en el tiempo entre el aumento de los beneficios y la aparición de una nueva tecnología como Internet podría dar la impresión de que ambos acontecimientos están vinculados. Las noticias que relacionaban estos dos factores gemelos se acentuaron con la llegada del nuevo milenio, momento que se caracterizó por su visión optimista del futuro.

Por supuesto que Internet es un importante avance tecnológico por derecho propio y, como otros progresos realizados en computación y robótica, promete ejercer un efecto impredecible y poderoso sobre nuestro futuro. No obstante, cabe discutir el impacto de Internet y la revolución de las computadoras sobre la valoración de las empresas existentes. La nueva tecnología siempre impactará sobre el mercado, pero ¿caso aumentará el valor de las empresas existentes, empresas que obviamente no tienen el monopolio de la nueva tecnología?³ ¿La llegada de Internet aumenta el

valor del Dow Jones, un índice que hasta hace poco no incluía acciones de Internet?⁴

La historia de E*Trade.com, Amazon.com y otras empresas recientes –que ni siquiera existían unos años atrás– desmiente la idea de que las compañías existentes se beneficiarán con la revolución de Internet. En el futuro aparecerán todavía más compañías nuevas, tanto en los Estados Unidos como en otros países, que competirán con las empresas en las que hoy invertimos. En otras palabras, el efecto de la nueva tecnología sobre las empresas existentes puede tomar cualquier dirección: es decir, puede aumentar o disminuir sus beneficios.

Sin embargo, lo que define el auge del mercado no es la revolución de Internet en sí misma –que, por otra parte, es difícil de discernir– sino la *impresión* que produce sobre la *opinión pública*. La fe intuitiva en el saber de Internet influye sobre la reacción del público, y es respaldada por la facilidad con que acuden a la mente algunos ejemplos y argumentos. Si pasamos tiempo en Internet con cierta regularidad, los ejemplos vendrán a la mente de inmediato.

El triunfalismo patriótico y la decadencia de los rivales económicos foráneos

Desde el final de la guerra fría la mayoría de los países parecen haber imitado el sistema económico occidental. La China comunista adoptó las fuerzas del mercado desde finales de la década de 1970. La creciente tolerancia del mercado libre en la Unión Soviética culminó en 1991, con el desmembramiento de esa nación en estados más pequeños orientados hacia los mercados. El mundo se está inclinando hacia nuestro lado y empieza a parecer natural que la confianza en el principal sistema capitalista se traduzca en confianza en los mercados, y que el mercado de valores de los Estados Unidos sea el más apreciado del mundo.

Estos acontecimientos políticos se fueron desarrollando poco a poco desde que comenzó el mercado alcista en 1982. Los años intermedios fueron testigos de la caída del mercado japonés después de 1989, la prolongada caída económica de Japón y la crisis financiera asiática de 1997-1998, que coincidió con la espectacular irrupción del mercado de valores norteamericano en territorio inexplorado hacia finales del milenio. Estos eventos foráneos podrían haber sido

ominosos para el mercado de los Estados Unidos, como un funesto presagio de lo que podría ocurrirnos; pero en cambio fueron para muchos el primer indicio de debilitamiento de algunos rivales importantes. Los medios suelen describir la relación entre los Estados Unidos y sus rivales económicos como una competencia en la que solo puede haber un ganador, tal como ocurre en los eventos deportivos. Debido a ello el debilitamiento del rival suele considerarse –desde una perspectiva por demás simplista– una buena noticia.

El triunfalismo está asociado al patriotismo. Por supuesto que la auto-complacencia patriótica impregna desde hace tiempo los análisis y debates acerca del mercado de valores. En la década de 1990, Merrill Lynch acuñó el lema “We’re Bullish on America” [“Somos optimistas acerca de los Estados Unidos”].⁵ En los años cincuenta la Bolsa de Nueva York proclamaba “Take Stock in America” [“Invierta en los Estados Unidos”]. En la década de 1920, durante el furor del mercado, los lemas más populares eran “Be a Bull on America” [“Sea optimista sobre América”] y “Never Sell the United States Short” [“Jamás venda barato a los Estados Unidos”]. Si bien las alusiones patrióticas están vigentes desde hace tiempo, adquieren más preeminencia luego de una supuesta victoria económica. El debate público y exhaustivo de nuestros perennes problemas económicos –que seguramente escucharemos cuando el país se siente humillado por algún fracaso en ese campo– resulta totalmente extemporáneo después de un triunfo.

Cambios culturales que favorecen el éxito en los negocios

El auge del mercado estuvo acompañado por un aumento significativo de los valores materialistas. El cuestionario de una encuesta realizada por Roper-Starch en los años 1975 y 1994 incluía la siguiente pregunta: “Por favor, piense en una buena vida, en la vida que le agradaría llevar. ¿Cuál de los puntos incluidos en esta lista es parte –si es que alguno lo es– de su idea de una buena vida?” En 1975 el 38% de los encuestados escogió “mucho dinero”; en 1994 el 63% de las personas eligió la misma respuesta.⁵

Los valores materialistas no ejercen por sí mismos ninguna influencia lógica sobre el nivel del mercado. Más allá de que la gente sea

o no materialista, es razonable esperar que ahorre para el futuro y busque la mejor alternativa para sus ahorros. Pero es posible que el materialismo influya sobre la creciente demanda de acciones, un tipo de inversión que desde siempre ha insinuado la posibilidad de amasar una fortuna rápida y considerable. Los valores materialistas han transformado nuestra cultura en una cultura que reverencia al hombre o la mujer de negocios triunfadores tanto o incluso más que al científico, el artista o el revolucionario. La idea de que invertir en la Bolsa es un camino rápido y sin escalas hacia la riqueza atrae a las nuevas generaciones de materialistas.

A fines de la década de 1980 y comienzos de los años noventa, el *downsizing* (merma de las empresas y cesantía del excedente de personal, que afecta negativamente la seguridad laboral) produjo un cambio radical en nuestra manera de ver la vida. La experiencia de ser despedido, o la de saber que otros lo habían sido, fue considerada una violación del pacto implícito de lealtad entre empresario y empleado. Este tipo de experiencias incitó a los trabajadores a tomar el timón de sus propias vidas y a confiar menos en sus empleadores; de este modo, poco a poco se transformaron en entidades económicas para sí mismos y dejaron de ser partes de una organización económica mayor.

Los sindicatos están en decadencia desde hace tiempo: la cantidad de trabajadores asalariados o contratados por horas, días o trabajo afiliados a los sindicatos bajó al 13,9% en 1998 (en 1983 sumaban el 20,1%).⁶ Los motivos no son del todo claros, pero la erosión de la solidaridad y la lealtad entre los trabajadores –actitud que ha sido reemplazada por la ética del éxito individual en los negocios– parece ser un factor clave. Al abocarse a las inversiones especulativas, los empleados en relación de dependencia se inventan un segundo trabajo: un nuevo empleo en el que son sus propios jefes. Y en muchos casos este empleo les proporciona una segunda fuente de ingresos: ingresos derivados de la interacción directa y libre del individuo con el mundo, y no como parte de una organización.

Las empresas intentan atraer a sus ejecutivos ofreciéndoles paquetes económicos que incluyen, además de los salarios fijos, una participación como accionistas de la firma. En 1998, las opciones de los empleados constituyan el 6,2% de las acciones en circulación o por redimir de las 144 firmas más importantes del S&P.⁷ Estas opciones –que conllevan la promesa de una riqueza sustancial si la cotización

* Expresión derivada de *bull market*, “mercado alcista” en la jerga bursátil. (N. de la T.)

de las acciones supera su precio de ejercicio— incentivan a los directivos a hacer todo lo posible para aumentar los precios de las acciones. También los estimulan a mantener una imagen de éxito corporativo y un carácter de empresa que trabaja y avanza hacia un futuro brillante. Son un incentivo para tomar iniciativas colectivas cada vez que el mercado esté en condiciones de responder, aun cuando los propios directivos duden del valor de esas iniciativas. Por ejemplo, ejecutivos de todo el mundo intentan redefinir sus empresas como compañías de Internet debido a la alta valoración de estas compañías en el mercado actual. Este impulso temerario por alcanzar el estatus punto.com puede llevarlos a realizar nuevas y costosas inversiones en Internet sin tener en cuenta las consecuencias a largo plazo.

Los directivos que poseen opciones tienen el incentivo adicional de sustituir las recompras de acciones por una porción del pago de dividendos, dado que el efecto directo es el aumento en el valor de las opciones. Entre 1994 y 1998 las 144 firmas antes mencionadas recompraron una media del 1,9% de sus acciones en circulación o por redimir correspondientes a cada año, superaron el 0,9% de acciones emitidas por año, para lograr conseguir el ejercicio de las opciones de los empleados.⁸ Este nivel de readquisición de acciones a través de los dividendos debería haber aumentado en pocos puntos el porcentaje de sus precios.⁹

El Congreso republicano y la reducción del impuesto a las ganancias de capital

Cuando Ronald Reagan fue electo presidente en 1980 también fue electo un Senado republicano, el primero desde 1948. Por otra parte, los republicanos obtuvieron la mayoría en el Congreso en el año 1994. Atentos a los cambios de actitud de los votantes que los habían elegido, los nuevos legisladores respaldaron y promovieron los negocios como jamás lo habían hecho sus predecesores demócratas. Este cambio en el Congreso fortaleció la confianza pública en el mercado de valores debido a los diversos controles que puede ejercer la legislatura sobre los beneficios corporativos y los rendimientos que obtienen los inversores.

Tomemos como ejemplo los impuestos. En 1995, apenas el Congreso republicano ocupó sus bancas, comenzaron a escucharse pro-

puestas para rebajar el impuesto sobre beneficios de capital. En 1997, la tasa máxima de impuesto a las ganancias de capital se redujo del 28% al 20%. Una vez implementada la rebaja, el Congreso habló de reducir aún más las tasas tributarias. Si el presidente Clinton no la hubiera vetado, la ley impositiva de 1999 habría rebajado todavía más el impuesto a las ganancias de capital.

Anticipar posibles rebajas futuras en el impuesto a las ganancias podría tener un impacto favorable sobre el mercado de valores, aun cuando las tasas no sean finalmente modificadas. Desde 1994 hasta 1997, los inversores recibieron el consejo de conservar sus ganancias de capital a largo plazo y solo hacerlas efectivas después de la rebaja del impuesto. Esta actitud fortaleció el mercado de valores. Pero, cuando el impuesto sobre beneficios fue rebajado en 1997, se temió que los inversores que habían esperado para vender lo hicieran y provocaran el desplome del mercado, como había ocurrido después de las rebajas de 1978 y 1980. Pero en 1997 no sucedió lo mismo. Numerosos inversores deben haber pensado que la tasa de impuesto sobre los beneficios podría bajar todavía más en el futuro, y que por lo tanto no había motivo alguno para vender inmediatamente después de que se implementara la rebaja de 1997.

Es probable que la atmósfera general de comentarios públicos y rumores sobre futuras reducciones del impuesto sobre beneficios, una posible indexación del mismo según la inflación, y otras rebajas análogas a nivel impositivo —por ejemplo en los impuestos inmobiliarios— hayan creado entre los inversores cierta renuencia a vender sus preciadas acciones. Si las tasas del impuesto sobre beneficios se podrían rebajar drásticamente en el futuro, ¿por qué apresurarse a vender cuando alcanzan un elevado 20%? Sería de esperar que muchos inversores —asesorados por expertos para esperar y ver hasta dónde llega la rebaja del impuesto a las ganancias— difieran la venta de activos importantes hasta que nos encontramos en medio de una baja histórica en las tasas de impuestos sobre beneficios. Naturalmente, la presión que ejerce esta atmósfera retentiva hace subir el precio de las acciones.

El *baby boom* y sus efectos sobre el mercado de valores

Después de la Segunda Guerra Mundial hubo un aumento sustancial en el índice de natalidad en los Estados Unidos. La prosperi-

dad de esta época de paz animó a tener hijos a quienes habían puesto el proyecto de formar una familia a causa de la Depresión y la guerra. Una vez terminado el conflicto bélico también hubo un aumento de natalidad en el Reino Unido, Francia y Japón, que sin embargo no fue tan poderoso ni prolongado como el de los Estados Unidos –lo que se debió, en parte, a que las economías de esas naciones habían sido devastadas por la guerra-. A partir de 1966 los índices demográficos norteamericano y mundial comenzaron a manifestar una tendencia decreciente, que continúa hasta hoy. Esta declinación no solo fue inusual, sino también única para los parámetros históricos: no se produjo debido al hambre o la guerra, sino más bien a una disminución endógena de la tasa de fertilidad.¹⁰

Los avances tecnológicos en el campo del control de la natalidad (la píldora anticonceptiva fue inventada en 1959 y se podía conseguir sin dificultad hacia mediados de la década de 1960 en los Estados Unidos y muchos otros países) y los cambios sociales que condujeron a la aceptación de los métodos anticonceptivos y el aborto fueron determinantes para la disminución del índice de crecimiento de la población, igual que la urbanización, los progresos en el ámbito educativo y las cada vez más altas aspiraciones económicas. Ahora bien, el *baby boom** y el subsiguiente *baby bust** producirán una crisis en el sistema de Seguridad Social de numerosos países: cuando los *boomers** envejezcan y se jubilen, la cantidad de trabajadores jóvenes disponibles para mantener a la población de edad avanzada habrá disminuido en el mundo entero.¹¹

En los Estados Unidos el *baby boom* se caracterizó por tasas de nacimiento muy altas entre 1946 y 1966; debido a ello, en el año 2000 hubo –y seguirá habiendo por algún tiempo– una gran cantidad de personas de 35 a 55 años de edad. Dos teorías sugieren que la sola existencia de tanta gente de mediana edad debería hacer subir el mercado de valores. Una de ellas sostiene que las elevadas relaciones precio-beneficios que observamos hoy son producto de la constante competencia de los *boomers* por la compra de acciones (como sistema

* *baby boom*: pronunciado aumento en la tasa de nacimientos después de la Segunda Guerra Mundial. (*N. de la T.*)

* *baby bust*: pronunciada disminución en la tasa de nacimientos. Se emplea la expresión por oposición a *baby boom*. (*N. de la T.*)

* *baby boomers* o *boomers*: alude a la generación nacida durante el *baby boom*, inmediatamente después de la Segunda Guerra Mundial. (*N. de la T.*)

de ahorro de prejubilación). Según esta teoría, las incessantes compras realizadas por los *boomers* mantienen altas las cotizaciones de las acciones con relación a los beneficios que generan. De acuerdo a la segunda teoría, todo lo que se gasta en bienes y servicios corrientes aumenta el precio de las acciones a través de un efecto positivo sobre la economía en general: los elevados gastos en consumo se traducen en beneficios elevados para las empresas.

Pero las historias relacionadas con el *baby boom* son quizá demasiado simplistas. Para empezar, no toman en cuenta *cuándo* afectará el *baby boom* el mercado de valores; tal vez los inversores ya hayan incluido su efecto en el precio de las acciones. También descuidan factores tales como la aparición de nuevas economías capitalistas en todo el mundo y su demanda de acciones norteamericanas. La teoría de que el *baby boom* hace subir el mercado debido a la demanda de bienes de los *boomers* implicaría que el mercado está alto porque los beneficios son altos; no obstante, ello no explica las elevadas relaciones precio-beneficios que observamos hoy.

Si el ciclo vital de los patrones de ahorro (el primer efecto) fuera la fuerza dominante en los mercados (en lo que respecta a los vehículos de ahorro), habría una fuerte correlación entre el comportamiento de los precios de distintas clases de activos y, con el paso del tiempo, una correlación aún más fuerte entre los precios de los activos y los índices demográficos. Cuando la generación más numerosa sienta necesidad de ahorrar, tenderá a adquirir compulsivamente *todos* los vehículos de ahorro disponibles: acciones, bonos y bienes raíces (cuyos precios aumentarán en consecuencia). Pero cuando la generación más numerosa quiera reducir sus ahorros, las ventas que efectúe tenderán a bajar los precios de *todos* los vehículos mencionados. Si analizamos la información a largo plazo sobre acciones, bonos y bienes raíces, descubriremos que en realidad ha habido muy poca relación entre sus valores reales.¹² Estas diferencias entre las distintas clases de activos podrían respaldar la teoría del *baby boom*, ya que postulan que las distintas generaciones tienen distintas actitudes respecto al riesgo (producto de los diversos niveles de tolerancia al riesgo específicamente relacionados con la edad); es decir que el mercado de valores está alto porque la mayoría de los cuarentones son, por naturaleza, menos adversos al riesgo que las personas mayores. Pero esta teoría nunca se aplicó al pie de la letra ni tampoco dio una explicación convincente de los movimientos

de las cotizaciones. Cabe señalar que el promedio de ahorro individual en los Estados Unidos ha sido próximo a cero en los últimos años, y no positivo como sugeriría la teoría del ciclo vital. Por supuesto que es discutible que, si no fuera por el *baby boom*, un mercado de valores como el actual habría ejercido un efecto negativo sobre los ahorros, dado que las ganancias de capital sobre las acciones habrían sido consideradas un ingreso no incluido en el ingreso nacional (ingreso que normalmente se espera que la gente gaste en parte).¹³

Otra teoría sostiene que los *boomers* son menos adversos al riesgo porque, al no tener recuerdos de la Gran Depresión de la década de 1930 ni de la Segunda Guerra Mundial, el futuro del mercado de valores y del mundo en general no les producen demasiada ansiedad. Por cierto, está probado que las experiencias compartidas en los años de formación dejan una marca imborrable que influye sobre las actitudes de cada generación.¹⁴ En el transcurso del mercado alcista que venimos observando desde 1982, los *boomers* reemplazaron poco a poco como inversores de primera a todos los que fueron adolescentes o adultos jóvenes durante la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial.

Si bien estas teorías encierran una parte de verdad, es probable que la *percepción* pública del *baby boom* y sus supuestos efectos sobre el mercado de valores sea más responsable de la tendencia alcista que el fenómeno propiamente dicho. El impacto del *baby boom* es uno de los temas más comentados con relación al mercado de valores, y cabe destacar que los comentarios –ya se realicen dentro o fuera del ámbito en cuestión– tienen el potencial de afectar el valor del mercado. La gente cree que el *baby boom* es una fuerza importante dentro del mercado y rechaza la posibilidad de que esa fuerza pueda flaquear en el futuro cercano. Esta percepción pública crea la sensación de que existen motivos de peso para que el mercado esté alto y genera confianza en que lo seguirá estando durante largo tiempo. Orgullosos de su sagacidad para comprender y apostar por estas tendencias en sus operaciones bursátiles, la mayoría de los inversores no perciben que sus ideas no se salen de lo común. No obstante, su manera de pensar alimenta la espiral ascendente de la valoración del mercado.

El defensor más notable de la teoría del *baby boom* y su influencia sobre el mercado de valores fue Harry S. Dent. Comenzó en 1992

con un volumen titulado *The Great Boom Ahead: Your Comprehensive Guide to Personal and Business Profit in the New Era of Prosperity* [El gran boom que viene: una completa guía para obtener ganancias individuales y comerciales en esta nueva era de prosperidad]. El libro tuvo tanto éxito que su autor decidió escribir varias secuelas. *The Roaring 2000s: Building the Wealth & Lifestyle You Desire in the Greatest Boom in History* [La poderosa década de 2000: cómo obtener el bienestar económico y el estilo de vida que siempre ha soñado durante el auge más grande de la historia], publicado en 1998, estuvo cuatro semanas seguidas en la lista de libros más vendidos del *New York Times*. Por otra parte, *The Roaring 2000s Investor: Strategies for the Life You Want* [El inversor de los años 2000: un compendio de estrategias para llevar la vida que usted desea], dado a conocer en 1999, se halla entre los cien libros más vendidos de acuerdo a las estadísticas de Amazon.com. Este libro predice que el mercado de valores continuará en alza hasta 2009 –fecha en que comenzará a disminuir la cantidad de gente que hoy tiene 46 años– y luego se desplomará.

El éxito alcanzado por Dent con el tema del *baby boom* provocó la aparición de numerosos imitadores, todos ellos consagrados a exaltar las innumerables oportunidades que tiene cualquier individuo de hacerse rico invirtiendo en el mercado. Podemos mencionar entre otros a William Sterling y Stephen Waite, autores de *Boomeronomics: The Future of Your Money in the Upcoming Generational Warfare* [Boomer-economía: el futuro de su dinero en la próxima batalla generacional] (1998), y David K. Foot y Daniel Stoffman, con su libro *Boom, Bust & Echo: How to Profit from the Coming Demographic Shift* [Boom, caída y eco: cómo aprovechar la llegada del cambio demográfico] (1996). Los análisis acerca del *baby boom* y sus efectos sobre el mercado de valores abundan, y por lo general coinciden en que dicho fenómeno es positivo para el mercado hoy, y en el futuro.

El auge de la información de negocios en los medios de comunicación

La primera cadena de televisión dedicada exclusivamente a las noticias –Cable News Network (CNN)– inició su actividad en 1980 y fue creciendo poco a poco. Alcanzó cifras récord de telespectadores con la transmisión de la Guerra del Golfo en 1991 y el juicio a O. J. Simp-

son en 1995, dos acontecimientos que produjeron gran demanda de cobertura ininterrumpida. El público adquirió el hábito de mirar las noticias por televisión durante todo el día (y la noche), y no solo a la hora de la cena. El ejemplo de la CNN fue seguido por una serie de cadenas televisivas especializadas en el mundo de los negocios. La cadena Financial News Network, fundada en 1983, fue absorbida más tarde por CNBC. Luego aparecieron CNNfn y Bloomberg Television. En conjunto, estas cadenas proporcionaban un caudal ininterrumpido de noticias financieras, muchas de ellas relacionadas con el mercado de valores. Tan penetrante era su influencia que las firmas de corretaje bursátil incluyeron la transmisión continua de las emisiones de la CNBC en el extremo inferior de las pantallas de las computadoras de sus corredores. Las numerosas llamadas telefónicas de los clientes para preguntar acerca de algo que acababan de ver por televisión hacían que los corredores (idemasiado ocupados para mirar la televisión!) parecieran mal informados.

En los últimos tiempos no solo ha cambiado la perspectiva de acción sino la naturaleza misma de la información de negocios. De acuerdo a un estudio realizado por Richard Parker, miembro del Shorenstein Center de la Universidad de Harvard, en los últimos veinte años los diarios transformaron sus antes formales secciones de negocios en amplios suplementos por lo general llamados "Dinero", que ofrecen claves y consejos útiles para las inversiones personales. Los artículos sobre corporaciones –que solían ser escritos como si solo pudieran interesarles a quienes estaban vinculados con la industria o las propias corporaciones– han dado un interesante vuelco estilístico: ahora presentan distintas oportunidades de obtener beneficios para los inversores particulares. Además, publican con regularidad opiniones de expertos acerca de las consecuencias que podrían tener las noticias para los inversores.¹⁵

El hecho de que las noticias sean más claras aumenta la demanda de acciones, así como la publicidad familiariza a la gente con determinado producto, le recuerda que tiene la opción de adquirirlo y finalmente la incita a comprarlo. En realidad, la mayor parte de los anuncios publicitarios no presentan al público las características más importantes del producto; antes bien, se limitan a recordar la existencia del producto y a promover su imagen. Debido a la creciente cobertura mediática de actividad bursátil, un eventual auge del mercado resultaría tan poco sorprendente como un aumento

en las ventas del último modelo de vehículo deportivo luego de una importante campaña publicitaria.

Los pronósticos cada vez más optimistas de los analistas

De acuerdo a la información proporcionada por Zacks Investment Research sobre recomendaciones de analistas a unas 6.000 empresas, a fines de 1999 solo el 1% de las mismas fue "vender" (mientras que el 69,5% fue "comprar" y el 29,9% "mantener"). Esta situación contrasta con los porcentajes de otras épocas. Diez años atrás, el porcentaje de recomendaciones de venta –el 9,1%– era nueve veces más alto.¹⁶

Hoy los analistas son renuentes a recomendar la venta de activos. Uno de los motivos de esta reticencia es que una simple recomendación de venta podría despertar la ira de la empresa involucrada. Las compañías contraatacan rehusando hablar con aquellos analistas que a su entender propagan informes negativos; para ello los excluyen de las reuniones informativas y les impiden acceder a ejecutivos clave cuando deben preparar sus pronósticos de beneficios. Esta situación representa un cambio fundamental en la cultura de la industria y en un acuerdo tácito entre empresas y analistas, según el cual las recomendaciones de estos últimos siempre serán tan objetivas como sea posible.

Los analistas también suelen negarse a recomendar ventas de activos porque muchos de ellos están contratados por empresas que suscriben o aseguran estos títulos y acciones, y dichas empresas no quieren que sus analistas hagan nada que ponga en peligro esa área lucrativa del negocio. Los analistas afiliados a bancos de inversión suelen dar recomendaciones mucho más favorables que los analistas no afiliados, sobre aquellas firmas de las que su empleador es cosuscriptor o suscriptor principal, aun cuando sus pronósticos de beneficios por lo general no sean más contundentes.¹⁷

Quienes conocen a fondo el tema saben que una recomendación de retención hoy equivale a una recomendación de venta en el pasado. Según James Grant, un prestigioso comentarista de mercado: "La sinceridad nunca fue un epicentro de ganancias en Wall Street, pero los agentes de Bolsa solían guardar las apariencias. Pero ya han dejado de fingir. Hoy más que nunca, el estudio de activos –como se

ha dado en llamarla– es una rama de las ventas. Inversores, tened esto en cuenta".¹⁸

Las recomendaciones de los analistas fueron afectadas por un fenómeno similar a la inflación de las calificaciones en las escuelas: en otros tiempos, una C (aprobado) era una calificación media; hoy, una C equivale a estar al borde del fracaso. Muchos somos conscientes de esa inflación e intentamos corregirla interpretando las calificaciones escolares de nuestros hijos. Del mismo modo, debemos incluir el factor inflación al evaluar las recomendaciones de los analistas. Pero, como no todos estamos en condiciones de corregir el hiperbólico lenguaje de estos expertos, sus estándares modificados propiciarán un aumento en el precio de las acciones.

Cabe señalar que lo que infecta los informes de los analistas no es un simple cambio en las unidades de medida. Hasta sus pronósticos cuantitativos de crecimiento de los beneficios muestran una parcialidad ascendente. De acuerdo a un estudio realizado por Steven Sharpe, miembro de la Junta Directiva de la Reserva Federal, las expectativas de crecimiento de los beneficios por acción del Standard & Poor's 500 pronosticadas por los analistas superaron el crecimiento real en diecisésis de los dieciocho años comprendidos entre 1979 y 1996. La diferencia media entre el crecimiento proyectado y el crecimiento real de los beneficios fue de 9 puntos. Los analistas transitaron la escarpada recesión de 1980-1981 y la recesión de 1990-1991 pronosticando un crecimiento de los beneficios en el orden del 10%.¹⁹

Esta parcialidad es característica de sus pronósticos anuales; por lo general, se muestran más sobrios al predecir el próximo anuncio de beneficios antes de que sea dado a conocer al público. Los analistas tienden a complacer los deseos de las firmas que esperan beneficios positivos cada trimestre y realizan estimaciones bastante cercanas a la cifra real. Poco antes de anunciar los beneficios obtenidos, las firmas pueden hablar con los analistas cuyos pronósticos son altos para exigirles que los bajen y simultáneamente negarse a hablar con aquellos cuyos pronósticos son bajos, creando así una tendencia descendente en el pronóstico de beneficios medios sin faltar del todo a la verdad.²⁰ Debido a que los clientes podrían evaluar los pronósticos de los analistas comparando el último anuncio de beneficios con su último pronóstico, los analistas no sobreestiman los beneficios antes de que sean anunciados, lo que sería obviamente vergonzoso para ellos.

La parcialidad de los analistas hacia la tendencia alcista se hace evidente cuando predicen el vago e incierto futuro, no los próximos resultados trimestrales o anuales. Y son precisamente estas expectativas de un vago e incierto futuro –es decir, las que van más allá de los pronósticos de aquí a un año– las que sustentan las altas cotizaciones del mercado actual. A los analistas no los preocupa ser uniformemente optimistas respecto al futuro lejano: han llegado a la conclusión de que el optimismo generalizado es bueno para los negocios. Naturalmente están al tanto de que otros analistas también son optimistas y, después de todo, las cifras son alentadoras. Sueltos de lengua y por simple rutina, se empeñan en convencer al público inversor de las "grandes perspectivas de los Estados Unidos". Pero es probable que no hayan reflexionado lo suficiente sobre la veracidad de sus palabras.

El crecimiento de los planes de jubilación de contribución definida

Con el paso del tiempo, los cambios ocurridos en la naturaleza de los planes de pensiones han inducido a la gente a interesarse por –y luego aceptar– la posibilidad de invertir en acciones. Aunque desde un punto de vista técnico estos cambios no favorecen las acciones por encima de otras opciones de inversión, han estimulado las inversiones bursátiles al obligar a los futuros jubilados a elegir entre las distintas alternativas de inversión –una elección que antes otros hacían por ellos–. Por el solo hecho de tener que elegir, la gente busca información acerca de las acciones y se familiariza cada vez más con ellas.

En los Estados Unidos, el cambio más revolucionario en estas instituciones fue el crecimiento de los planes de jubilación de contribución definida a expensas de los planes de subsidio definidos. Uno de los hitos más importantes fue la creación del primer plan 401(k) en 1981; ratificado poco tiempo después por una regulación del Departamento Interno de Rentas.²¹ Antes de esa fecha, la mayoría de los planes de pensiones pertenecían a la categoría de subsidios definidos: en estos casos el empleador se comprometía a pagar una cantidad fija a sus empleados cuando se jubilaran. Y era el empleador quien administraba los fondos destinados al pago del sub-

sicio definido. Mediante los planes 401(k) –y otros planes análogos como el 403(b)– los empleados pueden permitir que se les retenga un porcentaje de sus salarios brutos para invertirlo en las acciones, bonos o fondos del mercado monetario que ellos elijan. Por lo tanto, son dueños de todo lo que se invierte a través de sus cuentas 401(k), con imposiciones tributarias diferidas. La ley impositiva obliga a los empleadores a contribuir con una suma equivalente a las cuentas 401(k) de sus empleados, y de ese modo incentiva la participación de estos en el mercado de inversiones.

Diversos factores propiciaron el crecimiento de los planes de jubilación de contribución definida desde que el mercado tocó fondo en 1982. Tradicionalmente, los sindicatos han preferido los planes de pensiones definidos para sus afiliados por considerarlos una buena manera de asegurar el bienestar de los jubilados; el des prestigio de estas organizaciones disminuyó el apoyo brindado a este tipo de planes. La importancia del sector manufacturero –antes plaza fuerte de los sindicatos y los planes de subsidios definidos– cayó en picado. Estos planes también perdieron popularidad entre los ejecutivos porque los, así llamados, “planes con exceso de fondos” hacen que las empresas sean más vulnerables a las adquisiciones. Por otra parte, los planes de contribución definida son menos costosos de administrar que los de pensiones definidas. Y también se han vuelto populares entre aquellos empleados que desean controlar sus inversiones, por lo que las empresas tienden a ofrecérselos a todos sus empleados.

Mediante el incentivo impositivo a la participación en planes que permiten elegir entre bonos y acciones, el gobierno obliga a los trabajadores a conocer las ventajas que las acciones tienen sobre los bonos o las inversiones en mercados monetarios. Es sabido que estimular el conocimiento de una herramienta de inversión equivale a aumentar la demanda de la misma. En 1954 la Bolsa de Nueva York realizó un estudio de marketing para averiguar cuál era la mejor manera de promover el interés público hacia el mercado de valores, y llegó a la conclusión de que la mayoría de la gente no sabía casi nada de títulos y acciones: por ejemplo, solo el 23% de los individuos consultados supo definir qué era una acción. Por si fuera poco, la encuesta reveló cierto grado de desconfianza pública hacia el mercado de valores.²² La Bolsa organizó entonces varios seminarios informativos abiertos al público para remediar la falta de conocimiento y el pre-

juicio existente contra las inversiones bursátiles. Pero ningún conjunto de seminarios que la Bolsa haya podido ofrecer podría compararse con el efecto del “aprendizaje a través de la acción” de los planes de contribución definida en lo que a estimular el conocimiento y el interés público por las acciones se refiere.

Si observamos el mercado de valores a través de la lente de un plan de pensiones, es probable que comencemos a pensar a largo plazo. El objetivo de los planes 401(k) es que los empleados estén preparados cuando les llegue el momento de jubilarse, cosa que la mayoría de ellos hará dentro de muchos años. Los patrocinadores de planes 401(k) no atraen a los participantes con información sobre oportunidades de inversión a corto plazo y rara vez proporcionan datos sobre el valor de la cartera. Los participantes no pueden verificar día a día el valor de sus inversiones en el periódico. Este pensamiento a largo plazo podría hacer subir los valores del mercado, ya que evita que los inversores se preocupen por las fluctuaciones a corto plazo.

Es probable que inducir a los inversores a pensar a largo plazo sea, en suma, una buena estrategia. Pero, tal como están estructurados, los planes 401(k) podrían tener el efecto adicional de aumentar aún más la demanda de acciones a través de otro mecanismo psicológico. Al ofrecer a sus empleados múltiples *categorías* de inversiones para que elijan libremente entre ellas, los empleadores podrían generar una mayor demanda de acciones. Los economistas Shlomo Benartzi y Richard Thaler demostraron el efecto de las categorías sobre las decisiones de los inversores. A partir de información experimental y datos provenientes de asignaciones reales a fondos de pensiones, descubrieron que la gente tiende a distribuir por igual su dinero entre las opciones disponibles... sin considerar los *contenidos* de las mismas. Por ejemplo, si un plan 401(k) ofrece optar entre un fondo de acciones y un bono de consolidación, la mayoría de los inversores pondrá el 50% de su capital en cada uno de ellos. Pero si el plan ofreciera optar entre un fondo de acciones y un fondo equilibrado (que contuviera, por ejemplo, el 50% de acciones y el 50% de bonos), los inversores continuarían colocando el 50% de su dinero en cada uno de ellos, aunque en este caso estarían invirtiendo el 75% de su cartera en acciones.²³

Las opciones que se ofrecen como parte de los planes 401(k) tienden a favorecer la inversión en acciones. Por el contrario, la mayoría

de estos planes no brindan opciones de bienes raíces. Solo uno de ellos, ofrecido por TIAACREF, contiene la opción de realizar una inversión genuina y directa en bienes raíces. De este modo, el crecimiento de los planes 401(k) ha estimulado un mayor interés público en el mercado de valores con relación al mercado de bienes raíces. El típico plan 401(k) ofrece opciones entre un fondo de acciones, un fondo equilibrado (60% de acciones y 40% de bonos, por lo general), acciones de la empresa (inversiones en la compañía), posiblemente un fondo de acciones especializado (como un fondo de desarrollo), un fondo de bonos y un fondo del mercado monetario, además de contratos de inversión de ingreso fijo garantizado. Si tomamos en cuenta los hallazgos de Thaler y Benartzi, no nos sorprenderá que la gente invierta proporcionalmente más en los fondos de acciones... dado que se le ofrecen tantas opciones relacionadas con ese tipo de inversión. Por otra parte, como existen más modalidades de acciones que de otras inversiones –así como en la licorería suele haber más variedades de vino que de vodka–, es probable que la gente dirija su atención a ellas.

Mediante estas sutiles estrategias, el *valor interés* o el *valor curiosidad* de las acciones (y no un proceso racional de decisión) incitan a los inversores a querer comprarlas en mayor cantidad de lo que seguramente harían en otro caso. Y este interés inconsciente ha contribuido a aumentar el precio del mercado de valores.

El crecimiento de los fondos mutuos

El auge del mercado de valores coincidió con un notable impulso de crecimiento en la industria de los fondos mutuos y con la proliferación de publicidad de sus méritos. En 1982, al comienzo del reciente mercado alcista a largo plazo, había solo 340 fondos mutuos en los Estados Unidos. En 1988 ya sumaban 3.513; había más fondos mutuos que acciones en la Bolsa de Nueva York. En 1982 había en los Estados Unidos 6,2 millones de cuentas de accionistas de fondos mutuos, aproximadamente una por cada diez familias. En 1998 había 119,8 millones de estas cuentas; es decir, casi dos cuentas por familia.²⁴

Fondos mutuos es un nuevo nombre para una vieja idea. Las sociedades de inversión comenzaron a operar en los Estados Unidos en

la década de 1920, aunque por entonces no se llamaban fondos mutuos.²⁵ El Massachusetts Investors Trust, al que por lo general se considera el primer fondo mutuo, fue creado en 1924. Se diferenciaba de los otros fondos de inversión en que publicaba su cartera de valores, prometía políticas de inversión prudentes y ofrecía liquidación automática cuando los inversores necesitaban hacer efectivo sus inversiones. Pero este primer fondo mutuo tuvo un desarrollo muy lento: los inversores no supieron apreciar sus ventajas desde un primer momento. En cambio, el mercado alcista de la década de 1920 fue testigo de la proliferación de muchas otras sociedades de inversión: compañías que carecían de las salvaguardas que hoy asociamos con los fondos mutuos, muchas de las cuales realizaban operaciones deshonestas y algunas, incluso, fraudes de Ponzi (ver capítulo III).

Luego del *crash* bursátil de 1929, muchas de ellas perdieron todo su valor y el público dejó de interesarse en los fondos de inversión. En particular, la gente se sintió traicionada por los gestores de los fondos, quienes a menudo anteponían sus propios intereses a los de los inversores que debían representar. La Ley de Sociedades de Inversión de 1940 –que reguló las actividades de estas sociedades– contribuyó hasta cierto punto a recuperar la confianza del público. Pero hacía falta algo más que un reglamento del gobierno; hacía falta un nuevo nombre, un nombre que no trajera a la memoria los desmanes cometidos por las sociedades de inversión. Debido a su semejanza con los bancos de ahorros mutuos y las compañías de seguros mutuos –instituciones venerables que habían sobrevivido al *crash* de la Bolsa sin ser alcanzadas por el escándalo–, el término *fondo mutuo* resultó atractivo y de confianza para los inversores.²⁶

La Ley de Haberes de Jubilación de 1974 dio nuevo impulso a los fondos mutuos mediante la creación de cuentas de jubilación individuales. Pero la industria realmente despegó en 1982, poco después de que comenzara el reciente mercado alcista.

Los fondos mutuos proliferaron después de esa fecha debido, en parte, a que suelen estar integrados los planes de pensiones 401(k). Cuando la gente comienza a invertir en fondos mutuos una cantidad cada vez mayor de los balances de sus planes, se familiariza con el concepto y es más propensa a invertir de la misma manera sus ahorros no incluidos en los planes 401(k).

Otra de las razones del explosivo crecimiento de estos fondos es la cantidad de dinero invertido en publicidad. Los programas de televisión, las revistas y los diarios difunden a menudo publicidad de los fondos mutuos, y los inversores activos suelen recibir publicidad no solicitada por correo. Por otra parte, invitan a participar a los inversores más ingenuos haciéndoles creer que sus directivos impedirán que ocurra una desgracia financiera.

Por lo tanto, la proliferación de los fondos mutuos de acciones ha concentrado la atención pública en el mercado de valores. Y esto tuvo el efecto de estimular movimientos especulativos en las cotizaciones globales del mercado, antes que en las acciones particulares.²⁷ El saber popular emergente –invertir en fondos mutuos es acertado, conveniente y seguro– ha incitado a muchos inversores antes temerosos a querer entrar en el mercado, y en consecuencia a contribuir con el impulso alcista del mismo. (Para un análisis más exhaustivo de las actitudes del público hacia los fondos mutuos, ver capítulo X.)

La caída de la inflación y los efectos de la ilusión monetaria

Las perspectivas de la inflación en los Estados Unidos –cambio en el porcentaje en el Índice de Precios al Consumidor (IPC)– han mejorado gradualmente desde el inicio del mercado alcista. Aunque en 1982 la inflación era aproximadamente el 4% anual, no había ninguna certeza de que no volvería a los altos niveles de 1980 (casi el 15% anual). Los aumentos más drásticos en las cotizaciones de este mercado alcista ocurrieron cuando la inflación se mantuvo estable (entre el 2% y el 3%) a mediados de la década de 1990 y luego cayó por debajo del 2%.

La gente presta mucha atención a la inflación, cosa que descubrí a través de una serie de estudios de las actitudes públicas.²⁸ En general, las personas creen que la inflación es el termómetro de la salud económica y social de la nación. La inflación alta se percibe como una señal de desorden económico, una pérdida de los valores fundamentales y una desgracia para el país, algo de lo que habría que avergonzarse ante los extranjeros. La inflación baja se ve como una señal de prosperidad económica, justicia social y buen gobierno. Por lo tanto no debe sorprendernos que un nivel de inflación bajo aumente la confianza pública, y por ende la valoración del mercado.

Pero, desde un punto de vista estrictamente racional, esta reacción del mercado de valores a la inflación es inadecuada. En 1979, el premio Nobel Franco Modigliani publicó –con Richard Cohn– un artículo donde afirmaba que el mercado de valores reacciona de manera inadecuada a la inflación porque la gente no comprende el efecto de la inflación sobre los tipos de interés.²⁹ Cuando la inflación es alta –como lo era cuando escribieron aquel artículo, cuando el mercado estaba a punto de tocar fondo en 1982–, los tipos de interés nominales (que vemos en los diarios día a día) también son altos porque deben compensar a los inversores por la erosión provocada por la inflación en el valor de sus dólares. No obstante, los tipos de interés reales (corregidos según los efectos de la inflación) no eran altos en aquel momento, por lo que el mercado de valores no debía haber reaccionado a los altos tipos de interés nominal. Modigliani y Cohn adujeron que el mercado tiende a deprimirse cuando los tipos nominales son altos aunque los tipos reales no lo sean, debido a una suerte de “ilusión monetaria” o confusión pública sobre los efectos de un patrón monetario cambiante. Cuando hay inflación cambia el valor del dólar, y por lo tanto cambia el patrón de medida de los valores. No debería sorprendernos que muchas personas se sientan confundidas frente a un patrón de medidas cambiante.

Modigliani y Cohn también intentaron demostrar (y este es un punto más sutil) que la gente no toma conciencia de la parcialidad de los beneficios empresariales, parcialidad debida a que las corporaciones deducen de sus ganancias el interés total que pagan sobre su deuda –y no solo el interés real, corregido según la inflación–. En épocas de inflación, parte del interés pagado se podría considerar como pago anticipado de parte de la deuda real (antes que un costo para la compañía). Pocos inversores advierten lo que ocurre y modifican sus expectativas de acuerdo a este efecto de la inflación. Su incapacidad de hacerlo es quizás otro ejemplo de ilusión monetaria.³⁰

El hecho de que el público no comprenda los procesos inflacionarios estimula grandes expectativas de elevados rendimientos reales (corregidos según la inflación). Los medios difunden información sobre rendimientos pasados a largo plazo en términos nominales, no corregidos según la inflación. Debido a ello, la gente tiende a esperar que esos rendimientos nominales se repitan en el futuro. La inflación actual es inferior al 2% en comparación con el promedio histórico del Índice de Precios al Consumidor, según el cual la infla-

ción ha tenido un nivel medio del 4,4% anual desde que John Kennedy fue elegido presidente en 1960. Por lo tanto, esperar los mismos rendimientos nominales que conoció el mercado de valores desde 1960 equivale a esperar muchísimo más en términos reales.

Los medios publican gráficos de índices de cotizaciones bursátiles casi siempre en cifras nominales, sin utilizar jamás las cifras reales corregidas según la inflación (que sí aparecen en los gráficos de este libro). Los precios al consumidor aumentaron seis veces desde 1960 y diecisiete veces desde 1913. Esta inflación impondrá una fuerte tendencia alcista a los gráficos históricos de índices de cotizaciones bursátiles a largo plazo, si estos no se corrigen de acuerdo a los índices inflacionarios. Así, el extraordinario comportamiento del mercado de valores real a comienzos del milenio –la escalada de las cotizaciones que vimos en el gráfico 1.1– no aparece en los gráficos históricos que difunden los medios. De hecho, la sola visión de esos gráficos nos invita a pensar que no sucede nada fuera de lo común en el mercado de valores hoy.

Quienes redactan las noticias no corrigen los datos disponibles según la inflación probablemente porque creen que esos ajustes son esotéricos y no serán apreciados por sus lectores. Y es posible que tengan razón. La gran mayoría de la gente no ha estudiado economía en la escuela secundaria, y muchos de los que sí lo hicieron han olvidado ya gran parte de lo aprendido. Por lo tanto, casi nadie asimiló la lección básica: no es natural medir los precios en dólares cuando la cantidad –y el valor– de esos dólares ha sido altamente inestable. El público en general no comprende que la medición del nivel del mercado de valores debe basarse en una amplia canasta de bienes, ya que el nivel del mercado solo se puede medir corrigiéndolo según la inflación de los precios al consumidor.³¹

La expansión del volumen de las operaciones: corredores de descuentos, operadores de día y transacciones de veinticuatro horas

El volumen de transacciones (el total de acciones vendidas durante un año dividido por la cantidad total de acciones) de las acciones de la Bolsa de Nueva York casi se duplicó entre 1982 y 1999, del

42% al 78%.³² El mercado NASDAQ, que se especializa en acciones de tecnología avanzada, muestra un aumento todavía mayor en el volumen de transacciones, del 88% en 1990 al 221% en 1999.³³ El cada vez más alto volumen de transacciones podría indicar un mayor interés en el mercado de valores, producto de otros factores ya mencionados. Pero también podría deberse al decreciente coste de las transacciones. Luego de que la Comisión de Valores y Bolsas (CVB) regulara las comisiones del corretaje competitivo en 1975, las comisiones cayeron de inmediato y los corredores de descuento hicieron su aparición. También se implementaron cambios tecnológicos y organizativos. Algunas innovaciones –como el Sistema de Ejecución de Órdenes Pequeñas introducido por el NASDAQ en 1985, o las reglas de manejo de nuevas órdenes emitidas por la CVB en 1997– hicieron bajar aún más los costes de las transacciones. Las regulaciones de la CVB que fomentan el acceso igualitario a los mercados han propiciado la aparición de un número creciente de inversores aficionados que pueden realizar “transacciones al día” (*day trade*); es decir, intentar obtener ganancias rápidas comprando o vendiendo acciones mediante el mismo sistema de ejecución de órdenes que utilizan los profesionales.

El importante crecimiento de los servicios de corretaje *online* coincide en cierto modo con los aumentos más espectaculares ocurridos en el mercado de valores desde 1997. De acuerdo a un estudio realizado por la CVB, en 1997 había 3,7 millones de cuentas *online* en los Estados Unidos; en 1999, la cantidad había aumentado a 9,7 millones de cuentas.³⁴ El crecimiento de las transacciones *online* –y sus beneficios asociados, como la información y los servicios de comunicación a través de Internet– bien podría estimular un nivel de atención “minuto a minuto” hacia el mercado. Las transacciones realizadas después de hora en las Bolsas también podrían aumentar el nivel de atención prestada al mercado, ya que los inversores podrían rastrear los cambios en las cotizaciones durante su tiempo libre, cómodamente sentados en sus casas.

Los precios especulativos parecen adquirir un deje de volatilidad cuando los mercados están abiertos. Por ejemplo, la magnitud de los cambios en las cotizaciones tiende a ser menor tras un intervalo de dos días que incluya un día de mercados cerrados (como cuando la Bolsa de Nueva York cerraba todos los miércoles).³⁵ Por lo tanto, es lógico esperar que la expansión de las transacciones *online* y la

apertura de los mercados durante más horas aumenten la volatilidad de los mismos. Pero no podemos saber si estas condiciones aumentarán o bajarán el nivel de los precios.

Sin embargo, la evidencia sugiere que la exposición frecuente a los listados de cotizaciones podría disminuir la demanda de acciones. Los economistas Shlomo Benartzi y Richard Thaler han demostrado que el patrón temporal de atención a las cotizaciones del mercado puede tener importantes efectos sobre la demanda de acciones. En situaciones experimentales, se ha visto que la gente manifiesta menos interés en invertir en acciones cuando recibe información diaria sobre las cotizaciones que cuando solo conoce los rendimientos a largo plazo.³⁶ Según parece, observar el movimiento diario de los precios aumenta el temor al riesgo inherente a las inversiones bursátiles. De este modo, las innovaciones institucionales que propician la exhibición frecuente de las cotizaciones tenderían a depimir el nivel de precios del mercado.

Por otra parte, la creciente frecuencia de los informes sobre los precios –debida a los recientes cambios institucionales y tecnológicos– podría causar un efecto contrario al observado en los experimentos de Benartzi y Thaler. En una situación no experimental –donde el foco de atención del público no es controlado por el conductor del experimento–, la creciente frecuencia de observación de las cotizaciones podría aumentar la demanda de acciones, porque la atención del público estaría orientada en esa dirección. Y modificar la atención pública es un factor clave para la valoración de las inversiones, punto que analizaremos en el capítulo VIII.

El aumento de las opciones de juego

En los últimos años hubo un aumento drástico en las opciones de juego en los Estados Unidos. Después de un escándalo en la lotería de Louisiana, la mayoría de los juegos de apuestas y lotería fueron declarados ilegales por los estados en la década de 1870. Dicha lotería fue cerrada en 1890 por una ley del Congreso que prohibía la venta de billetes de lotería por correo. Desde entonces y hasta 1970 las posibilidades legales de realizar apuestas quedaron confinadas a las carreras de caballos, una forma de juego que solo atrae a determinado tipo de público y que en aquella época requería desplazarse hasta el

hipódromo. Pero en 1975 ya había trece loterías estatales y en 1999 treinta y siete; todas ellas ofrecían posibilidades de apuesta fáciles y convenientes. Hasta 1990, los casinos legales solo funcionaban en Nevada y Atlantic City. En 1999 había casi 100 casinos flotantes y de dársena y 260 casinos localizados en reservas indias. Durante el mismo período las apuestas en hipódromos aumentaron espectacularmente gracias a un nuevo sistema basado en la transmisión vía satélite de las carreras. Ahora podemos apostar a nuestro caballo predilecto por cable o por Internet. También proliferaron los aparatos electrónicos, entre ellos las máquinas tragaperras, el video póker, la video lotería casera y otros instrumentos de juego solitario. En algunos estados se los puede encontrar en las paradas de camiones, las tiendas de carreteras y las agencias de lotería. La ubicuidad y la conveniencia de las distintas opciones de juego –y la fuerza de la campaña que se llevó a cabo para promoverlas– no tienen precedente en la historia de los Estados Unidos. De acuerdo al informe de 1999 de la National Gambling Impact Study Commission [Comisión de Estudio del Impacto del Juego a Nivel Nacional], 125 millones de norteamericanos realizaban apuestas en 1998 (cantidad que equivale a la mayoría de la población adulta).³⁷ Por si esto fuera poco, se estimó que 7,5 millones de norteamericanos eran jugadores conflictivos o patológicos.

La abundancia de instituciones de juego legalizado y el creciente número de jugadores pueden tener efectos importantes sobre nuestra cultura y modificar nuestra actitud hacia la asunción de riesgos en otras áreas, por ejemplo al invertir en el mercado de valores. Se ha observado que la legalización de las apuestas por dinero en forma de loterías estatales a veces contribuye al crecimiento del juego ilegal en vez de reemplazarlo,³⁸ y del mismo modo podría contribuir a la toma caprichosa de riesgos en otras actividades. Las apuestas por dinero eliminan las inhibiciones naturales contra la asunción de riesgos y algunos contratos de juego –las loterías, en particular– se asemejan en cierto modo a los mercados financieros: nos relacionamos con una computadora, recibimos un certificado (el billete de lotería o la boleta de loto) y, en los así llamados megalotos, formamos parte de un fenómeno nacional muy comentado. Luego de adquirir el hábito de participar en este tipo de apuestas, sería natural interesarse por una forma más avanzada de juego: la especulación en activos.

El período de mayor volatilidad del mercado de valores norteamericano fue entre 1929 y 1933, cuando la volatilidad alcanzó niveles más de dos veces superiores a los de épocas anteriores. Esto ocurrió durante una “fiebre del juego” que no fue producto de la legalización del mismo sino del crimen organizado, que nació inadvertidamente de la prohibición del consumo de bebidas alcohólicas durante el período 1920-1933.³⁹ Las bandas criminales surgidas a partir de 1920 para satisfacer la sed de alcohol de toda la nación se ramificaron y monopolizaron distintos juegos de azar con números o versiones simplificadas de los dados y la ruleta. El crimen organizado desarrolló un sistema moderno y eficaz de distribución, promoción y venta minorista –que fue mucho más allá de sus tradicionales fortalezas barriales– para proveer a toda la nación de bebidas alcohólicas; luego utilizó la misma infraestructura para facilitar las apuestas ilegales a gran escala. Queda claro que la generalizada falta de respeto hacia la ley producida por la Ley Seca contribuyó a la legitimación del juego ilegal.

Las apuestas podrían convertirse en la mecha que encienda el fuego de la volatilidad financiera porque el juego –y las instituciones que lo promueven– pone énfasis en la posible buena suerte de cada uno de nosotros; nos lleva a interesarnos por nuestro desempeño en comparación con el de los demás, y propone una nueva manera de escapar al aburrimiento o la monotonía de la vida diaria. Hoy estamos condenados a contemplar o escuchar anuncios publicitarios que fomentan esas actitudes, y con esto me refiero incluso a los anuncios de radio y televisión protagonizados por actores que balbucean las clásicas justificaciones de los apostadores compulsivos. Estas campañas publicitarias –junto con la experiencia de apostar o ver apostar a otros– podrían estimular un comportamiento igualmente frívolo y dispuesto a asumir riesgos indebidos en el mercado de valores. Por último, cabe señalar que esta publicidad puede ser asombrosamente explícita. Una cartelera que promocionaba una serie de apuestas hípicas en Connecticut decía: “Como el mercado de valores, pero más veloz”.

En síntesis

Si observamos la lista de posibles factores precipitantes del auge del mercado de valores, valdrá la pena recordar que no existe una

ciencia que permita definir cotizaciones justas y exactas. Es cierto que los economistas comprenden cada vez mejor los mercados financieros, pero la complejidad de la vida real sigue ocupando el primer lugar.

Muchos de los factores mencionados presentan aspectos autónomos y por lo tanto son difíciles, sino imposibles, de explicar en términos de predicción científica. No obstante, algunos de ellos ostentan marcas indiscutibles. El auge de Internet, la aparición de las transacciones *on-line*, el Congreso republicano y la rebaja propuesta en el impuesto sobre los beneficios de capital ocurrieron justo cuando el mercado inició su alza más asombrosa. Otros factores –entre ellos la preeminencia de los planes de pensiones de contribución definida, el crecimiento de los fondos mutuos, la caída de la inflación y la expansión del volumen de transacciones– estuvieron vinculados con eventos que se desarrollaron desde que el mercado tocó fondo en 1982. Más allá de esto, nuestra cultura refleja posteriores desarrollos que acompañaron el reciente ímpetu de las acciones. Por ejemplo, algunos estudios revelan que el nivel de materialismo de la población norteamericana aumentó de manera uniforme y continua durante la generación pasada, que el celo patriótico posterior a la caída del comunismo contribuyó a cimentar nuestra confianza en el sistema capitalista y, lo que es quizás más interesante, que el juego ha alcanzado cimas asombrosas durante la década de 1990. Muchos de estos factores también se hicieron presentes en Europa y otros países del mundo, por lo que la teoría que los responsabiliza del auge del mercado de valores en los Estados Unidos no contradice el hecho de que el auge sea compartido por otras naciones.⁴⁰

La correlación no implica causalidad, y no debería ser considerada como tal. Pero cuando la exuberancia –irracional o no– está a la orden del día, es fundamental tener en cuenta la psicología auto-complaciente del mercado de valores al decidir las políticas que afectarán nuestra sociedad en las próximas décadas.

III

MECANISMOS DE AMPLIFICACIÓN: ACONTECER NATURAL DE FRAUDES TIPO PONZI

En el capítulo anterior analizamos cierta cantidad de factores desiguales que han fomentado la actual burbuja especulativa. En este capítulo veremos cómo el efecto de esos factores es amplificado por mecanismos que implican la confianza de los inversores, sus expectativas respecto al futuro comportamiento del mercado, y las distintas influencias que afectan la demanda de acciones. Para contextualizar y dar fundamento a la información, en primer lugar examinaremos distintas evidencias acerca de la confianza y las expectativas de los inversores.

Los mecanismos de amplificación operan a través de un ciclo de retroalimentación; hacia el final de este capítulo también los consideraremos como fraudes de Ponzi que ocurren de manera natural. Los inversores –cuyas confianza y expectativas han sido estimuladas por los pasados aumentos en las cotizaciones– hacen subir aún más los precios e impulsan a otros a hacer lo mismo. De este modo, el ciclo se repite una y otra vez y produce una respuesta amplificada a los factores precipitantes originales. Las opiniones más difundidas aluden al mecanismo de retroalimentación como si se tratara de una simple hipótesis, casi nunca demostrada. De hecho, y como veremos más adelante, contamos con pruebas que respaldan este mecanismo.

Alto grado de confianza de los inversores

Uno de los rasgos más asombrosos del reciente mercado alcista es el alto grado de confianza de los inversores. La encuesta que realicé por correo en 1999 entre individuos de alto poder adquisitivo de los Estados Unidos elegidos al azar demostró que la mayoría de la gente cree que las acciones son la mejor inversión a largo plazo.¹ Una

de las preguntas –y el porcentaje de respuesta de los 147 individuos consultados en 1999– fue:

¿Está usted de acuerdo con la siguiente afirmación?: “El mercado de valores es la mejor inversión a largo plazo para aquellos que pueden comprar y conservar sus acciones durante las alzas y las bajas del mercado”.

1. Totalmente de acuerdo	76%
2. Medianamente de acuerdo	20%
3. Neutral	2%
4. Medianamente en desacuerdo	1%
5. Totalmente en desacuerdo	1%

Es obvio que la mayoría estuvo de acuerdo con esta afirmación. En mayor o menor grado, casi el 96% de los consultados estuvo de acuerdo con ella en 1999. El porcentaje de los que estuvieron completamente de acuerdo también fue alto: el 76%. Ya le había formulado la misma pregunta en 1996 a un grupo de individuos de alto poder adquisitivo, y los resultados fueron apenas menos drásticos: de los 134 consultados, el 94% contestó medianamente de acuerdo y el 69% estuvo totalmente de acuerdo con la afirmación.

Es notable que un nivel de conformismo del 96% es alto en cualquier encuesta, máxime cuando se trata de algo tan personal como una estrategia de inversión.² Mucha gente (en las décadas de 1970 y 1980, por citar un ejemplo) solía pensar que la mejor inversión eran los bienes raíces o los bonos del gobierno (cuando debía decidir sus inversiones de jubilación antes del reciente mercado alcista).³ Alguien podría haber pensado que muchos consultados responderían que la mejor estrategia era invertir en oro, diamantes, antigüedades u obras de arte, o incluso en la propia educación o el perfeccionamiento personal. Pero no: casi todos estuvieron de acuerdo en las ventajas de invertir en el mercado de valores.

Este punto de vista se relaciona con la sensación imperante de que el mercado de valores es una opción de inversión segura. Otra de las preguntas incluidas en la encuesta –y el porcentaje de respuesta de los 147 individuos consultados en 1999– fue:

¿Está usted de acuerdo con esta afirmación?: “Si hay otro *crash* como el del 19 de octubre de 1987, el mercado recuperará su nivel anterior en un par de años”.

1. Totalmente de acuerdo	47%
2. Medianamente de acuerdo	44%
3. Neutral	3%
4. Medianamente en desacuerdo	5%
5. Totalmente en desacuerdo	1%

Aquí se manifiesta una tendencia apabullante: en 1999, el 91% de los inversores de alto poder adquisitivo estaba de acuerdo con la afirmación en mayor o menor grado. Casi nadie manifestó su desacuerdo, como hubiera ocurrido si los inversores hubieran pensado que los mercados eran impredecibles. Cuando formulé la misma pregunta en 1996, de los 135 consultados el 82% estuvo de acuerdo con la afirmación en mayor o menor grado.

Es curioso que la gente no opine exactamente lo opuesto a la premisa de la pregunta arriba citada: casi nadie opina que el mercado bajará en un par de años si sube espectacularmente, como ocurrió hace poco.⁴ La fe de los inversores en la resistencia o la capacidad de recuperación del mercado parece provenir de una sensación de optimismo y seguridad generalizados, y no de la convicción de que los precios se mantendrán estables a largo plazo.

Las respuestas a estas dos preguntas nos permiten comprobar la extraordinaria confianza pública en el mercado de valores, que en cierto sentido respalda las altas cotizaciones recientes. La gente parece convencida de haber descubierto una inversión segura y lucrativa, una inversión que no puede perder. El público inversor no percibe ningún riesgo real, lo que explica su voluntad de comprar acciones aun cuando estén sobrevaloradas de acuerdo a mediciones convencionales, como la relación precio-beneficios.

Aunque he realizado encuestas a inversores desde mediados de la década de 1980, no formulé estas dos preguntas sino hasta 1996. Supongo que en los años ochenta no se me ocurrió preguntar si los inversores creían que un *crash* bursátil sería inmediatamente revertido porque el optimismo de la gente con respecto al mercado de valores no era tan visible como ahora. Por lo tanto, no tengo manera de comprobar si el público de entonces creía que el mercado se recuperaría de inmediato luego de un *crash*... o pensaba exactamente lo contrario. Sin embargo, a partir de 1989 incluí en mis encuestas una pregunta relacionada con las dos anteriores. La pregunta –y los porcentajes de respuesta de 145 individuos de alto poder adquisitivo en 1999, 132 en 1996 y 116 en 1989– fue la siguiente:

Si mañana el Dow Jones bajara el 3%, supongo que pasado mañana el Dow:

	1999	1996	1989
1. Subiría	56%	46%	35%
2. Bajaría	19%	24%	34%
3. Se mantendría igual	12%	18%	13%
4. No opina	13%	11%	18%

El porcentaje de individuos que en 1999 pensaban que el Dow Jones subiría casi triplicó el de aquellos que opinaban que bajaría. Pero no siempre fue así. En 1996 hubo una relación dos a uno entre el porcentaje que preveía un aumento y el que preveía una caída. En 1989, el porcentaje de individuos que preveían un aumento fue casi igual al de los que preveían una caída. Por lo tanto, queda claro que durante este decenio hubo un notable aumento de confianza entre los inversores particulares respecto a la rápida recuperación del mercado luego de una caída de un día.⁵

Existen evidencias que sugieren que en 1929 muchas personas estaban seguras de que el mercado se recuperaría de inmediato luego de un posible desplome. Si bien no contamos con encuestas realizadas en aquella época, tenemos relatos contemporáneos que reflejan la confianza de los inversores. En su historia de la década de 1920 –*Only Yesterday* [Parece que fue ayer], publicada en 1931–, Frederick Lewis Allen escribió:

Cuando en el verano de 1929 la gente buscaba referencias, se sentía reconfortada al recordar que, en última instancia, todos los *crashes* ocurridos en años anteriores habían hecho, después de todo, subir los precios a un nuevo máximo. Dos puntos arriba, un punto abajo, dos puntos arriba otra vez... así funcionaba el mercado. Si uno vendía, solo tenía que sentarse a esperar el próximo *crash* (ocurrían cada pocos meses) para volver a comprar. Y en realidad no había motivos para vender: si las acciones eran buenas, uno ganaba siempre. Según parece, el sabio era aquel que “compraba y mantenía”.⁶

Algunas reflexiones sobre la confianza de los inversores

Es importante considerar la naturaleza –y los orígenes probables– de la confianza de los inversores, no solo para comprender la situación actual sino también para orientarnos en el debate de los ciclos

de retroalimentación que analizaremos más adelante en este mismo capítulo. Véremos que la retroalimentación que fortalece la confianza de los inversores ocurre en un contexto de complejo entorno social y psicológico.

¿De dónde sacó la gente la idea de que, si alguna vez hay un *crash*, el mercado recuperará su nivel en apenas un par de años? La historia no parece indicarlo así. Existen numerosos ejemplos de mercados que continuaron a la baja durante largos períodos. Por citar un ejemplo reciente, el índice Nikkei en Japón continúa a niveles de menos de la mitad de su nivel máximo de 1989. Lo mismo ocurrió luego de los máximos del mercado norteamericano de 1929 y 1966, analizados en el capítulo I. Sin embargo, estos ejemplos de mal desempeño persistente de los mercados no quedaron grabados en la opinión pública.⁷

Uno de los motivos de la preeminencia del reciente comportamiento del mercado en la mente de los inversores es que estos han *experimentado* las cotizaciones bursátiles día a día; es decir que desde 1982 han observado un mercado alcista y reaccionado de acuerdo a esa tendencia. Los inversores norteamericanos de hoy no tuvieron esa experiencia con las acciones japonesas, ni tampoco con el propio mercado de valores de los Estados Unidos en décadas pasadas. Mucha gente se fija en los gráficos de cotizaciones ascendentes que publican los diarios cada día y llega a la conclusión intuitiva de que toda caída en los precios es reversible e invariablemente será seguida por nuevas alzas. Nuestras expectativas sobre los precios bursátiles están regidas por la misma facultad de reconocimiento que utilizamos cuando aprendemos a andar en bicicleta o conducir un automóvil, facultad que nos otorga la capacidad intuitiva de saber qué esperar a continuación. Los inversores cuyas edades oscilan entre los veinte y los cuarenta y tantos años han convivido con la tendencia alcista mientras decidían sus inversiones.

La experiencia subjetiva de observar que, con el paso de los años, el mercado tarde o temprano se recupera de sus caídas ejerce un impacto psicológico sobre nuestra manera de pensar. Este impacto es difícil de apreciar o reconstruir una vez ocurrido el hecho. Los que pensaban que el mercado bajaría y permanecería en ese estado durante mucho tiempo comenzaron a sentirse incómodos al ver que se equivocaban año tras año. Los que predijeron un desplome terminaron perdiendo su reputación debido al mismo error. Dado

que estar satisfechos con nuestra visión del mundo fortalece nuestra autoestima y nuestra identidad, es natural que los pesimistas de antaño quieran manifestar otro punto de vista o al menos cambiar de tema. Así, el diferente entorno emocional afecta sus puntos de vista –o su manera de expresarlos–, y ese impacto es independiente de toda evidencia objetiva que respalde o refute su visión.

Aunque no hayan prestado atención al mercado de valores desde 1982, los inversores actuales viven en un lugar y una época en que las experiencias y sensaciones de aquellos que sí han participado en el mercado se difunden constantemente. Para apreciar esta influencia será útil recordar la historia –publicada en 1999 en el libro *Dow 40,000* [Dow: 40.000 puntos], de David Elias– de un individuo que no supo comprender los tiempos del mercado:

Un ejemplo de lo que puede ocurrir cuando un individuo espera a que el Dow indique “el momento perfecto” para invertir es la saga de mi amigo Joe. Joe empezó a llamarme en 1982, cuando el Dow estaba apenas por encima de los 1.000 puntos, porque quería saber cuál era el mejor momento para invertir en acciones ordinarias. A lo largo de los años, siguió buscando la señal del momento perfecto. Hoy, a sus 62 años, Joe todavía tiene su dinero atascado en certificados de depósitos bancarios. Perdió el mercado alcista y todos sus hitos de mil puntos. Pero incluso ahora Joe no se da cuenta de que el momento perfecto no existe. Cuando el mercado se recupera de una caída, por lo general alcanza nuevos máximos.⁷

Este párrafo tiene algo muy convincente, especialmente porque está acompañado –como el párrafo siguiente del mismo libro– por gráficos que ilustran la importancia de los intereses compuestos cuando los rendimientos son altos (como ocurrió recientemente). La función de estos gráficos es sugerir al lector que las inversiones bursátiles son la única oportunidad que le ofrece la vida de hacerse rápida y verdaderamente rico. El relato posee cierta intensidad emocional, semejante a la que tendría una historia sobre una infracción de tráfico que provocó un grave accidente u otra sobre las ventajas de pedirle un aumento salarial a nuestro jefe.

Un argumento construido en torno a una historia como la de Joe –donde el éxito en las inversiones depende del dominio de los propios impulsos internos y no de la situación histórica real– despierta interés porque incita a los lectores a olvidar qué tiene de especial

el nivel del mercado en la actualidad. La gente normal piensa mucho en cómo controlar sus impulsos –por ejemplo, adopta una disciplina de trabajo para apartarse de las costumbres disipadas o trata de mantenerse en forma y no engordar–, por lo que los relatos que apelan al autocontrol despiertan más interés que los artículos sobre la historia de las relaciones precio-beneficios. El argumento de Elias es cautivador porque apela al dolor del arrepentimiento y hace hincapié en los motivos emocionales que tenemos para invertir *ya* (tema que retomaré más adelante en este mismo capítulo). Cuando los argumentos se alejan tanto del análisis de los datos históricos, el único remanente que dejan en la opinión pública es la vaga sensación de que, tras sus múltiples caídas, el mercado siempre se ha recuperado.

Numerosos medios difunden con regularidad noticias sobre el éxito de los accionistas que invirtieron en el mercado en los últimos años, como si intentaran decirle al lector o el televidente: “Tú también puedes hacerlo”. Por citar solo uno entre muchos ejemplos, un artículo publicado en 1999 en *USA Weekend* –una revista dominical de los periódicos nacionales– incluía un texto titulado “Cómo hacerse (verdaderamente) rico en los Estados Unidos”. El artículo presentaba ejemplos de inversores exitosos y narraba la hipotética historia de una graduada universitaria de veintidós años de edad que ganaba 30.000 dólares al año con un aumento real anual del 1%. “Si ella ahorrara solo el 10% de sus ingresos e invirtiera los ahorros en un fondo del Índice S&P, tendría un patrimonio neto de 1,4 millones de dólares –y hablamos del dólar actual– al jubilarse a sus sesenta y siete años”.⁸ De acuerdo a estos cálculos, el fondo del Índice S&P obtendría un rendimiento del 8% real (corregido según la inflación) sin riesgo alguno. No se menciona la posibilidad de que el rendimiento deje de ser tan alto con el paso del tiempo ni que la joven podría *no* hacerse millonaria. El *Ladies' Home Journal* publicó un artículo con un título similar –“Todo el mundo debería ser rico”– en 1929.⁹ Se basaba en cálculos muy parecidos e igualmente omitía mencionar la posibilidad de que algo podría ir mal a largo plazo. Ese artículo adquirió mala fama después del *crash* de 1929.

Estos argumentos en apariencia convincentes acerca de potenciales aumentos en el mercado de valores rara vez se postulan en términos abstractos; por el contrario, se los suele contextualizar a través de relatos sobre inversores exitosos o fracasados, y a menu-

do subrayan de manera velada la superioridad moral de aquellos que supieron invertir bien su dinero. Por otra parte la opinión pública admira sin rodeos a quienes hacen dinero a paso lento y paciente, sin dejarse perturbar por las fluctuaciones del mercado. Este tema es pieza central de numerosos libros muy difundidos. Entre ellos se destaca *The Millionaire Next Door: The Surprising Secrets of America's Wealthy* [El vecino millonario: los sorprendentes secretos de los ricos de los Estados Unidos], de Thomas Stanley y William Danko, que integró la lista de libros de tapa dura más vendidos del *New York Times* durante ochenta y ocho semanas después de ser publicado en 1996, y continúa en la lista de libros de bolsillo más vendidos del mismo diario. El libro, que enaltece las virtudes de la paciencia y la prudencia, ha vendido más de un millón de ejemplares.

Los relatos acerca de inversores pacientes han trascendido las fronteras de los Estados Unidos. En Alemania, el *best-seller* de 1999 *The Road to Financial Freedom: A Millionaire in Seven Years* [El camino hacia la libertad financiera: cómo hacerse millonario en siete años], de Bodo Schäfer, establece un horizonte de siete años para los inversores y afirma que la primera de las "diez reglas de oro" es aquella que dice que el mercado se recuperará tarde o temprano de cualquier caída. Otro libro alemán del mismo año, *No Fear of the Next Crash: Why Stocks Are Unbeatable as Long-Term Investments* [Sin temor al próximo crash: por qué las acciones son inversiones invencibles a largo plazo], de Bernd Niquet, está enteramente consagrado a demostrar que, en lo que respecta a invertir en acciones, la paciencia siempre triunfa.¹⁰

Cuando analizamos las expresiones populares de confianza en el mercado –ya pertenezcan a la década de 1920 o a la de 1990– e intentamos comprender cómo se sentía la gente en aquel momento, debemos tener en cuenta que en la mayoría de los casos las manifestaciones visibles de confianza no son el núcleo central de atención en los contextos en que se originan. Por ejemplo, Suze Orman –exitosa consultora de inversiones durante la década de 1990 y autora de *best-sellers* como *The 9 Steps to Financial Freedom* [Los 9 pasos hacia la libertad financiera] (1997) y *The Courage to Be Rich: Creating a Life of Material and Spiritual Abundance* [Valentía de hacerse rico: cómo llevar una vida de abundancia material y espiritual] (1999)– se ha forjado una notable reputación en el medio televisivo (suele aparecer en programas

como el de Oprah Winfrey) explicando los pasos emocionales y espirituales que debemos dar para hacer fortuna. Orman aconseja vender deuda y comprar acciones, pero su ejemplo del poder del interés compuesto con un tipo de rendimiento del 10% no es lo que capta la atención de la gente. La mayoría del público parece interesarse pura y exclusivamente en su mensaje espiritual. Su afirmación de que el mercado producirá un rendimiento del 10% anual es un simple dato al que su audiencia no presta mayor importancia, ni ha tenido tiempo ni deseos de analizar. No obstante, la repetición constante de ello –por parte de Orman y otros como ella– ha dado categoría de saber convencional a su punto de vista.

Otros factores subyacen a la confianza ciega de los inversores actuales... factores que solo contribuyen a enturbiar su pensamiento. Uno de ellos es el inéxorable aumento en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) –analizado en el capítulo anterior–, que ha ejercido una presión alcista sobre todos los precios y por lo tanto tendido a borrar las caídas nominales en los mercados especulativos. La inflación disimula el hecho de que –en términos reales corregidos según el índice inflacionario– el activo especulativo podría no haber recuperado su valor real. Sin duda, muchos recordarán lo que ocurrió con sus viviendas. Por ejemplo, los precios de las viviendas –que habían bajado a comienzos de la década de 1990– han recuperado sus niveles altos de 1988-1990 en numerosas regiones del noreste de los Estados Unidos. La gente tiende a olvidar que desde entonces tuvimos una inflación del 25% al 30% en el IPC, de modo que el valor real de la vivienda (corregido de acuerdo al índice inflacionario) continúa en baja. Por supuesto que con la baja inflación actual esta sensación disminuye, pero la gente todavía recuerda las épocas de inflación alta... y las seguirá recordando durante algún tiempo. La situación actual –con un índice de inflación más bajo, pero aún positivo– podría conducir a una alta valoración del mercado: la gente se siente optimista respecto al futuro de la economía debido a la baja inflación, pero no obstante sigue esperando que las cotizaciones muestren la misma tendencia a recuperarse de las caídas que mostraron durante los períodos inflacionarios.

Otro factor importante es la reciente expansión económica: el período de expansión más prolongado en la historia de los Estados Unidos en tiempos de paz. Los que predijeron una recesión quedaron tan desacreditados como los que anunciaron el desplome del mer-

cado de valores, y esto solo sirve para confirmar el optimismo respecto al mercado. De hecho, la visible confianza de la gente en el mercado es un reflejo de su confianza en el conjunto de la economía. En los últimos años, las mediciones de la confianza de los consumidores –realizadas por el Conference Board y el Survey Research Center de la Universidad de Michigan– estuvieron cerca de alcanzar niveles récord.

Pruebas de que las expectativas no empeoran a pesar del alto nivel del mercado

En mis encuestas a inversores descubrí que el actual mercado alto no hizo disminuir la expectativa media. Formulé preguntas abiertas para conocer las expectativas de los inversores respecto al Dow en distintos horizontes. No les pedí que eligieran entre categorías o distintos porcentajes de aumentos en los precios; por el contrario, debían sacar sus propias conclusiones numéricas sin que mediara sugerencia alguna de mi parte. Según las encuestas realizadas a inversores particulares con ingresos altos, en 1989 el inversor promedio esperaba un cambio del 0,6% en el Dow a un año. En 1996, el cambio esperado era del 5%, y en 1999, del 4,6% (casi lo mismo que en 1996). Así, a pesar del alza notable del mercado de valores durante la última década, el promedio de expectativa de los inversores particulares con ingresos altos también aumentó desde 1989. No encontré ninguna tendencia particular entre los inversores institucionales en cuanto a las expectativas de rendimiento del mercado a un año; esto indicaría que tampoco ellos se dejan desalentar por el alto valor del mercado actual.

A más de uno lo asombrará saber lo modestas que son hoy las expectativas de los inversores. Si observamos las respuestas individuales, las razones del bajo promedio resultarán obvias. La mayoría de los inversores responde que el mercado subirá entre el 10% y el 15% durante el año próximo, lo que equivale al rendimiento nominal histórico promedio de los últimos cincuenta años. Son pocos los que contestan por encima de esto. Aproximadamente un tercio responde que el mercado bajará el 10%, aunque algunos aventuran el 20%. Si tomamos en cuenta estas respuestas, veremos que el *promedio* de las expectativas indica un aumento del 5% en el valor del

mercado. En 1989 eran numerosos los que pensaban que el mercado bajaría el 10% o el 20%, de modo que el promedio de las expectativas era prácticamente igual a cero.

No debería sorprendernos que pocas personas esperen que el mercado suba entre el 20% y el 30% durante el año siguiente. Sin embargo, no parece una respuesta admisible y no debemos esperar que los medios de comunicación la validen. La única respuesta admisible es que el mercado seguirá pagando los mismos e impresionantes rendimientos que como media ha venido pagando desde hace treinta años o más. También sería admisible aventurar que podría haber una corrección –los medios no dejan de mencionarlo–, de allí que algunos encuestados hayan pronosticado una caída. Pero, ¿acaso la gente cree en sus propias respuestas a las encuestas? Es probable que la mayoría de las personas no sepan qué creer, y es posible que consideren que sus respuestas son tan válidas como cualquier otra.

Las encuestas realizadas por PaineWebber/Gallup revelan un mayor promedio de expectativas optimistas entre los inversores particulares. Las de julio de 1999 indican que los inversores esperaban un rendimiento promedio del 15% en el mercado de valores durante los siguientes doce meses. Parece muy optimista, mucho más que las evaluadas en mis encuestas. La diferencia entre los resultados podría deberse a diferencias sutiles en la manera de formular las preguntas. Ellos preguntaron: "Si pensamos en el mercado de valores en general, ¿qué rendimiento total cree usted que reintegrará el mercado a los inversores durante los próximos doce meses?". Yo pregunté: "¿Qué cambios espera usted, en términos de porcentaje, en los siguientes casos? (Escriba a + antes de la cifra para indicar que espera un aumento; a – para indicar que espera una declinación; o bien deje el espacio en blanco cuando no sepa qué responder)". En el cuestionario había espacios para que los consultados anotaran sus expectativas respecto al promedio industrial Dow Jones para dentro de un mes, tres meses, seis meses, un año y diez años. El lector ya habrá advertido que las dos preguntas *suenan* distinto. PaineWebber/Gallup pregunta por un porcentaje de rendimiento. Tal vez esto sugiera a los encuestados que el rendimiento debe ser un número positivo. Yo pregunto por un cambio de porcentaje en el precio, e incluyo la posibilidad de que la respuesta sea negativa. Las respuestas a las encuestas son sensibles a las palabras utilizadas en la formulación de las preguntas (aunque si las palabras no

se modifican, con el paso del tiempo los cambios en las respuestas indicarán la dirección de los cambios en las expectativas).

En 1998, Montgomery Asset Management realizó encuestas trimestrales entre inversores en fondos mutuos. La prensa difundió los resultados, los cuales indicaban expectativas aún más extravagantes respecto al mercado de valores. Una encuesta reveló expectativas del 34% de rendimiento medio anual para los próximos diez años. Sin embargo, la metodología empleada fue defectuosa, según lo revela un artículo del *Wall Street Journal*.¹¹ La pregunta formulada a los entrevistados no dejaba claro si debían estimar el rendimiento anual de los próximos diez años o bien el rendimiento total del decenio. Un rendimiento total del 34% para los próximos diez años estaría en el orden del 3% anual, lo que no refleja una expectativa demasiado alta. Además, la mediana de la expectativa era solo del 15% anual, por lo que la expectativa promedio anual del 34% debió haber sido producto de unas cuantas respuestas exageradas que hicieron subir el porcentaje.

Las expectativas globales de la mayoría de los inversores no son, por lo tanto, tan altas como sugieren algunas encuestas. No obstante parecen ser bastante elevadas y conservar el ímpetu de 1989 a pesar del alto nivel del mercado actual.

Algunas reflexiones sobre expectativas y emociones de los inversores

A la mayoría de los economistas les gusta imaginar que la gente decide sus inversiones con óptimo criterio, basándose en sus expectativas sobre los cambios futuros en las cotizaciones y en su estimación de los riesgos de las distintas alternativas de inversión. Sin embargo, cuando el inversor decide cuánto dinero colocar en el mercado de valores y cuánto debe destinar a otra clase de activos –por ejemplo bonos, bienes raíces u otras inversiones– no suele fundamentar su decisión en cálculos escrupulosos. Además, los inversores no acostumbran a estudiar los pronósticos de rendimientos de activos para contrapesarlos con los riesgos que llevan.

Esto se debe, en parte, a que los inversores suelen pensar que los expertos no tienen demasiada idea de los posibles cambios futuros en los precios de activos ni tampoco de los riesgos que implican.

Después de todo, los especialistas están en permanente desacuerdo y cualquiera podría llegar a la conclusión de que no se pierde nada al ignorar sus opiniones sobre las perspectivas de cualquier activo. Por lo tanto los inversores deben fundamentar sus decisiones en aquellos principios básicos aprobados por la mayoría de los expertos.

La mayoría de la gente no comprende la evidencia empleada para pronosticar los rendimientos de activos. Los especialistas hablan de posibles determinaciones de la Junta Directiva de la Reserva Federal en Washington, de cambios en la curva de Phillips o de distorsiones en los beneficios globales debidas a la inflación y a procesos contables convencionales. La mayoría de los individuos no se interesan en esa suerte de información esotérica.

No obstante, los inversores deben tomar decisiones. ¿Qué factores podrían tener en mente al decidir cuánto dinero invertir en el mercado de valores? La sensación de que la Bolsa es “el mejor juego de toda la ciudad” podría desempeñar un papel crucial en la toma de decisiones.

Sabemos que el mercado *podría* repetir su desempeño de los últimos años. Es una posibilidad real, tan real como la posibilidad de que ocurra un gran cambio. ¿Pero qué sentimos cuando, llegado a este punto, debemos tomar una decisión? ¿Cómo nos sentimos cuando, ya entrada la noche, debemos completar el formulario del 401(k) y estamos cansados y molestos por tener que tomar una decisión tan importante sin contar con información sólida y fiable?

Lo que sintamos dependerá, por cierto, de nuestra experiencia reciente en el campo de las inversiones. Si estuvimos fuera del mercado y no participamos de las ganancias que otros disfrutaron en los últimos tiempos, es probable que nos sintamos muy arrepentidos. Y el arrepentimiento es una emoción altamente motivadora, como lo han demostrado los psicólogos.¹² También podríamos envidiar a aquellos que obtuvieron más beneficios en el mercado de valores que nosotros durante el último año. Y la envidia es un sentimiento doloroso que hace bajar la autoestima. Si los que ganaron tanto dinero en la Bolsa fueron más astutos o estuvieron mejor informados, nos sentiríamos unos holgazanes. Y si no fueron más astutos y solo tuvieron mejor suerte –la fortuna les sonrió–, tampoco nos sentiríamos reconfortados. Probablemente sentiríamos que, si pudiésemos participar de un solo año más de mercado alcista –suponiendo que

esa tendencia se mantenga— nuestro herido orgullo se vería aliviado. Por supuesto que también podríamos pensar que el mercado puede bajar. ¿Pero cuánto pesa el desgaste emocional de una posible pérdida en el momento en que debemos decidir en qué tipo de inversiones colocar nuestro dinero?

Tal vez sintamos que esa pérdida potencial no afectará tanto nuestro ego como el fracaso de no haber participado hasta ahora en el mercado alcista. También podríamos darnos cuenta de que corremos el riesgo de entrar en el mercado justo cuando este comienza a bajar. Pero el coste psicológico de una posible pérdida futura no será mucho mayor que el arrepentimiento real de haber estado fuera del mercado en el pasado. Por lo tanto —y aunque existen muchas otras maneras de contrarrestar la incómoda sensación de “ser un perdedor”, por ejemplo redescubrir la importancia de ser un buen amigo, esposo o padre, o la de disfrutar las cosas simples de la vida—, podríamos llegar a la conclusión de que la única decisión satisfactoria a nivel emocional es invertir en el mercado de valores.

Claro que, si ya hemos estado en el mercado y debemos decidir si nos conviene o no permanecer en él, nuestro estado emocional será muy distinto. Es probable que sintamos satisfacción y algo de orgullo por los éxitos pasados, y naturalmente nos sentiremos más ricos. Tal vez sintamos lo mismo que los jugadores que han hecho saltar la banca en el casino: que estamos “jugando con el dinero de la casa” y por lo tanto no tenemos nada que perder si volvemos a apostar.¹³

El estado emocional de los inversores en el momento de decidir sus inversiones es, sin duda, uno de los más importantes factores causantes del mercado alcista. Aunque dicho estado emocional sea hasta cierto punto una consecuencia de los factores descritos en el capítulo anterior —entre ellos el individualismo y los valores materialistas—, el impacto psicológico de la creciente tendencia alcista observada en el mercado amplía sus alcances.

Atención del público al mercado

El nivel del interés y la atención del público hacia el mercado cambia con el paso del tiempo, dado que el interés de la gente salta de un tema a otro con suma facilidad. Nuestra atención salta de las noticias sobre Jacqueline Kennedy a las de O. J. Simpson o las de la prin-

cesa Diana. El interés que manifestamos por el mercado de valores también tiene sus modas y sus caprichos, que suelen depender de la calidad narrativa de los acontecimientos precipitantes.

Algunos escritores han señalado que el año 1929 se caracterizó por un espectacular aumento de la atención de los inversores hacia el mercado. En su libro *El crash del 29*, John Kenneth Galbraith escribió:

En el verano de 1929 el mercado no solo dominaba las noticias. También dominaba la cultura. La minoría *recherché* que en otros tiempos había manifestado interés en Santo Tomás de Aquino, Proust, el psicoanálisis y la medicina psicosomática prefería hablar de la United Corporation o la United Founders and Steel. Solo los más agresivos excéntricos se mantenían apartados del mercado y demostraban interés en la autohipnosis o el comunismo. En Main Street siempre habían pululado los ciudadanos que podían hablar de la compraventa de acciones con conocimiento de causa. En 1929 esos ciudadanos se transformaron en oráculos andantes.¹⁴

Muchos otros comentarios dan fe de que la atención pública se había concentrado en el mercado de valores a fines de la década de 1920. Convendría tener en cuenta que el argumento de Galbraith contiene ciertas exageraciones periodísticas que sin duda no le habrían sido disculpadas de haber escrito en los años veinte. No obstante, está en lo cierto respecto a la dirección del cambio ocurrido durante esa década.

Si leemos la *Reader's Guide to Periodical Literature* [Guía del lector a la literatura periodística] de todos los años de la década de 1920, veremos que solo un porcentaje ínfimo de los artículos de los diarios —casi siempre inferior al 0,1%— se ocupó del mercado de valores durante ese decenio. La gente pensaba en otra cosa. Sin embargo, el porcentaje de artículos especializados en el mercado de valores fue aumentando en el transcurso de la década. Entre 1922 y 1924 se publicaron 29 artículos sobre el tema, lo que equivale al 0,025% de todos los artículos editados; entre 1925 y 1928 el número subió a 67, o el 0,035% de todos los artículos publicados; entre 1929 y 1932 ya sumaban 182 artículos, lo que equivale al 0,093% del total publicado. Así, durante la década de 1920, el porcentaje de artículos sobre el mercado de valores casi se cuadruplicó.

Pudimos observar un patrón similar de cambio en el interés del público a través de la lectura de la *Reader's Guide* [Guía de lecto-

res] correspondiente al reciente mercado alcista (aunque el porcentaje de artículos que se ocupan del tema fue más alto durante este período que en la década de 1920). En 1982, cuando el mercado había tocado fondo, se publicaron 242 artículos, lo que equivale al 0,194% del total. En 1987, el año del *crash*, hubo 592 artículos, o el 0,364% del total. El interés del público disminuyó después del *crash*, y en 1990 solo se publicaron 255 artículos, o el 0,171% del total. En los años 1996, 1997 y 1998 la cantidad de artículos volvió a aumentar y alcanzó los 580 en 1998, el equivalente al 0,293% del total de artículos publicados.

Otra prueba de la atención que los inversores prestan al mercado es la cada vez mayor cantidad de clubes de inversión, según informes de la Asociación Nacional de Grupos de Inversores (ANGI). Estos clubes son grupos sociales pequeños que se reúnen al anochecer en la casa de alguno de sus miembros e invierten en conjunto pequeñas sumas de dinero para entretenerte y aprender algo acerca de las inversiones. El ANGI fue fundado en 1951 –al comienzo del mercado alcista de los años cincuenta– por cuatro clubes de inversores; en 1954 el número de clubes llegó a 953, alcanzó un máximo de 14.102 en 1970 (cerca del máximo del mercado) y se desplomó junto con el mercado en 1980 (cuando este estaba por tocar fondo) con un total de 3.642 clubes miembros. Actualmente la cantidad de clubes supera con creces su máximo anterior: hoy suman 37.129.¹⁵ La relación entre la cantidad de clubes de inversión y el funcionamiento del mercado de valores es notable, e indica que los mercados alcistas atraen la atención de los inversores.

El comportamiento del volumen de ventas en el mercado es otro factor que contribuye a demostrar que los éxitos pasados atraen la atención del público. El volumen de ventas –medido según el volumen de transacciones en dólares sobre el valor total del mercado en la Bolsa de Nueva York– aumentó notablemente durante los primeros años del mercado alcista posterior a 1982 y disminuyó durante un par de años después del *crash* de 1987, para luego retomar su tendencia ascendente. A través de un análisis estadístico, los economistas Meir Statman y Steven Thorley demostraron que los elevados rendimientos del mercado de valores impulsan un alto volumen muchos meses después y que, si bien la alta volatilidad de las cotizaciones también aumenta el volumen de las transacciones, este efecto de la volatilidad sobre el volumen de las transacciones

es transitorio. Statman y Thorley llegaron a la conclusión de que este efecto persistente de los rendimientos sobre el volumen se debe al impacto de los altos rendimientos sobre la confianza de los inversores.¹⁶ Aunque un mercado en alza “iza las velas de todas las embarcaciones”, los inversores tienden a suponer que sus éxitos bursátiles confirman sus propias capacidades y conocimientos, y esto fortalece su interés en comprar y vender acciones.

Cuando alguien triunfa en un área determinada, manifiesta una tendencia natural a tomar nuevas iniciativas y desarrollar sus capacidades con la esperanza de obtener mayores triunfos. En el estudio de un grupo de inversores que habían cambiado las transacciones telefónicas por el sistema *online*, los economistas Brad Barber y Terrance Odean descubrieron que, en promedio, estos habían superado al mercado en más del 2% anual. A través del sistema *online*, estos inversores adoptaron una actitud más especulativa y activa en sus transacciones y acabaron rezagados al mercado en más del 3% anual.¹⁷ Podría interpretarse que el exceso de confianza en los éxitos pasados incitó a los inversores a pagar el costo fijo que implica aprender cómo funcionan las transacciones *online*. Ahora, tras haber adquirido esas capacidades e intereses, es probable que presten más atención al mercado durante un período prolongado –medido en años– para ver si sus habilidades bursátiles “dan fruto”.

Si prestamos atención casual a conversaciones sobre el mercado, veremos que suelen ocurrir en el transcurso de una cena con amigos, una fiesta, una comida al aire libre u otro evento social. La Bolsa es un tema de conversación aceptado por la mayoría, e incluso medianamente atractivo. Podría decirse que es un tema ameno. Hace veinte años, hablar del mercado de valores en una reunión social hubiera sido una indiscreción, un paso en falso, un lamentable intento de mezclar el placer con los negocios. La diferencia entre ayer y hoy es sutil, pero no obstante revela un cambio fundamental en el entusiasmo de los inversores por el mercado.

Teorías de retroalimentación de las burbujas

Según la teoría de los ciclos de retroalimentación, los aumentos iniciales en los precios (causados, por ejemplo, por el tipo de factores precipitantes que describimos en el capítulo anterior) condu-

cen a mayores aumentos en los precios, dado que los efectos de los aumentos iniciales alimentan precios todavía más altos a través de la creciente demanda de los inversores. Esta segunda ronda de aumentos en los precios alimenta una tercera, la que a su vez alimenta una cuarta, y así sucesivamente. De este modo, el impacto inicial de los factores precipitantes se amplifica a través de aumentos mucho mayores en los precios de lo que los propios factores hubieran causado. Estos ciclos de retroalimentación podrían ser uno de los factores responsables no solo de los mercados alcistas y bajistas en la historia global del mercado de valores sino también, con algunas diferencias específicas, de las alzas y bajas en inversiones particulares.

Como hemos visto, la teoría de la retroalimentación está muy difundida, aunque la mayoría de la gente no habla de un *ciclo de retroalimentación*. Este es un término científico para lo que vulgarmente podría llamarse círculo vicioso, profecía autocomplaciente o seguir la corriente. Si bien el término *burbuja especulativa* tiene más de un significado en el discurso corriente, por lo general alude a esa clase de retroalimentación.

Según la versión más popular de esta teoría –la que se fundamenta en las *expectativas adaptables*–, la retroalimentación ocurre porque los aumentos pasados en las cotizaciones generan expectativas de futuros aumentos.¹⁸ Otra versión sostiene que la retroalimentación se debe a un aumento de la *confianza de los inversores* en respuesta a aumentos pasados en las cotizaciones. Por lo general, se cree que la retroalimentación no responde a un alza súbita sino a un patrón consistente de aumentos en las cotizaciones.

La evidencia que analizamos en la primera parte de este capítulo confirma que estas dos teorías de retroalimentación –basadas en las expectativas adaptables y la confianza de los inversores– desempeñan un importante papel en la actual situación del mercado de valores. La retroalimentación también puede ocurrir por motivos emocionales que no tengan vínculo alguno con las expectativas o la confianza de los inversores. El efecto de “jugar con el dinero de la casa”, que analizamos anteriormente, puede producir una suerte de retroalimentación: esta estructura mental podría disminuir el impulso de venta de los inversores luego de un aumento en las cotizaciones, y de este modo amplificar los efectos de los factores precipitantes sobre las mismas.

Los economistas John Campbell y John Cochrane propusieron la teoría de la formación de hábitos, que también podría amplificar las respuestas al mercado de valores. De acuerdo a esta hipótesis, la gente se habitúa poco a poco al alto nivel de consumo que cabe esperar de un mercado cuya valoración es cada vez más elevada. Después de un aumento en las cotizaciones la gente podría experimentar nuevos y más altos niveles de consumo, aunque sin habituarse a ellos. Los inversores que obtuvieron importantes beneficios podrían aventurarse a correr más riesgos, porque todavía se sentirían capaces de abandonar su mayor nivel de consumo si una mala inversión los obligara a hacerlo. Nuevamente, la decisión de los inversores de conservar sus acciones a precios más altos podría ampliar los efectos de los factores precipitantes.¹⁹

Más allá de cuál teoría de retroalimentación se aplique, lo cierto es que la burbuja especulativa no puede crecer eternamente. La demanda de determinadas acciones por parte de los inversores no puede continuar para siempre y cuando deje de existir... los precios dejarán de subir. Según la versión corriente de la teoría de retroalimentación de expectativas, en ese momento podríamos esperar la caída de esas acciones en el mercado –un estallido de la burbuja–, dado que los inversores ya no pensaría que la cotización seguiría subiendo y por lo tanto no tendrían motivos para conservarlas. Sin embargo, las versiones de la teoría no se fundamentan en los aumentos constantes de las cotizaciones que conllevarían un estallido repentino de la burbuja.

Por cierto –incluso según las versiones más populares de la teoría de retroalimentación–, no hay motivos para pensar que ocurrirán súbitos estallidos de burbujas especulativas. Para ello las demandas de los inversores deberían ser más ruidosas; las respuestas a los cambios pasados en las cotizaciones, más impredecibles, y la falta de sincronización entre los inversores, más flagrante. Además, es improbable que la incitación a entrar o salir del mercado creada por los cambios pasados en los precios solo sea definida por las modificaciones más recientes. Es lógico pensar que los inversores considerarán los cambios ocurridos en los últimos días, semanas o meses antes de decidir si el funcionamiento del mercado les parece atractivo. Así, la teoría de la retroalimentación confirma un patrón de cotizaciones caracterizado por las interrupciones y los forcejeos.²⁰

Según cualquiera de estas teorías, es posible que también se generen burbujas *negativas*. En estos casos la retroalimentación se produce en sentido descendente: las caídas iniciales de las cotizaciones desalientan a los inversores, lo que produce posteriores caídas en los precios, y así sucesivamente.²¹ (El término *burbuja negativa* siempre me hace pensar en una botella de plástico sellada cuyo contenido de aire caliente implosiona poco a poco a medida que se va enfriando y vuelve a recuperar su forma cuando alguien la destapa; sin embargo, esta metáfora es tan inapropiada como la de la burbuja de jabón para los eventos especulativos de signo positivo.) Los precios continúan bajando hasta que parece imposible que bajen todavía más, llegado este punto los inversores ya no tienen motivos para rechazar esas acciones y la burbuja negativa estalla por fin... al contrario de las burbujas positivas, es probable que el estallido no sea súbito.

La dinámica de los ciclos de retroalimentación puede generar comportamientos complejos y en apariencia casuales. Los así llamados generadores numéricos casuales –que forman parte del *software* de algunas computadoras– son solo ciclos de retroalimentación no lineales, e incluso algunos de los más simples muestran comportamientos tan complejos que sugieren la intervención del azar. Si admitimos que en la economía operan otras clases de ciclos de retroalimentación (además del simplista “aumento pasado en el precio provoca aumento futuro en el precio”), llegaremos a la conclusión de que el azar del mercado –es decir, su tendencia a producir movimientos repentinos sin ninguna razón– no es tan inexplicable como creímos. La rama de las matemáticas que estudia los ciclos de retroalimentación no lineales –llamada *teoría del caos*– podría ayudarnos a comprender el complejo comportamiento del mercado de valores.²²

Cómo perciben los inversores la retroalimentación y las burbujas

La teoría de la retroalimentación de las burbujas especulativas es tan conocida que ya forma parte de nuestra cultura popular. Por lo tanto, es natural preguntarse si la percepción pública de estas burbujas podría sufrir la influencia de la alta valoración del mercado actual. Lo más sensato sería pensar que la burbuja existe solo porque la gente

piensa que hay una burbuja temporal y está dispuesta a dejarse llevar por sus vaivenes mientras dure.

A partir de una serie de indicadores obtenidos de mis encuestas semestrales a inversores institucionales, construí un *índice de expectativas de burbujas*. Los indicadores a que me refiero son los porcentajes de encuestados que afirman que el mercado está demasiado alto pero continuará subiendo a corto plazo, que el mercado subirá y luego bajará, que es aconsejable permanecer en el mercado solo a corto plazo, que no hay que dejarse llevar por el optimismo ajeno, y que el mercado subirá a corto plazo aunque la probabilidad de un *crash* en los próximos seis meses supere el 10%. Un porcentaje sustancial de los encuestados –entre el 10% y el 50%– dio estas respuestas a mis preguntas. El índice de expectativas de burbujas muestra oscilaciones importantes que indican que el porcentaje de inversores institucionales que manifiestan “sentimiento burbuja” ha fluctuado con el tiempo. El nivel del índice podría estar relacionado con los cambios ocurridos en el mercado de valores en el semestre anterior, lo que indicaría que las expectativas de una burbuja temporal son más altas cada vez que el mercado sube en los seis meses anteriores. Sin embargo, el índice no muestra una tendencia definida en la década desde 1989.

En la encuesta Big Money Poll, realizada por *Barrons* en abril de 1999 entre gestores monetarios profesionales, se preguntaba lo siguiente: “¿El mercado de valores se encuentra en medio de una burbuja especulativa?”. El 72% de los consultados respondió que sí, y solo el 28% contestó que no.²³ El resultado puede parecer sorprendente ya que no descubrí una tendencia alcista sustancial en el índice de expectativas de burbujas; sin embargo, la pregunta de *Barrons* es bastante ambigua porque no define qué es una burbuja y no establece comparaciones con años anteriores. Las otras preguntas de la encuesta no buscan averiguar si los consultados tienen expectativas de burbujas –de acuerdo a mi definición– y el resultado general expresa expectativas generales relativamente optimistas.

De hecho no hay demasiadas pruebas de que la gente piense que nos encontramos en medio de una burbuja especulativa transitoria debido al alza del mercado en los albores del nuevo milenio. El rasgo que mejor define las altas cotizaciones actuales es la inmensa confianza del público en que el mercado siempre dará buenos resultados.

Los fraudes de Ponzi como modelos de retroalimentación y burbujas especulativas

Es difícil demostrar que un simple modelo mecánico de retroalimentación de precios –cuyo efecto es aumentar el entusiasmo y la atención de los inversores– es un factor importante en los mercados financieros. Podemos tener la impresión de que el público manifiesta entusiasmo por las inversiones debido a los aumentos pasados en las cotizaciones, pero no tenemos pruebas concretas de que ese mecanismo de retroalimentación afecte sus decisiones.

Para demostrar que estos mecanismos de retroalimentación desempeñan un papel en los mercados financieros resulta útil considerar el ejemplo de los fraudes de Ponzi –también llamados Club de la Pirámide o fraudes piramidales-. Mediante estos fraudes los estafadores crean una retroalimentación positiva entre falsos rendimientos actuales y supuestos rendimientos futuros. Estos fraudes se han perpetrado tantas veces que los gobiernos tuvieron que declararlos ilegales; no obstante, siguen ocurriendo de tanto en tanto. Su interés radica en que, en cierto modo, son experimentos controlados (¡por el estafador!) que demuestran algunas características de la retroalimentación que no se pueden observar fácilmente en los mercados normales ni en los experimentos psicológicos de laboratorio.

En un fraude de Ponzi, el gerente promete a los inversores enormes rendimientos a través de las inversiones realizadas. Pero lo cierto es que el dinero de los inversores no es colocado en ningún activo real. En cambio, el gerente les paga a los primeros inversores con las ganancias de la venta del fraude a una segunda ronda de inversores, y a estos con las ganancias de la venta a una tercera ronda de inversores, y así sucesivamente. El fraude debe su nombre a un caso muy famoso (aunque no el primero) de este tipo de fraude, perpetrado en 1920 por un tal Charles Ponzi en los Estados Unidos. El fraude de Ponzi incita a los primeros inversores –a los que supuestamente ha hecho ganar enormes sumas de dinero– a comentar sus éxitos financieros a otra ronda de inversores, quienes a su vez invierten en el fraude y posibilitan que el estafador pueda pagarle a la primera ronda de inversores, cuyos triunfos atraen cada vez más inversores, y así sucesivamente. Tarde o temprano, el fraude debe llegar a su fin porque la oferta de inversores no es inagotable, y el

estafador lo sabe. Lo mejor que podría pasarle es desaparecer de la escena sin haberle pagado a la última y más grande ronda de inversores, y luego escapar de la mano de la ley. (También podría esperar, con un poco de suerte, que aparecieran de la nada fabulosas oportunidades de inversión que salvaran el fraude.)

Sabemos que los fraudes de Ponzi tienen la virtud de hacer ricos a sus perpetradores, al menos hasta que caen presos. En 1920, Charles Ponzi atrajo 30.000 inversores y emitió pagarés por un total de 15.000.000 de dólares en menos de siete meses.²⁴ Un caso más reciente y también célebre es el de Raejean Bonham, una ex ama de casa que puso en marcha su propio fraude de Ponzi en la pequeña ciudad de Fox, en la zona rural de Alaska. Prometió pagar dividendos del 50% en doce meses y convenció a 1.200 inversores de cuarenta y dos estados de que le pagaran entre 10 y 15 millones de dólares entre 1989 y 1995.²⁵

Una de las historias más dramáticas que conocemos ocurrió en Albania entre 1996 y 1997, cuando una cantidad de fraudes de Ponzi que prometían fabulosos rendimientos atrajo la atención de gran parte de los habitantes del país. Siete fraudes de Ponzi acumularon aproximadamente 2 mil millones de dólares, lo que equivale al 30% del Producto Interior Bruto anual de Albania.²⁶ El entusiasmo generado por estos fraudes era tan intenso que en las elecciones de 1996 los miembros del partido gobernante incluyeron en sus campañas logotipos de los fondos de los fraudes de Ponzi, con el evidente propósito de atribuirse el éxito de esa nueva fuente de riquezas. Cuando los fraudes fracasaron en 1997, grupos de manifestantes enfurecidos atacaron los bancos e incendiaron edificios públicos; el gobierno se vio obligado a enviar al ejército a las calles para restaurar la paz y numerosos manifestantes murieron. El colapso de los fraudes obligó al primer ministro Aleksander Meksi y todo su gabinete a renunciar a sus cargos.²⁷

Como parte de su estrategia, los fraudes de Ponzi exitosos presentan a los inversores una historia creíble sobre la mejor manera de obtener enormes ganancias. Por ejemplo, Charles Ponzi convenció a los inversores de que podría hacerles ganar muchísimo dinero mediante la explotación de una oportunidad de arbitraje que incluía cupones internacionales de respuesta postal. Los compradores de estos cupones, que eran vendidos por los servicios postales, los adjuntaban luego en las cartas con respuesta prepagada y las envia-

ban a otros países. Según parece, dado que el tipo de cambio vigente no era exactamente igual al implícito de los cupones postales, la compra de los mismos en Europa y su posterior venta en los Estados Unidos implicaba oportunidades genuinas de obtener ganancias. La propuesta de Ponzi, difundida por algunos diarios durante la implementación del plan, les pareció creíble a varias personas influyentes. Pero las oportunidades de obtener ganancias no eran realizables ya que resultaba muy difícil vender los cupones, y el fraude comenzó a revelarse cuando el director del correo de Nueva York declaró que la reserva mundial de cupones internacionales de respuesta postal no alcanzaría para hacer la fortuna que Ponzi decía haber hecho.

Raejean Bonham, en Alaska, basó su proyecto en la supuesta compra a las grandes compañías aéreas de millas de viajeros habituales no utilizadas, que luego transformaba en billetes de descuento y vendía con gran beneficio a su favor. La compañía de inversiones albanesa VEFA supuestamente realizaba numerosas inversiones convencionales en una economía en vías de recuperación. (En aquella época también corrió el rumor en toda Albania de que la VEFA era una fachada para el blanqueo de dinero, actividad que numerosos inversores consideraban una buena manera de hacer fortuna).²⁸

Respecto a estos ejemplos de fraudes de Ponzi, cabe señalar que los inversores iniciales fueron muy escépticos y solo invirtieron sumas pequeñas. La idea de invertir en un arbitraje de cupones de respuesta postal – por muy bien formulado que estuviera el fraude y sin pruebas evidentes de que otros se habían enriquecido– no fue lo bastante creíble como para seducir al gran público. Los inversores solo comienzan a confiar en el fraude cuando comprueban que otros han obtenido grandes rendimientos.

La posibilidad de que los supuestos rendimientos de las inversiones provengan en realidad del dinero de nuevas inversiones se suele exponer de manera constante y pública mucho antes del colapso de los fraudes, por lo que los embaucadores deben comparecer en público para negar la acusación. Esto ocurrió con el fraude que dio origen al nombre y con el ejemplo albanés. Y es asombroso que mucha gente haya continuado creyendo en el fraude a pesar de ello; de hecho, para los que observan desde fuera, esa actitud puede resultar poco inteligente.²⁹ Pero solo demuestra el poderoso efecto de ver a otros ganar enormes sumas de dinero. Para muchas personas, el mero hecho

de que otras hayan hecho fortuna es la prueba más persuasiva del relato de éxitos financieros que suele acompañar a los fraudes de Ponzi: una prueba que supera incluso los argumentos más razonables que se puedan esgrimir contra dicho relato.

Las burbujas especulativas entendidas como acontecer natural de los procesos de Ponzi

Podría parecer –por extrapolación de ejemplos similares a los que incluimos en la sección anterior– que los ciclos de retroalimentación especulativa que en realidad son fraudes de Ponzi espontáneos ocurren de vez en cuando sin los artilugios de un gestor fraudulento. Aun cuando no haya un manipulador que se ocupe de inventar historias falsas y embaucar a los inversores, por todas partes se escuchan rumores acerca del mercado. Cuando los precios suben varias veces, los inversores se ven recompensados sucesivamente a través de los movimientos de las cotizaciones en los mercados, como ocurre en los fraudes de Ponzi. Todavía hay mucha gente (a decir verdad, los correderos de Bolsa y la industria de los fondos mutuos en su conjunto) que se beneficia contando historias que sugieren que el mercado continuará en alza en el futuro. Estas historias no tienen por qué ser fraudulentas; su efecto radica en hacer hincapié en las noticias positivas y poner menos énfasis en las negativas. El recorrido de un fraude de Ponzi espontáneo –si podemos denominar así a una burbuja especulativa– será más irregular y menos drástico debido a la falta de manipulación directa. No obstante, si está respaldado por historias también espontáneas, el recorrido de la burbuja se asemejará en algo al de un auténtico fraude de Ponzi. El pasaje de los fraudes de Ponzi a las burbujas especulativas espontáneas parece tan natural que –si hemos de debatir sobre burbujas especulativas– los escépticos tendrán que demostrar por qué *no pueden* ocurrir burbujas especulativas similares a los fraudes de Ponzi.

Muchos de los más importantes libros de texto sobre finanzas, que apoyan sin rodeos la idea de que los mercados financieros son racionales y eficientes, no explican por qué no pueden ocurrir ciclos de retroalimentación que sostengan las burbujas especulativas. De hecho, ni siquiera mencionan la existencia de las burbujas o los fraudes de Ponzi.³⁰ Estos libros nos hacen pensar en una progresión ordenada

de los mercados financieros, como si se tratara de mercados que funcionan con precisión matemática. Si los libros omiten mencionar el fenómeno, los estudiantes no tendrán manera de saber si este influye o no sobre el mercado.

La exuberancia irracional y los ciclos de retroalimentación actuales

Estamos convencidos de que los riesgos a largo plazo serán bajos. Y esperamos rendimientos elevados a pesar de los altos niveles del mercado. Las emociones y la creciente atención pública hacia el mercado nos generan un fuerte deseo de participar en el juego. Así se manifiesta hoy la exuberancia irracional en los Estados Unidos.

Esta exuberancia tiene múltiples causas, como expliqué en el capítulo anterior, y los efectos de esas causas pueden ser amplificados por un ciclo de retroalimentación –una burbuja especulativa–, como hemos visto en este capítulo. A medida que suben las cotizaciones, aumenta el nivel de exuberancia.

En este capítulo comenzamos a describir el proceso de retroalimentación. Vimos que la retroalimentación no solo se debe a que los individuos analizan los pasados aumentos de los precios y realizan cálculos aritméticos para adecuar a ellos sus niveles de confianza y sus expectativas. Los cambios en los patrones de pensamiento afectan la cultura en su conjunto, y no solo operan a partir de aumentos pasados en los precios sino a través de los cambios culturales que esos mismos aumentos contribuyeron a generar. Para comprender mejor cómo ejercen sus efectos y son amplificados los factores impulsores, en la Parte 2 analizaremos los cambios culturales que acompañaron el reciente auge del mercado de valores y otros auges especulativos.

Parte 2 Factores culturales

IV LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

En líneas generales, la historia de las burbujas especulativas se inicia con la aparición de los periódicos.¹ Aunque en la mayoría de los casos se ha perdido el registro histórico de estos primeros medios, podemos suponer que informaron regularmente a sus lectores acerca de la primera burbuja que tuvo consecuencias importantes: la moda de los tulipanes holandeses durante la década de 1630.²

Si bien los medios –diarios, revistas, radio, televisión y sus nuevas versiones en Internet– se presentan como observadores distanciados de los sucesos del mercado, en realidad son parte integrante de los mismos. Por lo general, solo se producen acontecimientos significativos en el mercado cuando grandes grupos de personas piensan de manera similar. Los medios periodísticos son vehículos esenciales para la difusión de ideas.

En este capítulo estudiaremos la complejidad del impacto mediático sobre los eventos del mercado. Así veremos que, salvo en raras ocasiones, los medios no suelen causar un efecto simple o predecible sobre el mercado. Por cierto, en algunos aspectos su impacto es menor de lo que comúnmente se cree. Sin embargo, un análisis exhaustivo del tema revelará que desempeñan un papel importante tanto en la creación de un escenario propicio como en la inducción de los movimientos del mercado.

El papel de los medios de difusión en la creación de un escenario para movimientos del mercado

Los medios compiten constantemente por captar la atención del público, dado que dependen de ella para sobrevivir. Es decir que, por una simple cuestión de supervivencia, necesitan encontrar y definir noticias interesantes, concentrar la atención de la gente en aque-

llas que tengan potencial suficiente para circular de boca en boca (y aumentar de ese modo su caudal de lectores, oyentes o telespectadores) y, toda vez que sea posible, divulgar una crónica progresiva que estimule la fidelización del público.

La competencia no es en ningún sentido azarosa. Quienes cumplen la función de difundir noticias cultivan un proceso creativo que aprende de los éxitos y fracasos propios y ajenos y aspira a dar cierto color emotivo a la información, invistiéndola de interés humano y personajes familiares. Largos años de experiencia en un ámbito competitivo han otorgado a los profesionales mediáticos una increíble habilidad para captar la atención del público.

Los medios de difusión se sienten atraídos por los mercados financieros dado que, aun en el peor de los casos, estos aportan noticias constantes en forma de cambios diarios en las cotizaciones. Otros mercados también son fuente de noticias, como el inmobiliario. Pero el comportamiento típico del mercado inmobiliario no genera movimientos diarios en los precios. En suma, nada puede competir con el mercado de valores en cuanto a la frecuente y definida producción de noticias potencialmente interesantes.

Cabe señalar también que el mercado posee la fascinación y el encanto de una estrella cinematográfica. El público lo considera una especie de Gran Casino donde apuestan los jugadores más importantes y piensa que es el termómetro diario del estatus de la nación. Por su parte, los medios alimentan estas fantasías y sacan provecho de ellas. Las novedades financieras tienen un enorme potencial de interés humano dado que se relacionan con la construcción o la destrucción de fortunas. Y los medios de difusión que se ocupan de las finanzas presentan a su sempiterna protagonista –la Bolsa y sus vaivenes– a través de un relato progresivo, capaz de atraer a los clientes más leales y constantes. El único generador regular de noticias comparable al mercado de valores es el mundo de los deportes. No es producto de la casualidad que, en conjunto, las noticias financieras y deportivas ocupen más de la mitad de las páginas de la mayoría de los diarios.

La proliferación de debates en los medios

Con el objetivo de atraer lectores, oyentes y telespectadores, los medios proponen debates sobre los distintos temas que interesan a

la opinión pública. Esto puede implicar que se discutan ciertos temas que, en otras circunstancias, los expertos no considerarían dignos de polémica. Sin embargo, el acontecimiento mediático resultante puede producir la impresión de que existen peritos en todos los aspectos de una cuestión e insinuar cierta falta de consenso entre los entendidos acerca de los temas que más preocupan a la gente.

A lo largo de los años, muchos periodistas me han llamado para preguntarme si estaba dispuesto a pronunciarme a favor de alguna idea o punto de vista extremo. Cuando me negaba a hacerlo, de inmediato me solicitaban que recomendara a otro experto *dispuesto* a respaldar públicamente la idea en cuestión.

Cinco días antes del *crash* de la Bolsa de 1987, Ravi Batra –autor de *The Great Depression of 1990: Why It's Got to Happen, How to Protect Yourself* [La Gran Depresión de 1990: por qué es inevitable, cómo protegerse de ella]– fue entrevistado en el noticiero MacNeil/Lehrer NewsHour. En ese libro, Batra se había basado en la teoría según la cual la historia tiende a repetirse al pie de la letra, por lo que el *crash* de 1929 y la depresión posterior volverían a darse necesariamente. A pesar del prestigio académico de su autor, no fue tomado en serio por los más notables analistas de mercado. No obstante, cuando se produjo el *crash* llevaba quince semanas seguidas en la lista de libros más vendidos del *New York Times*. En NewsHour, Batra predijo un *crash* que se “propagaría al mundo entero” en el año 1989 y anunció que habría “una depresión”.³ Sus declaraciones, realizadas en un respetado programa de televisión, pueden haber contribuido, en mayor o menor medida, a la atmósfera de vulnerabilidad que causó el *crash* de 1987. Si bien la aparición de Batra en NewsHour antes del *crash* puede considerarse una mera coincidencia, debemos tener en cuenta que las predicciones de *crash* bursátilles en noticieros de alcance nacional son excepcionales. La proximidad entre sus apariciones televisivas y el *crash* real es, cuando menos, sugerente.

¿Debemos culpar a los medios de difusión por organizar debates sobre temas de escasa relevancia? Podríamos alegar que deberían ocuparse de asuntos de interés general y ayudar al público a depurar y profundizar sus puntos de vista. Pero, al proceder de esta manera, los medios diseminarián y respaldarían ideas no sustentadas por evidencias. Si los directores de noticias se dejaran guiar por sus inquietudes intelectuales más elevadas al decidir qué ideas presentar a los lectores, oyentes o telespectadores, ejercerían una influencia constructiva sobre la opinión públ-

ca. Pero, según parece, no es así como ven su misión los medios, y la presión de la competencia no los invita a reconsiderar el tema.

Informar sobre la perspectiva del mercado

Si bien no hay escasez de información mediática que intente responder nuestras preguntas acerca del mercado, sí podemos afirmar que en esa misma información escasean los factores relevantes y/o las interpretaciones exhaustivas de los mismos. De hecho, algunas noticias parecen haber sido escritas bajo la presión de una fecha límite para producir algo –*cualquier cosa*– que acompañe las cifras del mercado. Luego de poner énfasis en el alza del mercado, la típica noticia de esta clase se concentra en las estadísticas a corto plazo y por lo general informa sobre grupos de acciones que han subido más que otros en los últimos meses. Aunque se hable de estas acciones como líderes, no hay razón para pensar que estas son las que han provocado la subida del mercado. La noticia también puede mencionar factores subyacentes al crecimiento económico –por ejemplo, el auge de Internet– en términos altisonantes y con un deje de congratulación patriótica a nuestro poderoso motor económico. Por último, este tipo de artículo suele concluir con una serie de frases pronunciadas por unas pocas y bien elegidas “celebridades”, que gustosamente ofrecen sus predicciones para el futuro. En ciertas ocasiones está tan exento de reflexiones genuinas acerca de los posibles motivos del alza del mercado y del contexto que permitiría evaluar sus perspectivas, que resulta difícil creer que su autor no haya destilado puro cinismo –y nada más– al redactarlo.

¿Y qué opinan las “celebridades”, si hemos de dar crédito a las palabras citadas en esos artículos? Casi siempre ofrecen pronósticos numéricos para el promedio industrial Dow Jones en el futuro cercano, cuentan chistes y proclaman a destajo sus opiniones. Por ejemplo, cada vez que Abby Joseph Cohen, de Goldman Sachs & Co., acuña una frase memorable –como sus advertencias contra el “FUDD”* o su expresión “Silly Putty Economy”*– la prensa se encarga de difundirla. Los medios citan textualmente las opiniones de Joseph Cohen

* En inglés, la sigla FUDD corresponde a las iniciales de las palabras: temor, incertidumbre, duda y desesperación. (*N. de la T.*)

* “Silly Putty Economy”, en castellano, “economía tonta y fácil de manipular”. (*N. de la T.*)

pero no prestan atención a sus análisis de mercado. De hecho –y aunque tiene acceso a un excelente departamento de investigación y estudia la información obtenida antes de formarse un criterio–, los análisis de Abby Joseph Cohen suelen ser divulgados como lo que, en última instancia, son: meras opiniones personales. Por supuesto que no debemos culparlos, dado que la naturaleza misma de los medios sensacionalistas los lleva a preferir una opinión superficial a un análisis profundo.

Sobrecarga de récords

A menudo los medios abusan de los superlativos y nosotros –el público– nos sentimos confundidos e incapaces de discernir si el alza reciente de las cotizaciones es tan excepcional como dicen. Los medios hacen hincapié en las noticias que sugieren que hemos establecido un nuevo récord (o estamos cerca de hacerlo), y cuando los periodistas analizan la información desde distintos puntos de vista casi siempre encuentran *algo* que está a punto de batir un récord casi cualquier día. Muchos periodistas acostumbran mencionar el “récord de cambios en las cotizaciones en un único día” medido por puntos según el índice Dow, no en términos de porcentajes, lo cual hace más probable batir un récord. Si bien en los últimos años los medios han comprendido lo que significa informar a partir de los puntos del índice Dow, la práctica todavía persiste entre algunos periodistas.

Esta *sobrecarga de récords* –es decir, la impresión de que constantemente se alcanzan nuevos e importantes resultados– contribuye al estado de confusión general acerca de la economía. Y supone un obstáculo que impide reconocer aquellos momentos en los que realmente *sucede* algo nuevo e importante. Con su aluvión de indicadores diversos, el exceso de récords estimula al público a no evaluar la información cuantitativa; es decir, a optar por la información previamente interpretada por informadores célebres.

¿Están las sesiones de grandes cambios en las cotizaciones precedidas por días de grandes noticias?

Mucha gente piensa que la difusión mediática de acontecimientos específicos –el contenido de las noticias propiamente dicho– es lo

que afecta los mercados financieros. Pero las encuestas e investigaciones no respaldan esa teoría.

En 1971, cuando todavía enseñaba en Berkeley (antes de convertirse en un legendario gestor de *hedge funds*), Victor Niederhoffer publicó un artículo en el que intentaba discernir si los días en que se difunden noticias de acontecimientos significativos a escala mundial están de algún modo relacionados con los días en que se producen grandes movimientos en los precios de las acciones. Niederhoffer incluyó todos los titulares del *New York Times* (el tamaño de la tipografía se consideró un indicador básico de relativa importancia de la noticia) desde 1950 hasta 1966; en total 432 titulares. ¿Acaso esos días de acontecimientos relevantes a escala mundial habían correspondido a grandes movimientos en las cotizaciones? Niederhoffer advirtió que el Índice Compuesto de Standard & Poor's correspondiente a ese período mostraba alzas diarias sustanciales (de más del 0,78%) en solo el 10% de los días hábiles, y bajas diarias sustanciales (de más del 0,71%) en solo otro 10% de los días hábiles. De los 432 días en los que hubo acontecimientos significativos a nivel mundial, en 78 (o en el 18%) se produjeron grandes alzas en las cotizaciones y en 56 (o en el 13%) ocurrieron grandes bajas. De acuerdo a este análisis, no había tanta probabilidad de que en esos días ocurriera movimiento importante en las cotizaciones.⁴

Según Niederhoffer, después de leer las noticias correspondientes a los titulares se comprobaba que muchos de los sucesos mundiales allí mencionados no tenían necesariamente que causar gran impacto sobre el valor fundamental representado por el mercado. Quizá lo que *era* una gran noticia nacional para los medios carecía de importancia para el mercado de valores. Niederhoffer concluyó que era más probable que las noticias que aludiesen a crisis influieran sobre el mercado.

Después de establecer que una crisis es el momento en que se publican cinco o más titulares durante un período de siete días, Niederhoffer encontró once fenómenos de esta clase: el comienzo de la guerra de Corea en 1950, la toma de Seúl por los comunistas en 1951, la Convención Nacional Demócrata en 1952, los ejércitos rusos que amenazaron Hungría y Polonia en 1956, la crisis de Suez en 1956, el anuncio de Charles de Gaulle como presidente francés en 1958, la entrada de marines norteamericanos en Líbano en 1958, la comparecencia del presidente ruso Nikita Krushchev en las Naciones

Unidas en 1959, la tensión en Cuba en 1960, el bloqueo a Cuba en 1962 y el asesinato del presidente Kennedy en 1963. Durante estas crisis, el 42% de las modificaciones diarias en las cotizaciones significaron "grandes" cambios si se las compara con el 20% de otros períodos "normales". De acuerdo a esta interpretación, los períodos de crisis eran acompañados por grandes –aunque no drásticos– cambios en los precios de las acciones.

Es imprescindible tener en cuenta que solo hubo once semanas de "crisis" en el período de dieciséis años estudiado por Niederhoffer. De todos los movimientos producidos en las cotizaciones bursátiles, muy pocos pueden asociarse con los titulares de los diarios.

Cuando las noticias siguen el rastro

Casi siempre sospechamos que las noticias difundidas en días de grandes cambios en los precios –y mencionadas como causas posibles– no pueden ser responsables de los mismos. El viernes 13 de octubre de 1989 se produjo un *crash* en el mercado de valores, al que los medios identificaron de inmediato como una reacción ante una noticia. El acuerdo de compra con apalancamiento de UAL Corporation –la casa matriz de United Airlines– había fracasado. El *crash* –que resultó en una caída del 6,91% en el Dow ese día– comenzó pocos minutos después del anuncio, por lo que en principio pareció probable que la noticia fuera causa directa del desplome.

El primer problema que plantea esta interpretación es que UAL representa solo el 1% del valor total del mercado. ¿Por qué el colapso de su negocio habría de tener un impacto tan rotundo sobre la totalidad del mercado? Una de las hipótesis barajadas en aquel momento sosténía que el mercado consideraba que el fracaso de la operación era un evento crucial que anticipaba el fracaso de otras operaciones similares pendientes. Sin embargo, ningún argumento sólidamente respaldó este punto de vista; más bien, la calificación de "evento crucial" no fue más que un intento de justificar los movimientos del mercado después de la noticia.

Para descubrir los motivos del *crash* del 13 de octubre de 1989, el investigador William Feltus y yo encuestamos a 101 agentes de Bolsa el lunes y el martes posteriores al hecho. Les preguntamos: "¿Usted se enteró del fracaso del acuerdo de UAL antes del desplome del vier-

nes por la tarde o escuchó la noticia poco después, como una manera de explicar la caída del mercado?". Solo el 36% de los profesionales consultados dijo haberse enterado de la noticia antes del *crash*; el 53% afirmó haberlo hecho poco después, como explicación de la caída; el resto no estaba seguro de haberse enterado antes o después del *crash*. La noticia podría haber *seguido el rastro del crash* en vez de causarlo en forma directa, y por consiguiente no habría sido tan determinante como insinuaron los medios de difusión.

También les pedimos que interpretaran la noticia. Ante la pregunta:

¿Cuál de las dos opciones a continuación refleja lo que usted opinó el viernes pasado?:

1. La noticia de UAL difundida el viernes por la tarde reducirá el número de compras con apalancamiento en el futuro, y por lo tanto es una razón sensata para la caída súbita en la cotización de las acciones.
2. La noticia de UAL difundida el viernes por la tarde debería ser considerada un punto crítico que impulsó a los inversores a expresar sus dudas acerca del mercado.

El 30% de los consultados eligió la opción 1 y el 50% escogió la 2; el resto dijo no estar seguro. Por lo tanto, la mayoría de los profesionales reaccionó ante la noticia como si se tratara de una *interpretación del comportamiento de los inversores*.⁵ Tal vez sería correcto agregar que la noticia fue *fundamental* para el *crash*, dado que difundió una "historia" que amplificó el proceso de retroalimentación y provocó posteriores bajas en las cotizaciones, y mantuvo su efecto por un período más largo del que hubiera correspondido. No obstante, es improbable que la noticia haya sido la *causa* del *crash*.

La falta de noticias en días de grandes cambios en las cotizaciones

También podemos observar días de grandes movimientos en los precios y preguntarnos si en aquel momento se difundieron noticias extraordinarias. A partir del trabajo de Niederhoffer, David Cutler, James Poterba y Lawrence Summers compilaron en 1989 una lista de los cincuenta movimientos más grandes del mercado

de valores de los Estados Unidos –medidos según el Índice de S&P– desde la Segunda Guerra Mundial y tabularon las explicaciones de los medios para cada uno de ellos. La mayoría de las explicaciones no estaba relacionada con ninguna noticia excepcional, y algunas ni siquiera podían ser consideradas noticias serias. Por ejemplo, entre las razones mencionadas para justificar los grandes movimientos en las cotizaciones se incluían frases relativamente inocuas como "Eisenhower pide confianza en la economía", "creciente reacción ante la victoria de Truman sobre Dewey" y "recompra después de la caída anterior".⁶

Algunos dirán que no hay que esperar noticias importantes en los días de grandes cambios en los precios, aun cuando los mercados funcionen perfectamente. De acuerdo a esta teoría, las cotizaciones en mercados eficientes se modifican en cuanto la información se hace pública; es decir que los mercados no esperan que la información sea divulgada por los medios. (Retomaré este tema en el capítulo IX.) Si seguimos esta línea de razonamiento no resultará sorprendente que casi nunca encontraremos novedades en los diarios el mismo día en el que cambian los precios; los inversores más perceptivos o astutos ya han comprendido que la información previa –que puede parecer tangencial o irrelevante al observador ocasional– es significativa para los fundamentales que determinarán la cotización de las acciones.

Los días de grandes movimientos en las cotizaciones no suelen coincidir con la difusión de noticias importantes debido a que la confluencia de determinados factores puede producir un cambio significativo en el mercado, aun cuando los factores no merezcan aparecer en los medios. Supongamos, por ejemplo, que algunos inversores utilizan un modelo estadístico que pronostica valores fundamentales a partir de cierta cantidad de indicadores económicos. Si todos o la mayoría de estos indicadores apuntan en la misma dirección en un día determinado, su efecto combinado será notable –aunque ninguno de ellos sea relevante en sí mismo–.

Estas dos interpretaciones del vínculo entre las noticias y los movimientos del mercado dan por sentado que el público presta atención a las noticias y reacciona a las claves más sutiles sobre los factores fundamentales mediante un análisis constante y escrupuloso de toda clase de evidencias dispares. Pero no es así como funciona la atención de la gente. Nuestro sistema de atención es mucho más quijo-

tesco y caprichoso. En cambio, las noticias suelen funcionar como *disparadores* de una cadena de eventos que modifican la opinión pública acerca del mercado.

Las noticias como factores propulsores de cascadas de atención

A menudo las noticias difundidas por los medios afectan el mercado de manera diferida, poniendo en marcha una *secuencia de atención pública*. De este modo, el público comienza a prestar atención a imágenes o historias novedosas y también a hechos ya bien conocidos. Estos hechos pueden haber sido ignorados o considerados insignificantes y no obstante adquirir importancia renovada a la luz de noticias más recientes. Las secuencias de atención podrían denominarse *cascadas*, teniendo en cuenta que un foco de atención conduce a otro, que a su vez lleva a otro, y así sucesivamente.

A las 5:46 del martes 17 de enero de 1995 la ciudad de Kobe, en Japón, se vio sacudida por un terremoto de 7,2 grados en la escala Richter; fue el seísmo más grave ocurrido en un centro urbano de ese país desde 1923. La reacción de los mercados de valores de todo el mundo ofrece un interesante caso de estudio, dado que sabemos que el evento precipitante –el terremoto mismo– fue exógeno y no producto de la actividad humana ni de las condiciones económicas. Esto equivale a decir que no fue una respuesta a una propuesta indirecta o sutil de cambio a nivel económico, ni tampoco el resultado de una confluencia de valores inusuales en los indicadores económicos convencionales. Por otra parte, cabe destacar que ninguna de las explicaciones mediáticas para los cincuenta movimientos más grandes producidos en el Índice de S&P durante la posguerra –incluidas en la lista compilada por Cutler, Poterba y Summers analizada con anterioridad– aludía a una causa sustancial exógena a la economía.⁷

El terremoto de Kobe se cobró 6.425 vidas. De acuerdo a las estimaciones del Centro de Renovación Industrial de Kansai, el total de daños causados por el fenómeno ascendió a 100.000 millones de dólares. La reacción de los mercados financieros fue contundente, pero tardía. La Bolsa de Tokio cayó algo ese mismo día y las cotizaciones de los títulos de empresas vinculadas con la construcción entraron en alza, reflejando la expectativa de una demanda creciente

de sus productos y servicios. En aquel momento los analistas decidieron que los efectos del terremoto sobre el valor corporativo eran ambiguos, dado que la ola de reconstrucción posterior al movimiento sísmico podría estimular la economía japonesa.

La reacción más importante se produjo una semana después del terremoto. El 23 de enero el índice Nikkei cayó el 5,6% sin que los medios de difusión dieran a conocer ninguna noticia de último momento, excepto la divulgación progresiva de los daños causados por el seísmo. Durante los diez días siguientes el Nikkei perdió más del 8% de su valor. Sería exagerado pensar que esta pérdida fue resultado directo y exclusivo del desastre natural.

¿Qué tenían en mente los inversores durante los diez días posteriores al terremoto? Por supuesto que, en rigor, no tenemos manera de averiguáarlo. Solo sabemos que durante ese período la catástrofe de Kobe acaparó las noticias, creó nuevas y diferentes imágenes de Japón, y pudo haber producido impresiones diversas acerca de la economía del país. Además, el terremoto generó polémicas sobre el riesgo de un fenómeno semejante con epicentro en Tokio. A pesar de que ya se contaba con evidencia geológica que indicaba que Tokio podía sufrir un seísmo de gran magnitud, la gente comenzó a prestar más atención al peligro potencial. La consultora Tokai Research and Consulting Inc. evaluó los daños que un terremoto similar al de 1923 podría provocar en la moderna ciudad de Tokio en 125 millones de billones de dólares.⁸

El efecto del seísmo de Kobe sobre los mercados financieros extranjeros fue incluso más enigmático que su efecto directo sobre los mercados domésticos. El mismo día en que el Nikkei cayó el 5,6%, el índice FT-SE 100 cayó el 1,4% en Londres; el CAC-40, el 2,2% en París, y el DAX, aproximadamente el 1,4% en Alemania. Los mercados de valores de la Argentina y Brasil cayeron el 3%. Es innecesario señalar que ninguno de estos países sufrió los daños devastadores de un terremoto en aquellos días.

La mejor interpretación de los efectos del seísmo de Kobe sobre los mercados de valores de todo el mundo sostiene que la cobertura mediática del fenómeno natural –y de las caídas bursátiles que lo acompañaron– captó la atención de los inversores y desató una cascada de atención que puso de manifiesto algunos factores negativos.

Otra reacción del mercado ante las noticias ilustra cómo –a través de una cascada de atención– los medios pueden instar a nume-

rosos inversores a tomar en cuenta información que normalmente sería considerada disparatada e irrelevante. La difusión de una serie de noticias acerca de Joseph Granville, un carismático pronosticador bursátil, causó un par de movimientos importantes en el mercado. Granville –en sí mismo un personaje influyente– les aconsejó a sus clientes comprar o vender determinadas acciones.

Cabe señalar que el comportamiento de Granville captaba la atención del público con asombrosa facilidad. Sus seminarios sobre inversiones eran acontecimientos estrañamente fascinantes, en los que a veces recurriía a los servicios de un chimpancé adiestrado que tocaba en el piano la canción lema de Granville: "The Bagholder's Blues" [El blues de la cartera]. En cierta ocasión se presentó en un seminario vestido como Moisés, con una corona en la cabeza y las tablas de la Ley en la mano. Granville se jactaba de su habilidad para hacer pronósticos. Según él, podía predecir terremotos y hasta llegó a decir que había anunciado seis de los siete últimos y más terribles seísmos mundiales. Declaró a la revista *Time*: "Creo que, en lo que me queda de vida, jamás cometeré un error grave respecto al mercado de valores". También predijo que ganaría el premio Nobel de Economía.⁹

El primer episodio Granville ocurrió el martes 22 de abril de 1980. Cuando los medios divulgaron que su recomendación había cambiado de corto a largo, el Dow subió 30,72 puntos, un 4,05%. Fue la mayor subida del índice desde el 1 de noviembre de 1978, un año y medio atrás. El segundo episodio sucedió el 6 de enero de 1981, luego de que Granville cambiara una recomendación de largo a corto. El Dow sufrió su mayor caída en picado desde el 9 de octubre de 1979, más de un año atrás. En ninguna de estas dos ocasiones se difundió otra noticia que pudiera ser responsable de los cambios del mercado; en el segundo caso, tanto el *Wall Street Journal* como *Barrons* atribuyeron sin rodeos la caída del Dow a la recomendación de este oráculo contemporáneo.

¿Acaso podemos estar seguros de que la difusión mediática del personaje Granville y sus supuestos poderes adivinos hayan causado estos cambios? De hecho, muchos se preguntaron si el "efecto Granville" no habría sido una simple coincidencia exagerada por los medios. No obstante, podemos estar seguros de que la secuencia de noticias de sus pronósticos –con su nada desdeñable potencial de boca en boca– tuvo un efecto acumulativo sobre la atención públi-

ca nacional. Y también podemos afirmar que esta cascada de atención afectó la reacción de la gente ante sus predicciones y los desplomes bursátiles subsiguientes.¹⁰

Las noticias durante el crash de 1929

El papel que desempeñaron los medios como posibles causantes del *crash* de la Bolsa en 1929 ha estado en constante debate casi desde aquel momento. De acuerdo a algunas interpretaciones, tanto los historiadores como los economistas han debido enfrentar un grave dilema: antes del *crash* no se difundieron noticias importantes. Sin embargo, desde entonces la gente se pregunta cómo es posible que se haya producido un *crash* sin precedentes en el mercado sin que hubiera ninguna noticia relevante. ¿Qué preocupaciones e inquietudes compartían aquellos que vendieron compulsivamente sus acciones, hasta tal punto que casi todos trataron de venderlas al mismo tiempo?

El *crash* de la Bolsa ocurrido el lunes 28 de octubre de 1929 implicó la caída más grande del Dow en un solo día (calculada de acuerdo al precio de cierre del día hábil anterior y el precio de cierre de ese día) hasta el *crash* del 19 de octubre de 1987. El 28 de octubre de 1929 el Dow cayó el 12,8% en un solo día (el 13,01% calculado a partir del índice de alzas y bajas de ese mismo día). La segunda gran caída de la historia (anterior a la de 1987) se produjo al día siguiente, cuando el Dow cayó el 11,7% (el 15,9% calculado a partir del índice de alzas y bajas de ese día). La caída combinada de esos dos días del año 1929, calculada según las cotizaciones al cierre, fue del 23,1%. Desde un punto de vista racional, ¿qué clase de noticias podrían ser responsables de semejante despelote?

La lectura de los diarios más importantes de ese fin de semana y de la mañana del martes 29 de octubre nos lleva a concluir que no estaba pasando nada que pudiera tener consecuencias para los fundamentos del mercado. Los propios periódicos llegaron a esa misma conclusión. En la mañana del 29 de octubre los diarios de todo el país publicaron un informe de Associated Press que decía, en parte: "Ante la falta de noticias adversas durante el fin de semana, y frente a los comentarios optimistas del presidente Hoover y los líderes de la banca y la industria respecto al futuro económico, la única explicación que puede ofrecer Wall Street para el colapso de

hoy es que una escrupulosa verificación de las cuentas reveló numerosos puntos débiles, que habían sido pasados por alto en las turbulentas jornadas de la semana anterior". El *New York Times* atribuyó la caída a una "pérdida general de confianza", y el *Wall Street Journal* informó que "los negocios en general no muestran signos de desintegración" y que la caída se debía a la "liquidación urgente de cuentas dañadas".¹¹

¿Qué otras noticias difundieron los medios en aquellos días? En la mañana del lunes se comunicó que la Comisión de Comercio Interestatal continuaría con su plan de recuperación del excedente de ingresos ferroviarios. Hubo un informe favorable sobre las ganancias de US Steel. Se proporcionó nueva información acerca del éxito de la Asociación de Fabricantes de Connecticut al introducir en un impuesto medidas que beneficiaban a ese estado. Mussolini pronunció un discurso en el que, entre otras cosas, dijo que los "hombres y las instituciones del fascismo pueden enfrentar cualquier crisis, aunque sea repentina". El nuevo aspirante a la jefatura de gobierno en Francia, Edouard Daladier, anunció el nombre del ministro del Exterior de su futuro gabinete. Un avión de línea británico se extravió en el mar con siete personas a bordo. El *Graf Zeppelin* planeaba un viaje para explorar el Ártico. La expedición de Richard Byrd avanzaba hacia el Polo Sur.

Después del Lunes Negro, a primera hora de la mañana del martes –el segundo día del *crash*–, se informó que importantes expertos en finanzas habían afirmado que el mercado recibiría ese día una fuerte entrada de divisas bancarias en busca de ofertas tentadoras. Si esta información fue significativa, cualquiera tendería a pensar que eran buenas noticias. El martes por la mañana otras noticias destacaban: que dos senadores le habían pedido al presidente Hoover que hiciera pública su posición acerca de las imposiciones sobre los productos industriales y agrícolas, que el senador Hiram Bingham se había quejado de que el grupo de presión de Investigación lo había tratado injustamente, que se les había otorgado el derecho de entrar al país a un conde y una condesa húngaros, y que otro avión de línea había desaparecido con cinco pasajeros a bordo.

Todas estas noticias no tienen nada de extraordinario. Si existió una razón de peso para el desplome del mercado de valores, es seguro que en aquel momento debía ocurrir *algo* que la gente sabía. Y es probable que la preocupación pública haya llegado de algún modo

a los medios de difusión. Tal vez sea necesario leer los diarios de la época con mayor atención. Por ejemplo, el especialista Jude Wan-niski afirmó que en la mañana del lunes 28 de octubre de 1929 el *New York Times* había publicado una noticia que podía estar vinculada con la caída de la Bolsa. La noticia en cuestión era un informe optimista sobre la probabilidad de que se aprobara la ley de aranceles Smoot-Hawley, por entonces todavía en manos de los legisladores. La noticia fue recogida al día siguiente por las agencias Associated Press y United News y publicada en todo el país el martes 29 de octubre, nuevamente en primera plana.¹²

Es factible que se esperara que la ley de aranceles Smoot-Hawley afectara de manera negativa las perspectivas de beneficios empresariales en los Estados Unidos. Y también podría pensarse que beneficiaría a las corporaciones, muchas de las cuales la apoyaban activamente. Pero los historiadores del *crash* de 1929 sostienen que se podría haber esperado que la ley de aranceles causara el efecto contrario, teniendo en cuenta que provocaría la represalia de otros países. De hecho, Allan Meltzer anunció que esta ley podría ser la verdadera causa "de que la recesión de 1929 no haya seguido el camino de otros desplomes anteriores y, en cambio, se haya transformado en la Gran Depresión".¹³ Sin embargo, otros economistas –entre ellos Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer– señalaron que en 1929 las exportaciones constituyan solo el 7% del Producto Nacional Bruto (PNB), y que entre ese año y 1931 cayeron apenas el 1,5% del PNB de 1929. Evidentemente, esta no parece ser la causa de la Gran Depresión. Además, advirtieron que no era seguro que la ley de aranceles Smoot-Hawley fuera la principal culpable de la mermada en las exportaciones. La propia Depresión podría ser responsable. Dornbusch y Fischer demostraron que la ley Fordney-McCumber, promulgada en 1922, aumentó las tasas de aranceles tanto como la ley Smoot-Hawley y que sin embargo no fue seguida por una recesión semejante.¹⁴

Aun cuando aceptáramos la posibilidad de que la aprobación del arancel Smoot-Hawley haya sido lo suficientemente importante como para producir una caída de esa magnitud en el valor de las acciones, todavía deberíamos preguntarnos si ese fin de semana hubo alguna noticia que pudiera alterar la opinión de los inversores sobre la probabilidad de que fuese aprobada. Ahora bien, ¿cuál era el contenido de la noticia publicada por el *New York Times*? El sábado 26 de octubre, el senador David Reed declaró que el proyecto de ley

de Smoot-Hawley estaba “sepultado” en las cámaras legislativas. Los senadores Reed Smoot y William Borah salieron a desmentir sus declaraciones. El *Times* atribuyó las siguientes palabras al senador Smoot: “Si esa es la opinión del senador Reed, supongo que tiene derecho a expresarla. Pero ciertamente no es el punto de vista del Comité de Finanzas”. Dijo el senador Borah: “A mi entender, la ley de aranceles no está condenada a muerte”. A la mañana siguiente, el 29 de octubre, el *Times* informó que el senador Reed había reiterado su convicción de que la ley estaba muerta y prosiguió citando distintas opiniones de las dos perspectivas en juego. Aunque la noticia original del *Times* parecía optimista respecto a la ley, la versión de la agencia United News publicada el 29 de octubre tenía un tono pesimista. El *Atlanta Constitution* la publicó el 29 de octubre con el siguiente título: “El Senado abandona toda esperanza de aprobar la nueva ley de arancel”.

No obstante, es difícil creer que este enfrentamiento entre senadores, por lo demás típico de la disputa política, haya alcanzado la categoría de noticia importante. De hecho, en aquel momento se difundían numerosas noticias similares acerca de esa misma ley. Una semana atrás, más precisamente el 21 de octubre, el *Times* había publicado las palabras del senador James Watson –líder republicano de esa cámara–, en cuya opinión el Senado aprobaría la ley en el transcurso del mes. El 13 de octubre se informó que el senador Smoot le había anunciado al presidente Hoover que existía la probabilidad de que la ley fuera aprobada el 20 de noviembre. En suma, desde la elección de Hoover se venían difundiendo noticias alternativamente optimistas y pesimistas sobre la ley de arancel.

Mucho más significativas que las novedades sobre fundamentos difundidas por los medios el lunes 28 de octubre de 1929 son las pistas acerca de la importancia que tuvieron los eventos de los días inmediatamente anteriores entre el público en general, cuando el mercado sufrió una caída récord en la cotización de las acciones. Nos estamos refiriendo al así llamado Jueves Negro –24 de octubre de 1929–, cuando el Dow cayó el 12,9% durante el día y se recuperó antes del fin de la sesión, de modo que su promedio de cierre fue solo el 2,1% inferior al del cierre anterior. Si bien este acontecimiento ya no era noticia, el recuerdo de las emociones que había provocado sobrevolaba el ambiente bursátil el lunes 28 de octubre. En su edición matutina del lunes, el *New York Times* informó que

Wall Street, “los domingos normalmente desierta y silenciosa como un cementerio rural, hervía de actividad mientras los banqueros y los corredores de Bolsa se afanaban por poner sus casas en orden después de la semana más agitada de la historia. [...] Cuando la campana suene esta mañana a las 10 en punto, marcando la reanudación del mercado, la mayoría de las casas estarán al día y preparadas para lo que pueda ocurrir”. La atmósfera de ese domingo en Wall Street fue descrita con estas palabras: “Los transeúntes iban de una calle a otra y miraban con curiosidad el edificio de la Bolsa de Nueva York y las oficinas del banco Morgan en la acera opuesta, epicentros de los dramáticos acontecimientos financieros de la semana pasada. De vez en cuando alguno de ellos recogía del suelo un solitario fragmento de cinta de teletipo, así como los visitantes se llevan de recuerdo los cartuchos de balas diseminados en los antiguos campos de batalla. Los autobuses de turismo organizaron recorridos especiales por el distrito”.¹⁵

Por cierto, la misma mañana del lunes del *crash*, el *Wall Street Journal* consideró pertinente publicar un editorial en primera plana anunciando que “todos los que ocupan puestos de responsabilidad dicen que las condiciones del mercado son sólidas”.¹⁶ Los redactores del *Journal* deben haber tenido sobrados motivos para sospechar que era necesario fortalecer la confianza del público para que el mercado se mantuviera estable. Probablemente habían escuchado rumores o imaginaban cómo reaccionaría la gente después del fin de semana, teniendo en cuenta el desplome del jueves.

Tal vez lo que sucedió el lunes 29 de octubre de 1929 fue solo un eco, aunque exagerado, de lo que había ocurrido la semana anterior. ¿Y qué habían dicho los medios de difusión al respecto? Una vez más, los diarios pensaron que no había noticias importantes. El domingo 27 de octubre de 1929, el *Chicago Tribune* declaró: “Ha sido el colapso de una burbuja especulativa muy inflada, cuyas causas dependen poco o nada de la situación general del país. Una estructura sobrecargada ha caído por su propio peso, pero no significa que haya habido un terremoto”. Dijo el *New York Times*: “El colapso del mercado fue causado por variables técnicas y no fundamentales”. El *Guaranty Survey*, publicado por Guaranty Trust Company, señaló que “sería un grave error suponer que la oleada vendedora de las últimas semanas se debió a desarrollos adversos de igual importancia en la situación financiera general”.¹⁷

Volvamos atrás en el tiempo y echemos un vistazo a las noticias de la mañana del 24 de octubre de 1929, el Jueves Negro. Nuevamente, las noticias no son importantes. El presidente Hoover había anunciado un plan de desarrollo de canales fluviales regionales. Atlantic Refinings informó que sus ganancias anuales habían sido más elevadas que nunca. El presidente de una empresa azucarera le había dicho a una comisión del Senado que investigaba las camarillas que el *lobby* del azúcar había invertido 75.000 dólares desde diciembre en una campaña destinada a reducir los impuestos que pesaban sobre esa industria. Los negociadores involucrados habían admitido un retroceso en las tratativas para crear un Banco de Liquidaciones Internacionales. Un informe de la Carnegie Fund desacreditó los subsidios otorgados a los atletas universitarios. El comité de la Copa de América anunció el reglamento para la próxima regata. Se reportó la desaparición de un aviador aficionado que intentaba cruzar el Atlántico en vuelo solitario. Por último, el presidente Hoover había dado un paseo por el río Ohio en una pintoresca embarcación fluvial.

Ninguna de estas noticias parece sugerir algo esencial acerca de las perspectivas del mercado de valores, ni siquiera remotamente. Pero retrocedamos un día más en el tiempo. El miércoles anterior al Jueves Negro se informó que el mercado había sufrido una baja importante (ese día, el Dow cerró un 6,3% por debajo del cierre del martes) y que el total de las transacciones había alcanzado su segundo día más alto en la historia. ¿Entonces deberíamos buscar la causa del *crash* en las noticias del 23 de octubre de 1929? Nuevamente, ese día no se difundieron noticias de importancia, y una vez más se hizo referencia a movimientos bursátiles pasados. Las noticias más significativas publicadas por los diarios se ocuparon de movimientos ocurridos con anterioridad y se concentraron en las interpretaciones de las causas de esos movimientos, casi siempre basadas en la psicología de los inversores.

No hay manera de establecer que el *crash* de la Bolsa de 1929 haya sido una respuesta a una noticia real. En cambio, sí podemos observar una *burbuja negativa* –que operó a través de efectos de retroalimentación negativa en las cotizaciones– y una *cascada de atención* –caracterizada por una exagerada y constante preocupación del público por las condiciones del mercado–. En lo esencial, esta secuencia de acontecimientos no se diferencia de aquellas que rodearon

otros desplomes, entre ellas el notorio *crash* de 1987, que analizaremos a continuación.

Las noticias durante el *crash* de 1987

Cuando el mercado se desplomó el 19 de octubre de 1987 –y marcó un nuevo récord de caída en un solo día, que casi duplicó los del 28 y el 29 de octubre de 1929 (y que hasta hoy mantiene su vigencia)–, consideré que me hallaba frente a una oportunidad excepcional: podría preguntarles directamente a los inversores cuáles habían sido, en su opinión, las noticias más importantes de ese día. Ya no era necesario –como lo había sido para quienes estudiaron el *crash* de 1929– confiar en las interpretaciones de los medios acerca de las noticias que habían captado la atención de los inversores. Hasta donde sé, nadie más aprovechó la ocasión. Los resultados de mi investigación –realizada durante la semana del *crash* con un grupo formado por inversores institucionales y otro integrado por inversores particulares– fueron los únicos datos publicados de una encuesta en la que se preguntaba a los inversores en qué estaban pensando el día del *crash*.¹⁸

En mi encuesta de 1987 incluí una lista de todas las noticias difundidas en los días anteriores al *crash* que podían haber influido o no sobre las tendencias cambiantes del mercado, y también aquellas noticias publicadas por los diarios la misma mañana del *crash*. Luego hice la siguiente petición a los inversores:

Por favor, díganos lo importante que fue cada una de las noticias publicadas el 19 de octubre de 1987 –que incluimos a continuación– para su evaluación personal de las perspectivas del mercado. Luego otorgueles puntuación del uno al siete: 1 indicaría que la noticia careció por completo de importancia; 4 indicaría que su importancia fue moderada; 7 indicaría que fue muy relevante. Por favor díganos qué importancia tuvieron para *usted* estas noticias, y no lo que otros pensaban al respecto.

Incluí diez noticias y en el undécimo lugar agregué un casillero titulado “Otras”, para que los encuestados sumaran sus propias opciones.

Las respuestas de los inversores institucionales y los inversores particulares fueron similares, al igual que las de aquellos que habían comprado o vendido el 19 de octubre. Todas las noticias resulta-

ron relevantes para los encuestados. Casi todos pensaban que la mayoría merecía por lo menos un 4, es decir que tenía una importancia moderada. La única noticia que obtuvo una puntuación promedio inferior a 3 fue la señal de venta emitida por el gurú financiero Robert Prechter el 14 de octubre, e incluso así alcanzó un promedio de casi 2 puntos. La noticia de que los Estados Unidos había atacado una plataforma petrolera iraní –una escaramuza menor dada a conocer el 19 de octubre– recibió una calificación superior a los 3 puntos. Los encuestados no fueron demasiado audaces ni innovadores en cuanto a la información que incluyeron en la categoría “Otras”. Tendieron a mencionar sus preocupaciones personales antes que cualquier noticia difundida en el momento del *crash*. La respuesta más común reflejaba su preocupación por el endeudamiento excesivo, expresión que aludía indistintamente al déficit federal, la deuda nacional y/o los impuestos. Esta fue la respuesta de la tercera parte de los inversores particulares y la quinta parte de sus pares institucionales.

Pero lo más sorprendente de todo fue que las noticias que obtuvieron la puntuación más alta fueron las referidas a *anteriores caídas en las cotizaciones*. Según los encuestados, la noticia más importante fue la caída de 200 puntos en el índice Dow ocurrida en la mañana del 19 de octubre, la que alcanzó un promedio de 6,54 puntos entre los vendedores particulares y uno de 6,05 puntos entre los vendedores institucionales que operaron ese día. La segunda noticia más importante fue la que analizaba el récord (en términos de puntos perdidos) de las caídas bursátiles, publicada la semana anterior.

Una de las preguntas procuraba que los encuestados recordaran las interpretaciones vinculadas a la caída de las cotizaciones el día del *crash*: “¿Recuerda haber tenido alguna teoría específica para explicar las causas de la caída de las cotizaciones entre el 14 y el 19 de octubre de 1987?”. Los encuestados tenían asignado un espacio para escribir sus respuestas, que después leí y clasifiqué. Por extraño que parezca desde la perspectiva del altísimo mercado actual, la respuesta más frecuente a esta pregunta con final abierto fue que el mercado estaba sobrevalorado antes del *crash*. La sobrevaloración fue mencionada por el 33,9% de los inversores particulares y el 32,6% de los inversores institucionales. Aunque esto equivalga a menos de la mitad del total de respuestas, resulta curioso qué tantos encuestados hayan mencionado esta cuestión para responder a una pre-

gunta abierta. (En otro sector del cuestionario les pregunté si antes del *crash* pensaban que el mercado estaba sobrevalorado; el 71,7% de los inversores particulares [el 91% de los que habían vendido el 19 de octubre] y el 84,3% de los inversores institucionales [el 88,5% de los que habían vendido el 19 de octubre] respondió que sí.)¹⁹ Otro tema importante incluido en la respuesta a la pregunta con final abierto fue el de la orden de venta institucional en determinado nivel de cotización, caracterizado por el uso de las palabras *venta institucional, transacción por programa o transacción programada, compraventa en determinado nivel de cotización o transacción por computadora*; cabe señalar que el 22,8% de los inversores particulares y el 33,1% de los institucionales mencionaron este asunto. Hubo también respuestas sobre la irracionalidad de los inversores, aludiendo a la locura de los inversores ó a que la caída fue consecuencia del pánico o cambios caprichosos en las opiniones; 25,4% de los inversores particulares y 24,4% de los institucionales aludieron a estos temas. Ninguno de estos temas estaba relacionado con las noticias más importantes del momento, sino con el *crash* propiamente dicho.

Después les pregunté: “¿Cuál de las siguientes teorías refleja su opinión sobre los desplomes del mercado de valores: la teoría de la psicología del inversor [o] la teoría de fundamentos tales como los beneficios empresariales o los tipos de interés?”. La mayoría –el 67,5% de los inversores institucionales y el 64% de los particulares– escogió la teoría de la psicología del inversor.

De acuerdo a esto, el *crash* del mercado estuvo relacionado con un *ciclo de retroalimentación psicológica* entre el público inversor, que comenzó con una caída en las cotizaciones que devino en venta compulsiva y posteriormente en una nueva caída de los precios, todo ello en el marco de una burbuja negativa tal como lo analizamos en el capítulo III. Según parece, el *crash* no tuvo vínculo alguno con ninguna noticia –excepto la del propio *crash*– sino más bien con aquellas teorías que se ocupan de la psicología y las razones que impulsan a otros inversores a vender.

Ante el *crash* consumado, el presidente Ronald Reagan creó una comisión de investigación encabezada por el ex secretario del Tesoro Nicholas Brady. Reagan le pidió a la Comisión Brady que averiguara cuáles habían sido las causas del *crash* y aconsejara qué se debía hacer al respecto. Por lo general, los profesionales de las finanzas no se sienten cómodos teniendo que explicar públicamente las causas

de este tipo de acontecimientos; tal vez a eso se deba que numerosos informes sobre el *crash* hayan tendido a no concentrar la investigación en las causas esenciales. Pero los integrantes de la Comisión Brady habían recibido la orden presidencial de investigar el tema hasta las últimas consecuencias. Debido a ello, este informe es el único que reúne todos los hechos relevantes y busca explicar sin medias tintas el *crash* de 1987. En la síntesis final, la Comisión Brady llegó a la siguiente conclusión:

La estrepitosa caída del mercado a mediados de octubre fue “disparada” por eventos específicos: un déficit inesperadamente alto en la balanza comercial que llevó a los tipos de interés a niveles extraordinariamente elevados y una nueva propuesta de legislación impositiva que produjo el colapso de las acciones de empresas candidatas a la adquisición. Esta caída inicial impulsó la venta mecánica e insensible al precio por parte de numerosas instituciones que emplearon estrategias de seguro de cartera de valores, y de una pequeña cantidad de grupos de fondos mutuos que reaccionaron contra los rescates. Las ventas realizadas por estos inversores, y la perspectiva de que siguieran vendiendo en el futuro, estimuló a algunas instituciones orientadas hacia las transacciones agresivas a vender sus acciones, anticipando posteriores caídas del mercado. Entre estas instituciones se contaban, además de los fondos alternativos, una pequeña cantidad de fondos de pensiones y varias firmas de gestión de fondos monetarios y bancos de inversión. A su vez, esta venta estimuló ventas de reacción por parte de las aseguradoras de carteras de valores y fondos mutuos.²⁰

La conclusión de la Comisión Brady se parece en varios aspectos a la que extraje de mi propio análisis del *crash*, basado en encuestas. Cuando hablan de “venta insensible al precio” se refieren a aquella venta que se hace en respuesta a una caída en las cotizaciones, pero a la que poco le importa lo que caerá el precio antes de que la operación concluya; esto equivale a vender a cualquier precio. La Comisión quiso decir que el *crash* fue causado por lo que yo denominé un ciclo de retroalimentación, en el que las primeras caídas en las cotizaciones hacen que una mayor cantidad de inversores decida abandonar el mercado, provocando de este modo posteriores bajas en los precios. En efecto, la Comisión Brady quiso decir que el *crash* de 1987 fue una burbuja negativa.

Una de las ventajas de la investigación del *crash* llevada a cabo por la Comisión Brady con respecto a mi propio trabajo fue su inigua-

lable acceso a las más grandes instituciones financieras. Su análisis coincide con el mío en cuanto a la existencia de un ciclo de retroalimentación en el momento del *crash*. Sin embargo, la conclusión de la Comisión Brady se diferencia de la mía en que otorga mayor importancia al contenido explícito de las noticias. Además, la Comisión sugiere que gran parte de las ventas fueron “mecánicas” o “reactivas” y no psicológicas o producto del así llamado comportamiento de rebaño.

Teniendo en cuenta los resultados de mi investigación, las noticias que menciona la Comisión Brady acerca de un déficit en la balanza comercial y nuevas alzas en las tasas de interés no pueden ser consideradas centrales para el razonamiento de los inversores. Yo mismo las incluí en la lista de noticias que preparé para mi encuesta y recibí una tibia respuesta de los profesionales consultados (4 puntos en la mayoría de los casos). Más aún, si observamos el desarrollo a largo plazo del déficit comercial y los tipos de interés, comprobaremos que en ninguna de estas series se produjo una interrupción repentina que pueda resultar sobresaliente desde una perspectiva histórica. Prácticamente, podría decirse que no ocurrió nada con el déficit comercial ni con los tipos de interés.

La nueva propuesta de legislación impositiva a la que alude la Comisión Brady se me pasó por completo inadvertida, por lo que ni siquiera la incluí en mi lista de noticias. Se publicó el 14 de octubre, cinco días antes del *crash*, y no me pareció que hubiera dado origen a comentarios públicos significativos durante los días anteriores al *crash*. El diputado Dan Rostenkowski, del Comité de Usos y Costumbres del Congreso, estaba evaluando ciertos cambios en el terreno impositivo que supuestamente habrían desalentado las adquisiciones corporativas. Luego de producido el *crash*, numerosos intérpretes advenedizos del fenómeno adujeron que la modificación del impuesto sobre beneficios tuvo una importancia fundamental para la cotización de las acciones en un mercado eficiente.

Cuando advertí la relevancia potencial de esta noticia, volví a leer los cuestionarios que había recibido para ver cuántos de los encuestados la habían incluido en el casillero “Otras”. Los 605 inversores particulares entrevistados ni siquiera la habían mencionado; de los 284 inversores institucionales, solo tres lo habían hecho. Queda claro, por lo tanto, que esta noticia no fue una de las causas determinantes del *crash*.²¹

La Comisión Brady pone énfasis en una herramienta utilizada por los inversores institucionales, llamada "seguro de cartera de valores". El seguro de cartera de valores es en realidad una estrategia para limitar las pérdidas, inventada por los profesores Hayne Leland y Mark Rubinstein de la Universidad de Berkeley, California, y vendida con éxito a numerosos inversores institucionales durante la década de 1980. A decir verdad, "seguro de cartera de valores" es un nombre inapropiado; la estrategia es un simple plan para vender acciones, ni más ni menos. Y si bien recurre a impactantes modelos matemáticos, de hecho no es más que un procedimiento formal para salir del mercado vendiendo acciones cuando estas comienzan a bajar. Hasta cierto punto, el propio Leland lo admite en su clásico artículo de 1980 sobre el tema: "Algunas 'reglas básicas' –como 'aumenta tus ganancias, recorta tus pérdidas' o 'vende alto y compra bajo'– demostrarán aproximarse a la dinámica óptima de estrategia de compraventa para cierta clase de inversores".²² De este modo, al utilizar el seguro de cartera de valores, los inversores hacen lo que siempre han hecho con toda naturalidad, solo que con mayor grado de precisión matemática y planificación escrupulosa. Pero es probable que gracias a su nueva denominación –que sugiere un procedimiento sensato y prudente– y su halo de alta tecnología el advenimiento de esta estrategia haya hecho que los inversores fueran más reactivos a los cambios pasados en las cotizaciones.

La adopción del seguro de cartera de valores por parte de numerosos inversores institucionales impuso una moda: sofisticada, sí, pero moda al fin y al cabo. Dado que tiene un nombre específico (el término *seguro de cartera de valores* no había sido empleado antes de 1980), es posible rastrear este capricho de los inversores contando cuántas veces fue publicado por la prensa. Llevé a cabo el rastreo en ABI/INFORM –una base de datos de publicaciones de negocios– y solo encontré una referencia al seguro de cartera de valores entre los años 1980 y 1983, 4 en 1984, 6 en 1985, 41 en 1986, y 75 en 1987. Las referencias fueron en aumento de acuerdo al tipo de crecimiento estable que caracteriza a los modelos epidémicos simples de comunicación de boca en boca, que serán analizados en el capítulo VIII.²³

Así, el seguro de cartera de valores modificó la manera en que algunos inversores reaccionaban a los cambios pasados en las cotizaciones antes del *crash* de 1987. Es probable que se hayan producido otros cambios en la naturaleza del ciclo de retroalimentación

que –por no haber sido programados como el seguro de cartera de valores– no hemos podido observar de manera directa. Pero es importante señalar que la causa primordial del *crash* fue *el cambio en la naturaleza del ciclo de retroalimentación y no las noticias que se difundieron en aquel momento*.

El proceso de retroalimentación puede ser modificado por muchos factores y los medios de difusión pueden ejercer un impacto notable. En la mañana del *crash* de 1987, el *Wall Street Journal* publicó un gráfico del Dow correspondiente a la década de 1980 e, inmediatamente debajo, otro gráfico del mismo índice correspondiente a la década de 1920, hasta y durante un mes después del *crash* de 1929.²⁴ Los dos gráficos fueron alineados de modo que la fecha del día coincidiera con la del *crash* de 1929, dando a entender que aquel fenómeno podía estar a punto de repetirse. Los inversores tuvieron la oportunidad de verlos durante el desayuno, pocos minutos antes de que comenzara el *crash* de 1987. El *Journal* expresó abiertamente la posibilidad de que se produjera un *crash* ese mismo día. Lo cierto es que no fue una noticia de primera plana y que ninguna noticia puede ser, por sí misma, causa decisiva de un *crash*. Pero, por el simple hecho de haber sido publicada en la misma mañana del *crash*, es probable que esta noticia en apariencia insignificante y el gráfico que la acompañaba hayan contribuido a que los inversores de primera estuvieran más atentos a las posibilidades de un *crash*.

Cuando comenzó el desplome de las cotizaciones en la mañana del 19 de octubre de 1987, el *crash* arquetípico de 1929 indujo a mucha gente a preguntarse si "aquellos" estaba volviendo a ocurrir; "aquellos" era el Gran *Crash* recordado en el *Journal*, no el de 1907 ni el de 1932, ni tampoco ninguno de los numerosos eventos históricos que para entonces ya habían sido casi olvidados. La posibilidad de que ese día ocurriera el *crash* mayor de la historia hizo que las bajas iniciales en los precios produjeran luego bajas aún mayores. Esto aportó una idea aproximada de cuánto bajaría el mercado antes de comenzar a recuperarse: un factor crucial que determinó su caída real. De hecho, en el *crash* del 19 de octubre de 1987 el Dow cayó en un solo día casi lo mismo que había caído el 28 y el 29 de octubre de 1929: el 22,6% en 1987 contra el 23,1% en 1929. El que la caída haya sido prácticamente igual en ambas ocasiones podría ser considerado una mera coincidencia, especialmente porque el *crash* de 1987 duró dos días en vez de uno y porque en 1987 eran pocos los inversores que sabían

con exactitud cuánto había caído el mercado en 1929. Muchos tenían apenas una impresión general de los alcances del desastre de 1929, y el 19 de octubre de 1987 los inversores disponían de muy poca información concreta acerca de cuándo dejaría de bajar el mercado.

Si tomamos en cuenta que las teorías y los métodos de los inversores se modifican con el correr del tiempo, el cambio en el proceso de retroalimentación ocurrido durante el *crash* de 1987 debería ser considerado apenas un ejemplo del proceso de retroalimentación "precio a precio". Sería un error describirlo como el resultado exclusivo de la innovación tecnológica representada por el seguro de cartera de valores. A pesar de que se utilizan computadoras para implementar las estrategias de este seguro, la decisión de emplearlo y la velocidad con que afecta el mercado en baja siguen estando en manos de la gente. Y desde luego hay muchas personas que, a sabiendas de que se está usando el seguro de cartera de clientes, adaptan sus respuestas a los cambios anteriores en las cotizaciones según cómo empleen esta estrategia los otros inversores. El seguro de cartera de clientes nos interesa en este contexto solo porque muestra cómo los cambios de la opinión pública pueden alterar la manera en que el proceso de retroalimentación de cambios en el precio de las acciones afecta las modificaciones posteriores, creando de este modo una posible inestabilidad en los precios.

El papel de los medios de difusión en la propagación de las burbujas especulativas

El papel que desempeñan los medios en el mercado de valores no es, como se cree comúnmente, el de una herramienta útil para los inversores que reaccionan en forma directa a las noticias. Los medios participan activamente en la formación de la opinión pública y sus distintas categorías de pensamiento, y además crean el medio ambiente en que se desarrollan los eventos del mercado.

Los ejemplos incluidos en este capítulo demuestran que, debido a su necesidad de ofrecer noticias interesantes al público, los medios de difusión son propagadores esenciales de los movimientos especulativos de las cotizaciones. A veces tratan de atraer el interés sumando noticias a los movimientos de precios ya observados por el público, y de ese modo aumentan su relevancia y concentran la atención. En

otras ocasiones recuerdan episodios bursátiles pasados o hacen hincapié en las probables estrategias económicas de otros. De este modo, los medios de difusión pueden fomentar un proceso de retroalimentación más poderoso entre los cambios pasados y futuros en las cotizaciones, y también pueden propiciar la serie de acontecimientos que aquí hemos denominado "cascada de atención".

Con esto no intento decir que los medios de difusión son una fuerza monolítica que impone ideas a un público pasivo. Los medios constituyen un canal de comunicación masiva y de interpretación de la cultura popular, cuya transformación en el tiempo está relacionada con la cambiante situación especulativa de los mercados de valores.

Las expansiones del mercado suelen asociarse con la percepción popular de un futuro más próspero, o menos incierto que el pasado. La expresión *nueva era* ha sido empleada periódicamente para describir esos períodos.

Por supuesto que la idea de una nueva era posee cierta validez obvia. A lo largo del siglo XX hubo una tendencia general hacia un mejor estándar de vida y un menor impacto de los riesgos económicos sobre los individuos. El mundo ha progresado poco a poco rumbo a una era nueva y mejor. Pero la característica sobresaliente del que a partir de ahora llamaremos “pensamiento de la nueva era” es que no se presenta en forma continua sino más bien en ráfagas.

A diferencia de lo ocurrido en el ámbito de la cultura popular, los economistas y otros analistas influyentes que proclamaron el advenimiento de una nueva era en distintas etapas históricas fueron cautos en la elección de las palabras. Casi siempre apostaron por la continuidad de las tendencias a largo plazo.

Es difícil contradecir la impresión de que la hipótesis de una nueva era –o, llegado el caso, cualquier otra teoría económica– afectó a la gente de diferentes maneras en distintas épocas. Por ejemplo, es casi imposible rastrear la evolución de las ideas mediante la realización de encuestas, porque solo se nos ocurre interrogar al público acerca de una idea específica *después* de que esta despertó la atención de muchas personas.

Podemos hacer recuento de determinadas palabras en las bases de datos computerizadas, y obtener así un panorama de la frecuencia cambiante con que se emplean ciertos términos económicos en las distintas publicaciones. Pero este tipo de búsqueda es superficial y pasa por alto los cambios sutiles que se producen en el uso de las palabras con el paso del tiempo. Cuando intenté averiguar la frecuencia con que se había utilizado la expresión *nueva era* en los últi-

mos años, descubrí que había sido empleada en tantos contextos diferentes que su simple rastreo no sería significativo para nuestra investigación. Por otra parte, a través de la base de datos Nexis pude establecer que la expresión *economía de la nueva era* no se había empleado hasta que la nota de tapa del *Business Week* de julio de 1997 se la atribuyó a Alan Greenspan, aludiendo a un supuesto giro en su pensamiento desde el discurso de la "exuberancia irracional" pronunciado unos meses atrás.¹ La expresión *economía de la nueva era* se ha empleado con regularidad desde entonces. (La asociación de la expresión con un personaje poderoso exemplifica cómo los actores individuales y los eventos mediáticos pueden modificar la opinión pública.)

En realidad, el uso reciente de la expresión *nueva era* en este contexto precedió al artículo del *Business Week*; dos artículos publicados en junio de 1997 en el *Boston Globe* utilizaron las expresiones *tesis de la nueva era*, *teóricos de la nueva era* y *escuela de la nueva era* y anunciaron que Ralph Acampora –director de investigaciones técnicas de Prudential Securities– era miembro de la así llamada escuela. En agosto de ese mismo año, un muy comentado artículo de Paul Krugman –publicado en la *Harvard Business Review*– atacó la difundida teoría de la nueva era, lo que por supuesto dio mayor popularidad a la expresión.² El buscador Nexis revela que en la década anterior a 1997 la expresión *nueva era* solo se utilizaba raramente para denotar una perspectiva económica optimista; según parece, en aquellos tiempos no gozaba de gran popularidad.

Todos estos usos y abusos de la expresión ocurrieron después del mercado alcista de la década de 1990. Para entonces el mercado había subido tanto que era protagonista de todas las noticias relacionadas con una nueva era y comenzaba a sorprender a la gente.³ Esto no se debió a que economistas hubieran proclamado una nueva era al analizar los datos del ingreso nacional u otra información relevante para las perspectivas económicas reales. La teoría de la nueva era surgió como una interpretación del auge del mercado, posterior al hecho. Esto no es una sorpresa para nadie. Un auge del mercado es un acontecimiento espectacular que exige una interpretación igualmente espectacular. Por el contrario, un aumento en la tasa de crecimiento del Producto Interior Bruto (digamos del 2% al 3%) podrá entusiasmar a los economistas pero no causará la misma impresión en la gente. Un aumento del PIB es insustancial,

esotérico y no puede competir con la amplia oferta de noticias rim-bombantes con que los medios bombardean a su público.

Cada vez que el mercado alcanza un nuevo pico aparece un ejército de personajes públicos, teóricos variopintos y otros individuos eminentes armados con una batería de explicaciones para justificar el optimismo reinante. Los periodistas –que no siempre manejan bien los tiempos– pueden llegar a sugerir que las palabras pronunciadas por estos grandes hombres y mujeres provocaron los cambios ocurridos en el mercado. Si bien es cierto que los personajes eminentes pueden modificar los mercados, con frecuencia su saber se limita a interpretar los movimientos bursátiles. No obstante, la teoría de una nueva era que promueven estos personajes es parte del proceso que sostiene y amplifica los auges del mercado: parte del mecanismo de realimentación que, como hemos visto, puede crear burbujas especulativas.

Un defensor de la racionalidad de los mercados podría aducir que, aun cuando los debates acerca de una nueva era puedan causar el auge del mercado, de ello no se desprende que las noticias difundidas por los medios deban necesariamente preceder al auge. Aunque la mayoría de las discusiones mediáticas sobre las teorías de una nueva era han coincidido con –o tenido origen en– algún auge del mercado, técnicamente es posible que los *rumores comunicados boca a boca* precedan a –y sean causantes de– los auges. Puede que los medios de difusión hayan tardado en reconocer los rumores.

Pero esta defensa de la racionalidad de los mercados no es factible si consideramos la naturaleza de los patrones de pensamiento que se observan entre el público inversor en general. Es tal la falta de interés que muestra el público en general hacia los argumentos razonables acerca del curso futuro del sector corporativo, que es improbable que pueda haber cultivado una teoría secreta de una nueva era para las ganancias; es decir una teoría que no estuviera vinculada a aumentos pasados en el precio de las acciones.

Parece ser que la mayoría de la gente no se interesa por los pronósticos de crecimiento a largo plazo para el conjunto de la economía. Según la teoría económica, si los individuos se comportaran razonablemente, deberían interesarse. Pero el tema les resulta demasiado abstracto, aburrido o técnico. El público se interesa por las meticulosas descripciones de la tecnología del futuro –por ejemplo, por las nuevas capacidades que pronto tendrán las computado-

ras— y no por el cálculo aproximado de los beneficios empresariales en los Estados Unidos para los próximos años. A decir verdad, es improbable que más de un pequeño porcentaje de la población pueda estimar las ganancias corporativas totales de los Estados Unidos de acuerdo a un orden de magnitud. Más improbable aún es que se interesen por las predicciones de cambios futuros en esas mismas ganancias.

La historia nos enseña que la opinión pública es regida por poderosas fuerzas invisibles, que solo son reveladas por los medios o los foros públicos cuando un acontecimiento clave las saca a la luz. Por lo general, estas corrientes de opinión se relacionan con teorías ingenuas basadas en observaciones personales o prejuicios infundados contra grupos minoritarios o países extranjeros. En suma, el público no alberga opiniones secretas acerca de la tasa de crecimiento económico.⁴

El saber convencional indica que el mercado de valores actual está reaccionando a la teoría de una nueva era. De hecho, el mercado de valores a menudo *crea* estas teorías de nuevas eras mientras los periodistas bregan por justificar los movimientos de las cotizaciones burátils. Esta situación me recuerda el juego del tablero Ouija, en el que los jugadores deben interpretar el significado de los movimientos de sus manos temblorosas y hacer pronósticos de acuerdo a ellos. Otra posibilidad es que el mercado sea visto como un oráculo que emite palabras llenas de misterio y carentes de sentido que luego son interpretadas por nuestros líderes, cuyas interpretaciones invetimis erradamente de autoridad.

En este capítulo analizaré la teoría de “una nueva era” que acompañó los anteriores máximos del mercado en los Estados Unidos, y brindaré algunas claves sobre la opinión pública en los períodos de “nuevas eras”. Cabe señalar que haré libre uso de citas contemporáneas, dado que ofrecen evidencia directa de las opiniones y preocupaciones de la gente.

El optimismo de 1901: el máximo del siglo XX

Como hemos visto en el capítulo I, el primero de los tres grandes máximos en la relación precio-beneficios desde el año 1881 ocurrió en junio de 1901, en los albores del siglo XX. Las cotizaciones

habían subido mucho en el transcurso de los doce meses anteriores, y a mediados de 1901 los observadores del mercado dieron cuenta de un auténtico fervor especulativo: “El estallido de la especulación durante abril de 1901 no tiene paralelo en la historia de las manías especulativas. [...] Los diarios estaban plagados de historias de conserjes de hotel, empleados de oficina y hasta porteros y modistas que habían hecho importantes fortunas gracias a sus especulaciones financieras. El efecto que causaron estas noticias sobre la opinión pública es fácil de imaginar”.⁵

Al comenzar el siglo (en enero de 1901) se habló mucho del futuro y el progreso tecnológico por venir: “Los trenes [correrán] a 200 kilómetros por hora, [...] los editores de periódicos apretarán botones y las máquinas automáticas harán el resto, [...] en las grandes tiendas las ventas quedarán a cargo de fonógrafos, y un conjunto de manos automáticas se ocupará de cobrar y entregar el cambio a los clientes”.⁶ Guillermo Marconi realizó la primera transmisión transatlántica por radio ese mismo año y muchos aventuraron la hipótesis de que pronto podría comunicarse con el planeta Marte.

La Exposición Panamericana –realizada en Buffalo, Nueva York, desde el 1 de mayo hasta el 1 de noviembre de 1901– se concentró en la tecnología de avanzada. Su pieza central fue una Torre Eléctrica de 1.000 metros de altura, iluminada por 44.000 bombillas alimentadas por generadores situados en las lejanas cataratas del Niágara. La torre era “de una luminosidad indescriptible” y dejaba “hechizados” a los visitantes.⁷ En el Pabellón de Electricidad se exhibieron toda clase de artefactos sobre las maravillas de la energía eléctrica. Había un electrógrafo –una máquina que transmitía imágenes por cable (predecesora de la máquina de fax)– y un teleautógrafo –una máquina que permitía transmitir la propia firma a larga distancia (antecesora de los procedimientos de verificación de firmas utilizados en las tarjetas de crédito)–. La exposición también ofrecía un viaje simulado a la luna en la aeronave *Luna*: los visitantes podían recorrer las calles y tiendas comerciales antes de regresar a la tierra.

La era de la tecnología avanzada, la era de las computadoras y la era espacial parecían estar al alcance de la mano en 1901, aunque en aquellos tiempos se utilizaban otras palabras para expresar estos conceptos. La gente manifestaba un optimismo exultante e imbatible y, debido a ello, la primera década del siglo XX fue bautizada

la Era del Optimismo o la Era de la Confianza (o, en los últimos años, la Era de la Jactancia). El estado de ánimo imperante en aquellos días era similar al que vivimos hoy, cien años más tarde y ya en los albores del siglo XXI. Si tenemos en cuenta que los medios de difusión explotan los aniversarios y otros acontecimientos culminantes –y apreciamos la tendencia humana a considerar que esos eventos son nuevos comienzos simbólicos y, por lo tanto, a invertirlos de esperanzas y expectativas exageradas–, llegaremos a la conclusión de que todo cambio de siglo tenderá a ser una época optimista. El ejemplo de 1901 sugiere que el optimismo del nuevo siglo podría prolongarse mucho después del año 2001.

Pero en 1901 hubo otro motivo que impulsó a la gente a pensar que la elevada valoración del mercado era correcta. Las noticias financieras publicadas por los diarios en años anteriores se habían ocupado de la formación de numerosas alianzas y fusiones de empresas en una amplia variedad de sectores, entre ellas la formación de US Steel a partir de varias pequeñas compañías siderúrgicas. En 1901, muchos pronosticadores consideraron importantes estos movimientos y empezaron a utilizar la expresión *comunidad de intereses* para describir la nueva economía dominada por los mismos. El editorial del *New York Daily Tribune* lo explicaba así en abril de ese mismo año:

Pero ha llegado una nueva era, la era de la “comunidad de intereses”, con la cual se espera evitar ruinosas reducciones en los precios y prevenir la destrucción que en el pasado, cuando se produjo la depresión en los negocios, devastó tantas empresas competentes en todas las ramas de la industria. Por ejemplo, en la gran industria del hierro y el acero –que, como bien dijo Andrew Carnegie, ha sido el principio y el mendigo del mundo industrial: altamente próspera un día cualquiera y hundida en el lodo al día siguiente–, la fusión de numerosas empresas pequeñas en una docena de grandes corporaciones ocurrida en los dos últimos años fue seguida por la alianza de estas en la fusión más gigantesca que ha conocido el mundo, una fusión que, si se cumplen las expectativas de quienes la proyectaron, logrará evitar grandes pérdidas económicas al eliminar la posibilidad de que se construyan plantas innecesarias por razones competitivas, hará más eficaz el funcionamiento de numerosas economías mediante la abolición de los puestos oficiales dobles y la creación de una lista uniforme de precios, y propiciará el aumento de las exportaciones debido a que podrán fijarse precios más bajos a causa de las mejoras económicas producidas por la fusión.

La idea de fusión también impera en el ámbito de los ferrocarriles, y exactamente por las mismas razones. Las empresas que antes competían se están fusionando o arrendando, lo que resulta en una economía operativa y en el cese de la reducción de los precios. Por su parte, los representantes de las compañías más poderosas están comenzando a ingresar en las juntas directivas que hasta hoy decidían las tasas de reducción de las cotizaciones, donde ejercen una indiscutible influencia, si no el control total de la situación.⁸

No cabe duda de que estas eran razones de peso para el optimismo reinante respecto al mercado de valores. Resultaba fácil creer que la eliminación de la competencia produciría ganancias de monopolios para las corporaciones, elevando de ese modo el precio de sus acciones.

Pero el editorial no mencionaba la posibilidad de que una ley antimonopolios pudiera poner fin a la era de la “comunidad de intereses”. En septiembre de 1901, el presidente William McKinley –cuya gestión tenía un carácter pronegocios abierto– fue asesinado mientras visitaba la Exposición Panamericana. McKinley fue sucedido por su vicepresidente, el “vaquero” Teddy Roosevelt. Apenas seis meses más tarde, en marzo de 1902, Roosevelt desempolvó la casi olvidada ley Sherman contra los monopolios (promulgada en 1890) y la empleó contra la empresa Northern Securities Company. En el transcurso de los siete años siguientes, el presidente se embarcó en una vigorosa política antimonopolio. Cuando los defectos de la ley Sherman se hicieron evidentes, la ley Clayton de 1914 fortaleció el ataque del gobierno a los monopolios.

La hipótesis teórica de la “comunidad de intereses” sobre los precios de las acciones resultó falsa, y aquellos que manifestaron un gran optimismo por el mercado basándose en esa hipótesis seguramente no pensaron en todo lo que podía salir mal. La gente no consideró la posibilidad de que el conjunto de la sociedad no toleraría el paso de la riqueza a manos de algunos accionistas. Es probable que este factor no se haya tenido en cuenta porque todavía no se habían realizado acciones concretas contra los monopolios. No obstante, cuando pensamos en el nivel del mercado debemos tener en cuenta los beneficios a largo plazo que este representa, y también el poder de la sociedad para hacer ajustes positivos o negativos con el propósito de controlar el flujo de ganancias.

Las discusiones y debates acerca del nivel del mercado de valores rara vez contemplan la posibilidad de que el gobierno reaccione ante el nivel de los beneficios, aun cuando la política gubernamental hacia las corporaciones haya cambiado de manera sustancial y drástica con el paso del tiempo. El impuesto a los beneficios empresariales sufrió numerosos ajustes: del 0% en 1901 al 1% en 1911, al 10% en 1921, al 14% en 1931, al 31% en 1941, al 50,75% con un impuesto del 30% en 1951, al 35% en la actualidad. A pesar de que las decisiones tomadas en el pasado por el gobierno norteamericano aumentaron el impuesto a las ganancias corporativas del 0% al 50,75% –y nacionalizaron así más de la mitad del mercado de valores–, casi nunca se mencionan futuros ajustes potenciales a este impuesto cuando se analizan las perspectivas del mercado.

El ejemplo de 1901 ilustra una de las varias maneras en que puede fracasar la teoría de una nueva era, ya que esta concentra la atención pública en los efectos de los acontecimientos subrayados por las noticias. De este modo se presta poca o ninguna atención a un “qué pasaría si...”, aun cuando tenga amplias probabilidades de ocurrir.

Cabe señalar que en 1901 hubo otro tema importante: las acciones se encontraban en poder de “manos fuertes”. “Las acciones han cambiado de mano. Los especuladores públicos han dejado de ser sus dueños. Ahora están en poder de aquellos que son capaces de protegerlas ante cualquier circunstancia: por ejemplo Standard Oil, Morgan, Kuhn Loeb, Gould y Harriman Interests. Esta gente, que se cuenta entre los financieros más notables del país, sabe qué resultado esperar cuando decide realizar una operación bursátil.”⁹ De acuerdo a esta teoría –como a todas las que intentaron explicar otros picos del mercado–, la posibilidad de un pánico vendedor es inconcebible. Tal vez la hipótesis haya sido correcta a corto plazo. Pero las “manos fuertes” a las que alude no impidieron el *crash* de la Bolsa de 1907 ni la espectacular caída en el precio de las acciones entre ese año y 1920.

El optimismo de la década de 1920

Según parece, el mercado alcista de la década de 1920 fue una etapa de gran entusiasmo e interés público que alcanzó su pico más alto en el año 1929. En su libro *Only Yesterday* [Parece que fue ayer], publicado en 1931, Frederick Lewis Allen definió la situación de 1929:

El chófer del acaudalado hombre de negocios conducía con la cabeza ligeramente inclinada hacia atrás para poder escuchar la noticia de un inminente movimiento en Bethlehem Steel; era dueño de 50 acciones con un margen de veinte puntos. El que limpiaba los escaparates de la oficina del corredor de Bolsa hizo una pausa para observar el teletipo; estaba pensando en transformar sus ahorros laboriosamente acumulados en acciones de Simmons. Edwin Lefevre (un observador del mercado de aquella época que se jactaba de tener experiencia personal en el tema) comentó que el chófer de un corredor de Bolsa había ganado casi un cuarto de millón de dólares invirtiendo en acciones, que una enfermera profesional había hecho treinta mil dólares siguiendo los consejos de sus agradecidos pacientes, y que un ganadero de Wyoming que vivía a quinientos kilómetros del ferrocarril más cercano solía vender o comprar mil acciones cada día.¹⁰

Si bien este relato puede crear una impresión exagerada del nivel de atención pública consagrado al mercado, es incuestionable que se le prestó mucha más atención durante la década de 1920 que en otras épocas y que por entonces no era difícil encontrar inversores entusiastas.

La década de 1920 fue un período de rápido crecimiento económico y gran divulgación de innovaciones tecnológicas que hasta ese momento habían estado solo en manos de las clases adineradas. Por ejemplo, el automóvil comenzó a ser accesible a todos. En 1914 solo había 1,7 millones de automóviles registrados en los Estados Unidos; hacia 1920 el número había ascendido a 8,1 millones y en 1929 ya había 23,1 millones. El automóvil trajo consigo una nueva sensación de libertad y posibilidad, y también una mayor conciencia de que las nuevas tecnologías permitían acceder a esos valores personales.

En esa época se extendió el uso de la energía eléctrica más allá de las grandes ciudades, que ya contaban con tendidos de cables. En 1929, 20 millones de hogares norteamericanos tenían luz eléctrica. Las lámparas de queroseno pasaron de moda y fueron reemplazadas por las bombillas eléctricas. Hacia 1929 en casi la mitad de las casas con tendido eléctrico había una aspiradora y, en un tercio de ellas, una lavadora. La década de 1920 también fue testigo de la expansión de las transmisiones por radio y del desarrollo de la radiofonía como un medio de entretenimiento para adultos a escala nacional. En 1920 solo había tres estaciones de radio en todo el territorio de los Estados Unidos; hacia 1923 sumaban más de quinientas.

Numerosas estrellas como Rudy Vallee y programas radiales como *Amos 'n' Andy*, que gozaban de popularidad a lo ancho y lo largo del país, hicieron su aparición en la década de 1920. En el año 1926 la National Broadcasting Company creó la primera cadena de radio-transmisión nacional; sus programas, emitidos con regularidad, produjeron una sensación de cultura nacional desconocida hasta entonces. El sonido invadió el cine. Lee de Forest inventó el sistema sonoro en 1923 y, hacia el final de la década, las películas habladas ya habían desplazado por completo al cine mudo. Dado que estas innovaciones tuvieron un gran impacto sobre la vida cotidiana y afectaron a la gente tanto en la intimidad de sus hogares como en sus horas de esparcimiento, podríamos afirmar que la década de 1920 fue un período en que el progreso tecnológico masivo se hizo evidente, incluso ante los ojos de los observadores más distraídos.

Y eran muchos los que anunciaban una nueva era para la economía en pleno auge del mercado. Por ejemplo, en 1925 se decía: "No prevemos nada que pueda impedir que los Estados Unidos disfruten de una era de prosperidad en los negocios sin parangón en las páginas de la historia del comercio".¹¹

John Moody –director de Moody's Investors Service, agencia calificadora de deuda– escribió en un artículo sobre el mercado de valores publicado en 1928: "De hecho, una nueva era ha tomado forma en todo el mundo civilizado; la civilización ha desarrollado nuevos aspectos. Estamos comenzando a comprender que esta civilización moderna y mecanizada en que vivimos se halla en pleno proceso de perfeccionamiento".¹²

El entusiasmo público por las acciones y la enorme subida del mercado produjo una importante demanda de libros que explicaran y justificaran el auge. En su libro *New Levels in the Stock Market* [Nuevos niveles del mercado de valores], publicado en 1929, Charles Amos Dice aportó varias razones para esperar la continuidad del mercado alcista. Si bien prefería utilizar la expresión *nuevo mundo* en lugar de *nueva era*, la idea era la misma. Dice hablaba de un "nuevo mundo de industria" basado en técnicas de producción masiva, los grandes departamentos de investigación, el comienzo de la era de la electricidad, la industrialización del sur, el surgimiento de la producción a gran escala y la mecanización de la agricultura. También habló de un "nuevo mundo de distribución" y predijo la proliferación de los créditos a plazos, la aparición de las cadenas de tiendas, las nuevas

técnicas de publicidad que estimularían la demanda y las nuevas técnicas de investigación del mercado. Por último, aludió a un "nuevo mundo de finanzas" a partir de la expansión de la banca de inversión, que proveerían a las corporaciones de nuevas fuentes de fondos; la importancia del grupo corporativo como herramienta para flexibilizar las financiaciones, y los avances en el entendimiento de los negocios por parte de la Reserva Federal. Dice sostenía que, dado su papel en la regulación de la velocidad de la economía, la Reserva Federal era similar al regulador de un motor a vapor.¹³

Curiosamente, su libro se imprimió en agosto de 1929, un mes antes del máximo del mercado inmediatamente anterior a la Depresión. El momento escogido para la aparición del libro parece más notable cuando encontramos, adherida a la página 69, una pequeña hoja de papel titulada "Fe de erratas". En la pequeña hoja –que aparentemente fue agregada después de la impresión del texto, antes de que fuera encuadrado– se aclara que el 3 de septiembre de 1929 el promedio industrial Dow Jones subió más de 20 puntos por encima del nivel indicado en el libro. Allí también se instruye al lector sobre cómo ajustar hacia arriba –de 15 a 20 puntos– las proyecciones del Dow incluidas en el libro. De este modo, Dice se las ingenió para adaptar con exactitud su libro al máximo del mercado, y cometió un error catastrófico al pronosticar sus posibles movimientos.

El profesor Irving Fisher, de la Universidad de Yale –considerado uno de los economistas más eminentes de los Estados Unidos–, afirmó que el mercado no estaba sobrevalorado. Poco antes del máximo de 1929 dijo que "según parece, los precios de las acciones han alcanzado una meseta permanentemente alta". Fisher publicó un libro titulado *The Stock Market Crash-And After* [El crash del mercado de valores... y después], cuyo prefacio fue fechado dos meses después del Jueves Negro. Es probable que lo haya escrito en la misma época en que Dice redactó su libro, pero su sentido de la oportunidad no fue tan errado. Cuando se produjo el *crash* de 1929 Fisher todavía estaba trabajando en el libro. No obstante, pudo sentirse optimista después del desplome porque el mercado había caído apenas una fracción de lo que caería en 1932, y porque el *crash* todavía no parecía señalar el final de una era.

En su libro, Fisher pronosticó una perspectiva de beneficios crecientes a corto plazo basándose en diversas razones, algunas similares a las mencionadas por Dice. En primer lugar, señaló que el

movimiento de fusión de corporaciones de la década de 1920 había promovido las economías de producción a gran escala. Advirtió que “las economías de las empresas fusionadas tardan en desarrollarse; pero el efecto de su creación sobre el mercado de valores es instantáneo”. La investigación científica y las invenciones avanzaban a pasos agigantados. Las ventajas del automóvil comenzaban a explotarse; con el consiguiente desarrollo de una red de carreteras cada vez más amplia. Por otra parte, se había aprendido mucho acerca del uso eficiente del material de desecho. Los descubrimientos recientes en el ámbito de la agricultura incluían la arada del subsuelo, el uso de mejores fertilizantes, la cría asistida de animales de granja, y nuevos y perfeccionados sistemas de recolección. Según Fisher, la puesta en práctica de estas innovaciones permitiría obtener mayores beneficios. También afirmó que la dirección de las corporaciones norteamericanas había mejorado gracias al empleo de métodos “científicos” y técnicas más sofisticadas. Según este economista, de allí en adelante se podrían planificar mejor los negocios futuros debido en parte a un invento de su propia cosecha: el “gráfico maestro”, un método a lápiz y papel de planificación de prioridades para ejecutivos. También es probable que el optimismo de Fisher se debiera a la certeza de que los sindicatos pronto comenzarían a aceptar la responsabilidad conjunta hacia la solución a los problemas de la industria.¹⁴

Otros especialistas sostenían que las valoraciones del mercado durante la década de 1920 eran apropiadas porque el país se encontraba en una etapa más sobria, y no solo en sentido figurado. La prohibición de consumir bebidas alcohólicas fue considerada una señal de mayor estabilidad e inteligencia: “Muchas cosas contribuyeron a este feliz resultado, [...] [entre ellas] la eliminación de nuestra costumbre nacional de visitar locales de bebidas alcohólicas y de todos sus elementos destructivos, con la consiguiente sobriedad del conjunto de la población. La mayor parte del dinero que antes se gastaba en alcohol ha sido desde entonces destinada a elevar los estándares de vida, las inversiones y las cuentas de ahorro”.¹⁵

Por supuesto que en aquella época no solo se expresaba optimismo respecto del mercado. Su elevado valor con relación a las mediciones aproximadas del valor fundamental no pasó inadvertida en 1929. El *New York Times* y la *Commercial and Financial Chronicle* realizaron numerosas advertencias acerca de lo que consideraban un exceso especulativo. Paul M. Warburg, del International Acceptance Bank,

condenó la “especulación irrestricta”.¹⁶ No obstante sabemos –por el mismo nivel del mercado de valores– que el peso de la opinión pública era abrumadoramente positivo en la década de 1920.

La teoría de la nueva era en las décadas de 1950 y 1960

A juzgar por las noticias difundidas por los medios, la teoría de la nueva era resurgió súbitamente a mediados de la década de 1950 cuando el mercado subió el 94,3% en términos reales (corregidos de acuerdo a la inflación) entre septiembre de 1953 y diciembre de 1955. El mercado había estado estancado durante los primeros años de la década debido al temor recurrente de que la economía volviera a deprimirse, dado que ya no se contaba con el estímulo de la Segunda Guerra Mundial para aumentar la producción. Pero la repentina duplicación del valor del mercado, respaldada por un sólido crecimiento de los beneficios empresariales, hizo que el público inversor olvidara sus temores y comenzara a pensar en el advenimiento de una nueva era. En mayo de 1955, el *US News and World Report* lo explicó así:

Una vez más se percibe en el aire la sensación de una “nueva era”. La confianza es mucha; el optimismo, casi universal, y las preocupaciones están ausentes.

La amenaza de la guerra está desapareciendo. La paz es una perspectiva cada vez más cierta. Los sueldos nunca fueron tan buenos como ahora. Se espera que bajen los impuestos. Todo manifiesta una tendencia ascendente.

La amenaza de la Depresión ha llegado y se ha marchado sin mayores consecuencias tres veces en diez años. El primer susto fue en 1946, después de la Segunda Guerra Mundial. Los gastos militares fueron cortados de manera drástica sin agitar las aguas de la economía. El segundo susto llegó en 1949. El público tomó la decisión de comprar, inmune a las preocupaciones de los hombres de negocios, y el temor se evaporó. El tercer susto comenzó a mediados de 1953. Y hoy es poco más que un recuerdo.¹⁷

La idea de que los inversores eran optimistas y confiados en cuanto a las posibilidades y movimientos del mercado era –por y en sí misma– parte de la teoría de la nueva era. En diciembre de 1955, *Newsweek* decía que “el fundamento del alza repentina [del merca-

do de valores] fue la fe de los inversores en la fuerza abrumadora de la economía, y el hecho de que las corporaciones sacaban provecho de esa prosperidad en términos de dinero contante y sonante".¹⁸

Los primeros años de la década de 1950 habían sido testigos de un nuevo fenómeno, la propagación de la televisión, cuya importancia como vehículo de cultura de masas a escala nacional solo podía compararse a la aparición de la radio en la década de 1920. En 1948 solo el 3% de las familias norteamericanas poseía un televisor; en 1955, la cantidad había ascendido al 76%. Como Internet, la televisión fue una novedad tecnológica que atrapó la imaginación de casi todo el mundo. Por otra parte, era una evidencia de progreso tecnológico que no podía ser pasada por alto; pocos años después la mayoría de los norteamericanos comenzó a pasar varias horas al día frente a un aparato electrónico.

En aquella época la inflación era muy baja, cosa que la gente atribuía a la reciente y supuestamente iluminada política federal. En 1955, el secretario del Tesoro George Humphrey se jactó de que:

En los últimos dos o tres años, el valor del dólar ha variado solo medio centavo. Logramos que la mano de la inflación se mantuviera lejos de nuestros ahorros casi por completo.

Consideramos que la inflación es un enemigo público de la peor especie. Pero tampoco hemos vacilado en facilitar o restringir las bases del crédito cuando fue necesario. La política monetaria se puso en vigencia con mayor celeridad y rigor que nunca antes para responder a las demandas naturales. Esto se hizo a través de una oportuna aplicación de la política monetaria y el crédito, que le devolvió a la gente su poder adquisitivo mediante la rebaja impositiva más grande de la historia de la nación, recortó los gastos injustificados del gobierno, y estimuló la construcción, la edificación de viviendas y las mejoras necesarias en el momento apropiado.¹⁹

En la década de 1950 hubo algo similar a las "manos fuertes" de los años veinte: la idea de que la demanda de acciones era lo bastante estable como para evitar cualquier desastre. En 1955, *Newsweek* decía lo siguiente:

A muchos financieros les gusta pensar que la nación ha desarrollado un "nuevo capitalismo" cuya base se amplía al infinito. Unos siete millones y medio de personas poseen acciones de corporaciones; hace tres años eran solo seis millones y medio. Los activos de fondos mutuos, que

otorgan al pequeño inversor la oportunidad de ampliar sus opciones, han ascendido de 1.300 millones de dólares en 1946 a 7.200 millones de la misma moneda. Miles de trabajadores se han transformado en dueños de las firmas para las que trabajan a través de los planes especiales de compra de acciones para empleados.

Es probable que todas estas señales positivas no sean una garantía absoluta contra otro 1929, pero la mayoría de los expertos opina que durarán mucho tiempo.²⁰

La idea que Irving Fisher había planteado en la década de 1920 como un buen motivo para ser optimistas –que los negocios futuros podrían ser mejor planificados– fue reflotada en la década de 1950 como una absoluta novedad: "Existe una nueva actitud en los negocios que promete evitar depresiones profundas en el futuro. Las empresas de hoy hacen planes a largo plazo y no parecen dejarse influir por las fluctuaciones a corto plazo, como lo hacían en el pasado".²¹

El *baby boom* fue otro de los factores importantes que influyeron sobre la prosperidad y el mercado, dado que la gente necesitaba gastar dinero en sus bebés (así como esos mismos bebés, hoy adultos, y a pesar de tener pocos hijos, hacen subir el precio de las acciones con sus ahorros para un futuro retiro de la actividad laboral): "El nacimiento de tanta cantidad de bebés es lo que diferencia esta 'nueva era' de la anterior. Las familias son cada vez más numerosas. Constantemente se abren nuevas carreteras en los campos, que son transitadas por automóviles de buena calidad. Hay una gran demanda de viviendas en los suburbios, más específicamente de casas de tres o cuatro dormitorios en lugar de uno o dos".²²

También –como se había hecho en la década de 1920– se mencionaba el mayor uso del crédito de consumo como ejemplo de creciente prosperidad: "En opinión de un personaje influyente de Washington, esta voluntad de gastar dinero da cuenta de una 'revolución en el consumo'. [...] Las necesidades e intereses del ciudadano promedio aumentan a medida que gasta su dinero".²³

Cuando John Kennedy fue electo presidente en 1960 –y teniendo en cuenta que abogaba por medidas de estímulo económico–, se creyó que la economía funcionaría especialmente bien. Kennedy supo inspirar confianza con su mensaje inaugural, pronunciado en 1961. La gente pensaba que el nuevo presidente era optimista y tenía visión de futuro, y él le ofreció un magnífico símbolo de esa visión al prometer –en un mensaje especial dirigido al Congre-

so en mayo de 1961 – que los Estados Unidos pondría un hombre en la Luna antes de 1970. Los norteamericanos estaban seguros de que la hazaña sería recordada durante siglos, dado que señalaría la primera salida de la humanidad de su planeta de origen. Kennedy era la viva encarnación del optimismo nacional y el vigor del mercado de valores de los Estados Unidos: “Wall Street ha encontrado la mejor manera de definir la fuerza fenomenal de las cotizaciones: ‘el mercado Kennedy’”. La confianza inspirada por el programa económico de Kennedy llevó a algunos a pensar que el país había entrado en una “nueva economía”, en la que “los negocios podrán gozar indefinidamente de una prosperidad razonablemente continua”, y en la que había “más motivos que justifiquen la confianza” en la política monetaria que en épocas anteriores.²⁴ Las iniciativas de Kennedy se prolongaron en el programa “Great Society” de su sucesor, Lyndon Johnson, iniciado en 1964, cuyo objetivo primordial era poner fin a la pobreza y la decadencia urbana, ni más ni menos.

La teoría de que el mercado de valores “es la mejor inversión” dominó la década de 1960: “Los inversores creen que las acciones son la mejor forma de inversión, la mejor cobertura frente a un posible proceso inflacionario, la mejor forma de participar en el crecimiento futuro de los negocios. Los inversores parecen apostar a una recuperación acompañada por inflación, y parecen creer que las acciones ordinarias, incluso a los precios actuales, representan la única protección real ante ese fenómeno”.²⁵ En aquella época los inversores creían –como hoy se cree– que, si se desataba un proceso inflacionario, el mercado de valores entraría en alza y no en baja. Por lo tanto, la perspectiva de inflación era un motivo válido para comprar acciones. A comienzos de la década de 1960 muchos temían que, aunque hubiera inflación cero, los programas económicos de la administración Kennedy-Johnson resultaran inflacionarios.

Uno de los factores que determinaron el pico de la década de 1960 fue la proximidad del Dow a los 1.000 puntos. Tal vez parezca una tontería pensar que la proximidad de un nuevo hito –un Dow de cuatro dígitos– pudo haber afectado la manera de pensar de la gente. No obstante, ante la falta de bases sólidas para valorar el mercado, este tipo de opiniones –aunque arbitrarias– dieron anclaje y fundamento a las expectativas del público.

La prensa se dedicaba a relatar o anticipar los hitos incluso antes de que el Dow se acercara a los 1.000 puntos. Un artículo publicado

en el *Business Week* en 1965 advertía que: “Igual que el récord de un kilómetro y medio en cuatro minutos, las barreras psicológicas nacieron para ser derribadas. Lo mismo ocurre en Wall Street, donde la marca ‘mágica’ de 900 puntos en el promedio industrial Dow Jones se desmoronará tarde o temprano (tal como antes cayeron las marcas de 600, 700 y 800 puntos)”. El *Newsweek* afirmó que la barrera de los 900 puntos había alcanzado una “importancia casi mística en las mentes de numerosos observadores”. En 1966, cuando el Dow estuvo a punto de alcanzar los 1.000 puntos, *Time* afirmó que: “Hacia el final de la semana el promedio había llegado a 986,13, es decir, a menos de 14 puntos de los 1.000 que Wall Street considera un número místico. Aun cuando esa cifra sea más mística que significativa, la fecha en que sea alcanzada figurará en los libros de historia durante décadas o tal vez durante siglos, y cabe señalar que esa fecha no está tan lejos”.²⁶ El mercado avanzó a paso agigantado hasta acercarse a los 1.000 puntos, pero tuvo que pasar tiempo para que lograra superar el número mágico. Si bien en aquella época el Dow no se calculaba minuto a minuto, logró superar los 1.000 puntos (calculados a partir de las alzas del día) en enero de 1966. Sin embargo, no cerró sobre los 1.000 puntos sino hasta 1972 –en vísperas del *crash*– e incluso entonces permaneció poco tiempo por encima de ese número.

El Dow no superó sólidamente los 1.000 puntos sino hasta 1982 y, si calculamos el precio real de las acciones, no logró superar el pico de 1966 –y permanecer por encima del mismo– sino hasta enero de 1992, veintiséis años más tarde.²⁷ El período comprendido entre enero de 1966 y enero de 1992 se caracterizó por sus bajos rendimientos, confinado como estaba (sin ganancia de capital) al beneficio de los dividendos; cabe señalar aquí que el rendimiento promedio anual real del mercado de valores era solamente el 4,1% por año.²⁸ Estas señales coinciden con la idea de que el mercado estaba “llegando” a los 1.000 puntos en 1966 y fue sobrevalorado poco a poco.

La teoría de la nueva era durante el mercado alcista de la década de 1990

En el capítulo II analizamos parte de la teoría de la nueva era que caracterizó la década de 1990. A continuación incluiremos algunas observaciones más, y luego compararemos la idea moderna de

una nueva era con la que dominó las nuevas eras analizadas en este capítulo.

Como en todos los auges anteriores del mercado, durante la década de 1990 apareció una miríada de autores que intentó justificar los movimientos del mercado a través de la teoría de la nueva era. En un artículo publicado en 1996 por *Business Week* y titulado “The Triumph of the New Economy” [El triunfo de la nueva economía], Michael Mandel hizo una lista de las cinco razones que lo llevaban a creer que el mercado no se había vuelto loco: la creciente globalización, el auge de las industrias tecnológicas, la inflación moderada, la caída de los tipos de interés y los beneficios emergentes.²⁹

Una de las teorías predominantes durante este auge indicaba que los bajos índices de inflación fortalecían las perspectivas del mercado. Durante la década de 1990, las teorías sobre la inflación dominaron el debate sobre las perspectivas del mercado como en los años sesenta; no obstante, en los últimos años del siglo XX se revirtió la teoría imperante. En la década de 1990 se creía que, en caso de haber inflación, el mercado bajaría en lugar de subir. Por lo tanto, la idea de que el mercado de valores era una buena inversión porque implicaba una cobertura contra la inflación (lo que equivale a decir que el mercado subiría si estallaba un proceso inflacionario) ya no tenía vigencia alguna.

¿Por qué en la década de 1990 la gente pensaba que la inflación haría bajar el mercado cuando en los años sesenta había pensado exactamente lo contrario? Es probable que los inversores de los años noventa hayan reaccionado a los libros publicados por algunos economistas, donde demostraban que las economías se empobrecen durante los estallidos inflacionarios altos y repentinos. De hecho, estos análisis no se ocupaban de la relación existente entre una inflación moderada o a largo plazo y el funcionamiento económico; en sus aspectos más relevantes, esta relación indicaría que la teoría de los años sesenta era correcta: es decir que el valor real del mercado debería ser relativamente inmune a la aparición de la inflación, y que el mercado debería moverse con –y no en contra de– los precios al consumidor.³⁰ Más probable aún es que, en la década de 1990, los inversores hayan reaccionado al hecho de que en años recientes el mercado de valores se había movido contra –y no a la par de– la inflación.

Muchos de los temas tratados en las décadas de 1920, 1950 y 1960 –después de los auges del mercado de valores– reaparecieron en los años noventa.

En su libro *The Death of Inflation* [La muerte de la inflación], publicado en 1998, Roger Bootle sosténía que la “era inflacionaria” –en cuyo transcurso el “capitalismo administrado” y los sindicatos poderosos indujeron la espiral inflacionaria– estaba llegando a su fin. En el así llamado “capitalismo administrado”, “los precios se decidían a mano alzada y no eran producto de la interrelación entre oferta y demanda”. Según Bootle estaríamos entrando en la “era cero”: producto directo del capitalismo global, las privatizaciones y la decadencia de los sindicatos, que hacen imposible que los precios sean decididos en comité.³¹

En su artículo de 1997 “The End of the Business Cycle” [El fin del ciclo de los negocios], difundido por la revista de políticas públicas *Foreign Affairs*, Steven Weber afirmó que los riesgos macroeconómicos actuales son bajos: “Los cambios en las tecnologías, las ideologías, el empleo y las finanzas –junto con la globalización de la producción y el consumo– han reducido la volatilidad de la actividad económica en el mundo industrializado. Por razones empíricas y teóricas, las grandes olas del ciclo de los negocios podrían estarse transformando en levísimas ondas en las economías industriales avanzadas”. Weber ofreció una cantidad de argumentos razonables para respaldar su punto de vista. Por ejemplo, advirtió que la economía actual está dominada por el sector de los servicios –como no lo estaba treinta años atrás– y señaló que la tasa de empleo del rubro servicios siempre ha sido más estable que la producción industrial.³²

Por entonces se creía que la merma y la reestructuración –términos característicos de las así llamadas revoluciones gerenciales de la década de 1980– habían motivado el crecimiento de las ganancias a partir de 1982. La idea de que todavía existen como fuentes para el crecimiento de las ganancias continúa vigente en algunos ámbitos. Sin embargo, estas revoluciones administrativas han generado una buena dosis de escepticismo: uno de los mejores ejemplos es la historieta *Dilbert*, que se burla de los insignificantes conflictos de los directivos de la nueva era.

No todas las noticias difundidas por los medios durante la década de 1990 tendían a destacar positivamente la nueva era, sobre todo si las comparamos con las noticias publicadas durante episodios anteriores de cotizaciones elevadas. En los años noventa no pude encontrar noticias tan abierta e intensamente optimistas como las de 1901 o 1929. Y si bien los medios han manifestado un gran optimismo

durante la década de 1990, casi siempre lo han hecho mediante cautas suposiciones y no a través de afirmaciones temerarias. Según parece, hubo un cambio de actitud en los medios y la hipérbole optimista pasó de moda. En todo caso, la mayoría de los autores se dejó influir por los temores imperantes respecto a la sobrevaloración del mercado y la manía especulativa. De hecho, una gran cantidad de noticias e informes difundidos por los medios entre mediados y fines de la década de 1990 se concentró en la así llamada "locura de los inversores". En abril de 1996 *Fortune* publicó los resultados de las entrevistas realizadas por un grupo de periodistas que interceptaban a los transeúntes al azar y les pedían consejo sobre la mejor manera de invertir. Consultaron a un policía, un empleado de Starbucks, un carpintero que estaba fijando un cartel publicitario y un individuo que se encargaba de controlar los documentos de identidad en un gimnasio; todos recomendaron invertir en el mercado de valores. Los periodistas no pudieron encontrar un limpiazapatos pero, por lo demás, esta experiencia es un fiel reflejo de lo que le ocurrió a Bernard Baruch antes del *crash* de 1929. Baruch interpretó los consejos financieros de un limpiazapatos como una señal de sobrevaloración del mercado.³³ Por otra parte, abundaban los artículos de esta clase: "Gamblers High: Is This a Market Where Yesterday's Yardsticks Don't Apply?" [Las apuestas son cada vez más altas: ¿acaso los criterios de ayer ya no sirven hoy?], "It's Tulip Time on Wall Street?" [¿La hora de los tulipanes ha llegado a Wall Street?] o "Say Goodbye to the Last Bear" [Adiós al último escéptico]. La posibilidad de que el auge del mercado de valores no fuese más que una burbuja especulativa invadió las mentes de los lectores en la década de 1990.

El final de las nuevas eras

A pesar de que la expresión *burbuja especulativa* sugiere que podría producirse un estallido drástico –en otras palabras, un *crash* bursátil–, las burbujas especulativas y la teoría de la nueva era que siempre las acompaña no suelen concluir con un *crash* repentino y definitivo. Si lo pensamos un poco veremos que no es sorprendente que así sea, dado que los precios de las acciones se definen en las mentes de los millones de inversores que las compran y venden, y es improbable

que tanta cantidad de gente experimente un cambio simultáneo, súbito y definitivo en su manera de pensar.

El público de hoy recuerda el *crash* de 1929 como si hubiese ocurrido uno o dos días atrás. Sin embargo, después del *crash*, el mercado recuperó a comienzos de 1930 casi todo el terreno que había perdido. Lo más significativo de 1929 no fueron las estrepitosas caídas en un solo día ocurridas en el mes de octubre, sino el hecho de que ese año marcó el principio del fin: el comienzo del trienio que revirtió gran parte de las ganancias obtenidas durante la década de 1920. Y lo mismo puede decirse de otros *crashes*. Los acontecimientos de un solo día no son descollantes, salvo como símbolos del malestar de los mercados.

En el capítulo I advertimos que la elevada valoración del mercado en 1901 no fue seguida por una declinación inmediata ni drástica de las cotizaciones. Los precios dejaron de subir poco a poco y, luego de un período de veinte años, el mercado había perdido la mayor parte de su valor real de 1901. Como el cambio tardó tanto tiempo en consumarse, su carácter fue más bien generacional y por lo tanto es difícil encontrar comentarios o noticias al respecto en los medios de difusión.

Si observamos el período 1920-1921 –cuando el mercado de valores real estaba en su nivel más bajo desde 1901–, veremos que los debates se centraban en lo que había ido mal; las tentadoras descripciones de prosperidad futura que tanto abundaban en 1901 no se leían ya en ninguna parte. El factor más importante en la mayoría de las noticias del período fue la recesión de 1920-1921, que resultó inusualmente severa. La cobertura periodística se centró en las pérdidas recientes y las fortunas que se habían esfumado. Donde antes había una "comunidad de intereses" que mantenía altas las cotizaciones, había ahora un incesante debate sobre la hostilidad de los agricultores y los transportistas hacia los ferrocarriles y sobre los clientes que exigían rebajas en las tasas. Se llegó a la conclusión de que la cancelación de los contratos del gobierno tras la Segunda Guerra Mundial había revelado la debilidad de los negocios existentes. Las sofocantes condiciones políticas de la posguerra en el extranjero también fueron un factor negativo para la economía de los Estados Unidos. Por otra parte, se creía que algunos individuos "sin conciencia" –como los vendedores al descubierto y los bajistas a ultranza– ejercían una influencia negativa sobre el mercado, y lo

mismo ocurría con los efectos de las pérdidas de las ventas por impuestos sobre el impuesto a beneficios.

Existen pruebas de que, en 1921, los inversores ya no se dejaban influir por las afirmaciones exageradas ni los proyectos inflados. En un artículo publicado ese mismo año en el *Saturday Evening Post*, Albert Atwood sostenía que las cotizaciones altamente especulativas eran cosa del pasado y citaba las palabras de un corredor de Bolsa, quien había dicho que "las alzas de los años recientes no han sido tan extremas ni fantásticas como las del auge de 1900 y 1901".

Los medios también se ocupaban de los misteriosos cambios de la psicología del mercado, que en ese período se había tornado inexplicablemente negativa. Atwood cita los dichos de un banquero en el año 1921: "Todo el mundo se unió para bajar las cotizaciones, y cuando el mundo entero se convence de algo, cuando todos y cada uno piensan lo mismo y se decide que los precios deben bajar, no hay manera de contrarrestar el movimiento descendente".³⁴

En 1929, el fin de la teoría de la nueva era fue mucho más drástico y estuvo vinculado a la Gran Depresión que siguió. En 1932 era claro que los Estados Unidos habían caído en la depresión más profunda de su historia y había evidencia *prima facie* de que la nueva era había terminado. Los optimistas que habían anunciado un futuro brillante para la economía fueron acallados por los hechos: lo que ocurría era tan distinto de lo que habían pronosticado que, según parece, ni siquiera se podía explicar realizando ciertos ajustes de último momento en las teorías. Los economistas expresaban una extrema incertidumbre en cuanto al futuro, y los observadores del comportamiento de los consumidores afirmaban que la inseguridad había estancado la demanda.³⁵

La depresión de la década de 1930 fue un período de gran preocupación por el posible fracaso de nuestro sistema económico. Oscar Lange, un profesor de Economía de la Universidad de Chicago, escribió en la *American Economic Review* en 1939 que "casi todos opinan que la economía norteamericana ha perdido su ímpetu expansivo y llegado a una etapa de estancamiento más o menos permanente".³⁶

El supuesto fracaso del capitalismo dio cabida al apogeo del comunismo en los Estados Unidos. Para muchos, el comunismo parecía formar parte de la ola del futuro y ser, incluso, inevitable. Muchos de los mejores escritores de la época manifestaron su abierta simpatía por esa corriente política en la década de 1930, entre ellos Ken-

neth Burke, Erskine Caldwell, Robert Cantwell, Jack Conroy, Edward Dahlberg, John Dos Passos, James Farrell, Langston Hughes y William Saroyan.³⁷

Las huellas de esta pérdida de esperanza en la economía capitalista también se pueden apreciar en la aparición de algunos movimientos políticos radicales en el extranjero. El ascenso del nazismo en Alemania es, en sí mismo, un síntoma revelador de la desesperación extrema que afectó a muchas personas después de 1929. El cambio ocurrido en el esquema mental del pueblo alemán en tan pocos años parece asombroso, y es un buen recordatorio de lo fácilmente que puede cambiar la manera de pensar de cualquier pueblo.

En 1965, el final de la teoría de la nueva era estuvo vinculado con los altos índices de inflación. El postulado de la administración Kennedy –reducir el desempleo a través de una política económica agresiva– resultó falso; de hecho, ingresamos en un período de "estanflación": caracterizado por elevados índices de desempleo e inflación alta. En 1974, Arthur Okun –quien había sido miembro del Consejo de Asesores Económicos durante la presidencia de Kennedy, y más tarde su presidente– calificó al intento de una política económica agresiva como "uno de los más grandes fracasos del análisis económico en los tiempos modernos". La inflación fue considerada un importante freno a las perspectivas económicas. Dijo Arthur Burns, presidente de la Junta Directiva de la Reserva Federal: "Que yo sepa, ningún país ha podido mantener una amplia y prolongada prosperidad económica una vez que la inflación se le escapó de las manos".³⁸ Si bien los análisis económicos no respaldaban este tipo de aseveraciones, la opinión pública consideraba que respondían a la verdad.³⁹

A comienzos de la década de 1980 predominaba la sensación de que los Estados Unidos estaban perdiendo su preeminencia económica ante Japón. En un artículo de *USA Today* titulado "How Japan Is Taking Over Our Markets" [Cómo se apodera Japón de nuestros mercados], se citan las palabras de un experto: "El único problema es que, históricamente, ninguna industria específica –ni los automóviles, ni el acero, ni los cojinetes de bolas, ni los televisores ni las motocicletas– ha podido resistir la furiosa acometida de los japoneses". Por entonces Japón era casi el líder de las tecnologías avanzadas, un campo en el que nuestros triunfos pasados habían sustentado nuestras autoestima e identidad nacionales.

Según parece, los finales de las nuevas eras son períodos en los que las directrices del debate nacional no pueden ser optimistas. No obstante, incluso en estas etapas, cualquier personaje mediático podría pensar que augurar un futuro brillante para la economía nacional es un buen negocio. Pero no es factible. Lo que se puede hacer en estos períodos es explicar que la economía debe recuperarse, como lo ha hecho siempre, y que el mercado se encuentra depreciado y tarde o temprano volverá a subir. Pero los analistas que expresan este punto de vista no logran captar la atención del público, aunque sí la captan cuando se produce un alza importante en el mercado o un auge económico. En suma, hay momentos en que el público es receptivo a los mensajes optimistas, y otros momentos en que no lo es.

VI NUEVAS ERAS Y NUEVAS BURBUJAS

En muchos países del mundo se han producido grandes movimientos en el mercado de valores similares a los analizados en el capítulo anterior, lo cual siempre permite sacar nuevas e interesantes conclusiones. La repetición del fenómeno indicaría que las burbujas especulativas —periodos de entusiasmo inversor exagerado pero transitorio, a menudo asociados a teorías de una “nueva era”— son en realidad algo común.

En este capítulo estudiaremos los grandes movimientos recientes ocurridos en los mercados de valores de todo el mundo. En algunos casos me basaré en las noticias difundidas por los medios. Por supuesto que las noticias no siempre son una fuente fiable, pero tampoco puedo atribuirme una investigación exhaustiva de ninguno de los casos. Todos ellos ilustran la importancia que tienen y han tenido en esos países algunos factores que —como vimos en capítulos anteriores— también determinan los movimientos del mercado en los Estados Unidos. También intento demostrar que los movimientos de precios que marcaron un récord en esos países tiendieron a revertirse poco después, tal como cabría esperar si la ocurrencia de burbujas especulativas no fuera extraordinaria.

Recientes eventos en mercados de valores

En el cuadro 6.1 se muestran las veinticinco mayores alzas recientes (hasta 1999) en el índice real de cotizaciones, ocurridas durante un período anual, en treinta y seis países, y el cuadro 6.2 muestra las veinticinco mayores bajas recientes en los mismos países. En el cuadro 6.3 aparecen las mayores alzas recientes quinquenales en el índice real de cotizaciones, y el cuadro 6.4 indica las veinticinco mayores bajas. Todas los cuadros están basados en datos mensuales,

**CUADRO 6.1. MAYORES ALZAS ANUALES RECENTES
EN EL ÍNDICE REAL DE COTIZACIONES**

País	Porcentaje de aumento	Período anual	Cambio en el precio durante el período anual subsiguiente (por ciento)
1. Filipinas	683,4	dic/1985 - dic/1986	28,4
2. Taiwán	400,1	oct/1986 - oct/1987	65,7
3. Venezuela	384,6	en/1990 - en/1991	33,1
4. Perú	360,9	ag/1992 - ag/1993	15,8
5. Colombia	271,3	en/1991 - en/1992	-19,9
6. Jamaica	224,5	abr/1992 - abr/1993	-59,2
7. Chile	199,8	en/1979 - en/1980	38,9
8. Italia	166,4	may/1985 - may/1986	-15,7
9. Jamaica	163,4	ag/1985 - ag/1986	8,7
10. Tailandia	161,9	oct/1986 - oct/1987	-2,6
11. India	155,5	abr/1991 - abr/1992	-50,3
12. Italia	147,3	abr/1980 - abr/1981	-32,1
13. Austria	145,4	feb/1989 - feb/1990	-19,8
14. Finlandia	128,3	set/1992 - set/1993	46,3
15. Dinamarca	122,9	abr/1971 - abr/1972	-12,4
16. España	119,8	dic/1985 - dic/1986	4,2
17. Luxemburgo	113,4	dic/1992 - dic/1993	-10,8
18. Suecia	111,5	ag/1982 - ag/1983	-9,6
19. Portugal	103,8	abr/1997 - abr/1998	-34,1
20. Luxemburgo	103,6	en/1985 - en/1986	2,6
21. Hong Kong	101	en/1993 - en/1994	-38,5
22. Hong Kong	99,1	feb/1975 - feb/1976	-3,4
23. Corea	98,8	feb/1975 - feb/1976	31,9
24. Hong Kong	98,6	nov/1979 - nov/1980	-22,4
25. Suecia	96,6	ag/1977 - ag/1978	-50,8

**CUADRO 6.2. MAYORES BAJAS ANUALES RECENTES
EN EL ÍNDICE REAL DE COTIZACIONES**

País	Porcentaje de baja	Período anual	Cambio en el precio durante el período anual subsiguiente (por ciento)
1. Taiwán	-74,9	oct/1989 - oct/1990	85,1
2. Jamaica	-73,8	en/1993 - en/1994	69,6
3. Suecia	-63,6	ag/1976 - ag/1977	96,6
4. Reino Unido	-63,3	nov/1973 - nov/1974	72,7
5. Tailandia	-62,8	ag/1997 - ag/1998	71,9
6. Sudáfrica	-62,1	jul/1985 - jul/1986	48,9
7. Filipinas	-61,9	oct/1973 - oct/1974	-14,1
8. Corea	-61,9	jun/1997 - jun/1998	167
9. Pakistán	-59,5	oct/1990 - oct/1991	9
10. India	-58,4	nov/1963 - nov/1964	-18,8
11. Dinamarca	-56	jul/1969 - jul/1970	-15,3
12. Hong Kong	-55,5	ag/1997 - ag/1998	90
13. Hong Kong	-55,1	dic/1981 - dic/1982	7,7
14. Noruega	-54,2	may/1967 - may/1968	39,9
15. España	-54,1	oct/1976 - oct/1977	-15,6
16. Noruega	-53,6	en/1974 - en/1975	-2,1
17. Australia	-53	oct/1973 - oct/1974	33,6
18. Francia	-49	set/1973 - set/1974	25,3
19. Indonesia	-48,1	mar/1997 - mar/1998	-45,1
20. Canadá	-47,9	jun/1981 - jun/1982	69,4
21. Finlandia	-47,5	feb/1990 - feb/1991	6,3
22. Colombia	-47,1	en/1980 - en/1981	74,2
23. Italia	-46,1	abr/1974 - abr/1975	-31,3
24. Noruega	-46,1	dic/1989 - dic/1990	68,6
25. Dinamarca	-45,8	set/1973 - set/1974	14,7

a partir de distintas fechas según los países; no obstante, en más de la mitad de los treinta y seis países estudiados, la información obtenida comienza en o antes de 1960.¹

Queda claro que, de acuerdo a los estándares mundiales, los grandes movimientos en los precios de las acciones son algo común. Muchos de estos movimientos han sido más grandes, en términos de porcentajes, que los que experimentamos en los Estados Unidos en los últimos años. En los cuadros ni siquiera aparecen ejemplos de los Estados Unidos. (Deberíamos tener presente que el mercado norteamericano

es el más grande del mundo, y que hay algunos fracasos en términos de porcentajes. Por ejemplo, la subida real del 184,8% en el mercado de valores de los Estados Unidos, ocurrida desde abril de 1994 hasta abril de 1999, estuvo al borde de ingresar en la lista de mayores alzas quinquenales en los precios. Además, el mercado de valores norteamericano cayó el 44,1% en términos reales entre octubre de 1973 y octubre de 1974, por lo que casi pudo haber entrado en la lista de mayores bajas anuales. Y el alza real del 113,9% desde junio de 1932 hasta junio de 1933 podría haber ingresado en la lista de grandes alzas anua-

**CUADRO 6.3. MAYORES ALZAS QUINQUENALES RECIENTES
EN EL ÍNDICE REAL DE COTIZACIONES**

País	Porcentaje de aumento	Período quinquenal	Cambio en el precio durante el quinquenio subsiguiente (por ciento)
1. Filipinas	1.253,2	nov/1984 - nov/1989	43,5
2. Perú	743,1	set/1991 - set/1996	inaccesible
3. Chile	689,7	mar/1985 - mar/1990	104,2
4. Jamaica	573,9	dic/1980 - dic/1985	38,7
5. Corea	518,3	mar/1984 - mar/1989	-36,6
6. México	501,7	en/1989 - en/1994	-50,9
7. Taiwán	468,1	may/1986 - may/1991	-12,7
8. Tailandia	430,7	may/1986 - may/1991	17
9. Colombia	390,7	abr/1989 - abr/1994	-52
10. España	381,9	oct/1982 - oct/1987	-33,7
11. India	346,1	abr/1987 - abr/1992	58,4
12. Finlandia	336,3	set/1992 - set/1997	inaccesible
13. Austria	331,3	en/1985 - en/1990	-39,7
14. Portugal	329,1	abr/1993 - abr/1998	inaccesible
15. Finlandia	291	set/1982 - set/1987	-55,5
16. Jamaica	280,2	jul/1984 - jul/1989	10,9
17. Japón	275,6	ag/1982 - ag/1987	-48,5
18. Francia	262,6	mar/1982 - mar/1987	10,2
19. Finlandia	262,5	feb/1968 - feb/1973	-68,2
20. Hong Kong	261,6	en/1975 - en/1980	-17,2
21. Holanda	256,6	jul/1993 - jul/1998	inaccesible
22. Noruega	253,1	set/1982 - set/1987	-18,9
23. Noruega	248,4	oct/1992 - oct/1997	inaccesible
24. Suecia	247,1	ag/1982 - ag/1987	-36,9
25. Hong Kong	230,9	oct/1982 - oct/1987	-14,6

**CUADRO 6.4. MAYORES BAJAS QUINQUENALES RECIENTES
EN EL ÍNDICE REAL DE COTIZACIONES**

País	Porcentaje de baja	Período quinquenal	Cambio en el precio durante el quinquenio subsiguiente (por ciento)
1. España	-86,6	dic/1974 - dic/1979	0,1
2. Jamaica	-85,5	jul/1973 - jul/1978	185,2
3. Venezuela	-84,9	may/1977 - may/1982	138,9
4. Tailandia	-84	en/1994 - en/1999	inaccesible
5. Filipinas	-83,1	feb/1980 - feb/1985	1.000
6. Italia	-80,7	jun/1973 - jun/1978	72,6
7. Paquistán	-78,3	feb/1994 - feb/1999	inaccesible
8. Noruega	-77,1	jul/1973 - jul/1978	74,1
9. Jamaica	-76,9	en/1993 - en/1998	inaccesible
10. Filipinas	-76,6	set/1969 - set/1974	-40,7
11. India	-74,6	ag/1962 - ag/1967	0,7
12. Reino Unido	-73,5	dic/1969 - dic/1974	81,5
13. Sudáfrica	-73,4	abr/1981 - abr/1986	16,6
14. Colombia	-73,3	jul/1971 - jul/1976	-24,8
15. Colombia	-72,7	jul/1979 - jul/1984	36,9
16. Chile	-72,6	jun/1980 - jun/1985	587,9
17. Filipinas	-72,2	abr/1976 - abr/1981	24,4
18. Finlandia	-71,3	oct/1973 - oct/1978	99
19. Corea	-68,3	jun/1993 - jun/1998	inaccesible
20. Portugal	-67,9	en/1988 - en/1993	222,6
21. Jamaica	-64,2	nov/1969 - nov/1974	-68,9
22. Corea	-63,6	ag/1978 - ag/1983	375
23. Italia	-62,6	en/1970 - en/1975	-46,1
24. Francia	-62,5	en/1973 - en/1978	5,7
25. Italia	-62,3	set/1960 - set/1965	-0,5

les, salvo que este período –que abarca desde las profundidades de la Gran Depresión hasta los albores de la recuperación– ocurrió mucho antes que los períodos estudiados en los cuadros.)

En todos los cuadros la columna de la extrema derecha también indica, cuando es posible, lo que ocurrió durante los doce meses o los cinco años posteriores a cada uno de los períodos de grandes cambios en las cotizaciones.² Como podemos ver, hay una considerable diferencia entre los países en cuanto a si el mercado continuó en la misma dirección en el período subsiguiente o bien revirtió

su curso. Al final de este capítulo analizaremos las secuelas de los grandes cambios en las cotizaciones incluidos en estos cuadros.

Noticias vinculadas a los mayores cambios en las cotizaciones

Es más fácil encontrar noticias vinculadas a los cambios anuales que a las modificaciones quinquenales en los precios. Cinco años es un período lo bastante prolongado como para que la opinión pública

—que además suele considerarlos tendencias subyacentes antes que acontecimientos sobresalientes— olvide los factores básicos que producen el alza o la baja de los mercados de valores. Afortunadamente para nuestros propósitos, catorce de los veinticinco quinquenios de alzas reales en los precios incluidos en el cuadro 6.3 contienen períodos anuales incluidos en el cuadro 6.1, y once de los veinticinco quinquenios de bajas reales en las cotizaciones incluidos en el cuadro 6.4 contienen períodos anuales incluidos en el cuadro 6.2.

Algunas subidas anuales parecen estar basadas en buenas razones para un cambio racional en los precios. Es el caso de los cambios anuales de mayor envergadura: solo se producen cuando ocurre algo verdaderamente excepcional. Pero, incluso en estos casos, el mercado suele reaccionar de manera exagerada ante los acontecimientos.

La mayor subida anual del mercado de valores ocurrió en Filipinas entre diciembre de 1985 y diciembre de 1986 y alcanzó el 683,4%. El mayor cambio real quinquenal en los precios —del 1.253%— también ocurrió en ese país. El quinquenio mencionado —desde noviembre de 1984 hasta noviembre de 1989— contenía el período anual récord.

Durante los doce meses transcurridos entre diciembre de 1985 y diciembre de 1986 cayó el régimen de Ferdinand Marcos. Cuando Marcos huyó del país, Corazón Aquino se hizo cargo del gobierno. Una rebelión comunista amenazó convertir a Filipinas en otro Vietnam durante el período inmediatamente anterior a la subida de las cotizaciones. El gobierno de Marcos había asesinado al esposo de Corazón Aquino. Había constantes manifestaciones en las calles. En líneas generales, fue una época de gran incertidumbre respecto al futuro. Cuando el nuevo gobierno llegó al poder, el país renovó sus esperanzas: parecía haber comenzado una “nueva era”. Además, como indican los cuadros, los cambios en las cotizaciones no se revirtieron durante los períodos anuales ni el quinquenio subsiguiente.

Se podría sospechar que los valores excesivamente bajos del mercado filipino en diciembre de 1985 —al comienzo del período anual récord— fueron resultado de una suerte de burbuja negativa. Por cierto —como se puede apreciar en el cuadro 6.4—, tres de las veinte mayores bajas quinqueniales en los precios hasta 1985 ocurrieron en Filipinas. Antes de entrar en alza, el mercado de valores filipino ostentaba un récord desalentador. Las noticias difundidas por los diarios en —y antes de— 1985 expresaban perplejidad ante las inusualmente

bajas relaciones precio-beneficios, casi siempre cercanas a 4. Desde esta perspectiva, la mayor alza de las acciones según nuestros cuadros no fue más que el movimiento invertido —es decir, ascendente— de una serie de bajas.

La segunda mayor alza anual (de octubre de 1986 a octubre de 1987) y la mayor baja anual (de octubre de 1989 a octubre de 1990) ocurrieron en Taiwán. Allí también se produjeron la séptima mayor alza quinquenal (de mayo de 1986 a mayo de 1991) y la vigésimo séptima mayor baja quinquenal (de octubre de 1988 a octubre de 1993).

Durante el año de mayor aumento especulativo en Taiwán —de octubre de 1986 a octubre de 1987— el optimismo reinante fue justificado por varias e impactantes razones del orden de la “nueva era”. El auge de las exportaciones había impulsado las tasas de crecimiento económico a la escala de los dos dígitos, y casi todos pronosticaban que con semejante trayectoria ascendente la economía taiwanesa pronto comenzaría a producir tecnología de avanzada (por ejemplo, *chips* de computadora). La reciente abundancia se dejaba ver en todas partes: costosos automóviles importados recorrían las calles de Taipei mientras los hombres de negocios bebían botellas de vino de 100 dólares en los nuevos restaurantes de moda. Aun así, el promedio de ahorro era muy alto y el país invertía mucho dinero en su futuro.

En el otoño de 1987, tras una serie de manifestaciones populares contra el gobierno, se levantó la ley marcial —en vigencia desde 1949— y se autorizó por primera vez la fundación de partidos opositores. En septiembre del mismo año el gobierno hizo dos anuncios históricos: autorizó a los inversores extranjeros a establecer empresas en el país y dio permiso a los ciudadanos taiwaneses para visitar a sus parientes continentales por primera vez desde 1949.

Aunque contaban con buenas razones para anunciar el alba de una “nueva era” en la economía taiwanesa, en el período 1986-1987 numerosos observadores pensaban que había un tufllo de exceso especulativo en el mercado de valores de ese país. El volumen de las operaciones alcanzó las nubes —aumentó siete veces entre enero y septiembre de 1987— y logró superar el volumen del conjunto de mercados asiáticos, excepto Japón.³ Las relaciones precio-beneficios llegaron a los 45 puntos, cuando al comenzar el año rayaban los 16.

Taiwán se hallaba dominado por una fiebre de apuestas que iba más allá del mercado de valores. Un juego ilegal llamado Ta Chia Le [Alegria para todos], desconocido hasta 1986, se convirtió en una

obsesión nacional. Era tan popular que “los días en que se anuncia[ba]n los números ganadores, los campesinos descuida[ba]n sus campos y los obreros no se presenta[ba]n en las fábricas”.⁴

Un alumno mío en Yale procedente de Taiwán me confesó más tarde que durante su adolescencia, cuando todavía vivía en Taiwán en 1987, su madre lo obligaba a ir a la Bolsa y observar las operaciones para luego informarle si estaba a punto de suceder algo importante. Según me dijo, fue en estas misiones de vigilancia cuando se convenció de la flagrante locura de la situación especulativa.

El aumento del mercado de valores de Taiwán revirtió de inmediato: durante el año siguiente al año de más rápidas alzas en los precios se produjo un nuevo aumento. Pero un año después se observó una baja del 74,9%. Cabe señalar que esa fue, además, la mayor baja anual de nuestra lista.

La tercera mayor alza anual en los precios, del 384,6%, ocurrió en Venezuela entre enero de 1990 y enero de 1991. Fue inmediatamente posterior a una severa caída de la economía, que había producido una tasa de crecimiento económico del -8%, una tasa de desempleo del 10% y una inflación del 85% en el año 1989.⁵ Despues, la ocupación iraquí de Kuwait (de agosto de 1990 a febrero de 1991) resultó en la interrupción de la cadena de abastecimiento de petróleo proveniente del Golfo Pérsico, el rápido aumento del precio del crudo a escala internacional y la creciente demanda de petróleo venezolano. Todo ello dio origen a una inesperada etapa de prosperidad en Venezuela. La experiencia de Kuwait convenció a los inversores de la importancia de contar con Venezuela como abastecedor alternativo de petróleo, dada la inestable situación del Golfo Pérsico. Pero esta es una explicación racional poco probable del alza del mercado de valores venezolano, dado que la posibilidad de que se interrumpiese la cadena de abastecimiento de petróleo procedente del Golfo Pérsico ya se conocía antes de la invasión a Kuwait. El presidente Carlos Andrés Pérez advirtió que “Venezuela está viviendo en una economía artificial” respaldada exclusivamente por el aumento del precio del petróleo. No obstante, el mercado de valores llegó a las nubes.⁶ El aumento de los precios no se revirtió al año siguiente, pero en enero de 1993 los precios de los títulos venezolanos habían perdido el 60,3% de su valor respecto de enero de 1991, y en enero de 1999 habían perdido el 82% de ese valor.

La cuarta mayor alza anual de los precios, del 360,9%, ocurrió en Perú desde agosto de 1992 hasta agosto de 1993. La subida se produjo después del gran desplome del mercado de valores en abril de 1992, cuando Alberto Fujimori se adjudicó poderes dictatoriales, disolvió el Congreso y dejó sin vigencia la Constitución en medio de una prolongada guerra civil con el grupo guerrillero Sendero Luminoso. Los líderes sediciosos fueron capturados en septiembre de 1992 y la democracia fue restaurada en Perú en abril de 1993, tras catorce años de violencia que costaron 27.000 vidas humanas. En 1990 la inflación había llegado al 7.000% y el crecimiento económico era negativo, pero en 1993 se pudo controlar la inflación y el crecimiento económico fue positivo. Esto produjo una maravillosa sensación de “nueva era”, pero la cuadruplicación de los precios de las acciones en el transcurso del año hizo que muchos se preguntaran si el aumento no era excesivo. El mercado subió un poco más al año siguiente y luego perdió algo de su valor. En enero de 1999 el nivel real del mercado era más bajo, pero solo el 8%. De todos los ejemplos aquí mencionados, el alza del mercado de valores peruano es la que menos se parece a una burbuja especulativa; por el contrario, parece haber sido producto de acontecimientos positivos y fundamentales.

El aumento del mercado de valores que ocurrió en la India desde abril de 1991 hasta abril de 1992 –undécimo en la lista del cuadro 6.1– se inició cuando el asesinato de Rajiv Gandhi puso fin, en mayo de 1991, a treinta y ocho años de dinastía Nehru. El sucesor de Gandhi designó ministro de Economía a Manmohan Singh –ex profesor de la Facultad de Economía de Nueva Delhi– y el nuevo gobierno anunció un plan de desregulación que fue considerado un alejamiento sustancial del socialismo. Se abrieron las puertas a las inversiones extranjeras. Singh presentó un plan presupuestario que eximía a los activos financieros del cálculo del impuesto a la riqueza. En épocas anteriores, los directivos habían tratado de mantener lo más bajo posible el precio de las acciones de sus compañías para evitar las cargas impositivas; ahora tomaban medidas para impulsar el alza de los precios. El plan presupuestario también redujo las regulaciones que pesaban sobre la fijación de los precios y las fechas de emisión de nuevas acciones. Estas reformas eran razones de peso para producir el alza del mercado de valores, pero la subida real se consideró excesiva y las autoridades advirtieron a la nación sobre la posibilidad de un exce-

so especulativo. En esta época también hubo grandes intentos de manipular el precio de las acciones. Las maquinaciones de Harshad "Big Bull" Mehta –un corredor de Bolsa de Mumbai– desataron un escándalo nacional en 1992, una vez alcanzado el pico del mercado. De él se dijo que había creado un "efecto vórtice" en las acciones particulares a través de una audaz estrategia: primero las compraba en el mercado, luego las vendía a muy bajo precio a instituciones de su confianza, y finalmente volvía a comprarlas en el menguado conjunto de acciones en venta, haciendo de ese modo subir los precios.⁷ El aumento de 1992 en las cotizaciones ha sido bautizado "el pico Mehta". Y fue un pico, dado que el mercado cayó el 50,3% en el transcurso del año siguiente.

En los casos que acabamos de mencionar siempre hubo algún acontecimiento –o una serie de acontecimientos– exógeno al mercado que indicó el comienzo de una auténtica nueva era. Aun cuando se haya *creído* que el mercado reaccionó exageradamente al evento, es difícil demostrar que fue así. En el caso de algunas de las otras grandes alzas de las cotizaciones, no hay explicaciones razonables para la magnitud del cambio; por eso, las interpretaciones de los medios se basan en reinterpretaciones de procesos a largo plazo o bien en la psicología del mercado.

Por ejemplo, durante el auge del mercado de valores italiano de mayo de 1985 a mayo de 1986 –cuando subió el 166,4% en términos reales–, se advirtió que el crecimiento económico era sólido, que la inflación permanecía baja y que el gobierno del primer ministro Bettino Craxi era estable y aprobado por la mayoría de la población. Pero nada de esto era una novedad. Por aquel entonces, un periódico italiano publicó la opinión de un analista de mercado: "No hay manera de explicarlo. [...] Todos se han vuelto locos, literalmente. Es un caso de locura colectiva, total. Es inútil tratar de entender, impedir o guiar".⁸ Dijo el *Financial Times* de Londres: "Una fiebre está consumiendo a Italia: centenares de pequeños inversores primerizos gastan su dinero en el mercado de valores con tanta prodigalidad como si compraran billetes de lotería".⁹ El nivel real del mercado italiano cayó el 15,7% al año siguiente, y en septiembre de 1992 había perdido el 68% de su valor real de mayo de 1986.

Casi en la misma época, en Francia la "historia de amor entre los inversores y el mercado" sorprendió a los observadores por su intensidad y su falta de buenas razones.¹⁰ El mercado de valores francés

integra nuestra lista debido a ello, dado que aumentó el 282,6% en términos reales entre marzo de 1982 y marzo de 1987. La idea de una "nueva era" imperante en el momento –según la cual François Mitterrand había logrado apartar al gobierno francés de su atávica rigidez socialista– parecía inadecuada para explicar el alza del mercado. Según los observadores, si es que había una nueva era, solo se manifestaba en términos de psicología del mercado, dado que los inversores franceses abrazaban los mercados libres con renovado ardor. Este período de entusiasmo fue seguido por el *crash* mundial del año 1987 que también hizo retroceder el mercado francés, y que no obstante se las ingenió para ganar otro 10,2% durante el quinquenio siguiente, desde marzo de 1987 hasta marzo de 1992. El mercado francés continuó en alza a partir de entonces, y entre 1992 y el comienzo¹⁰ del nuevo milenio obtuvo un aumento real en el precio de los títulos casi tan espectacular, y desconcertante, como el del mercado de valores de los Estados Unidos.¹¹

El fin de las nuevas eras y las crisis financieras

Las secuelas de las extraordinarias alzas en las cotizaciones descritas en el pasaje anterior fueron diversas. Si bien los aumentos fueron a menudo seguidos por drásticos desplomes, este no siempre fue el caso. ¿Podría decirse que las alzas del mercado de valores esconden la semilla de su propia destrucción? ¿O tal vez su interrupción se debe a otras razones?

Los finales de las grandes alzas de los mercados parecen tener origen en acontecimientos concretos que no están vinculados con ninguna clase de exuberancia irracional en ese ámbito. Los más notables son las crisis financieras, como las bancarias o las crisis de tipos de cambio. Lo más común es que los analistas y teóricos se concentren en estos eventos, ya que sus causas resultan más precisas y definidas que las de las crisis de los mercados de valores. De acuerdo a este tipo de análisis, los finales de las "nuevas eras" tienen un origen estrecho de carácter técnico, y no de orden psicológico o social.

Según el cuadro 6.3, la crisis mexicana de 1994 habría sido el resultado de la sexta mayor alza quinquenal en los precios. Su análisis es muy complejo. Los analistas señalan una estampida de los inver-

sores hacia el peso, seguida por el rechazo a aceptar el *tesobono*, un bono a corto plazo emitido por el gobierno mexicano cuyo valor era equivalente al del dólar. El público inversor sabía que el gobierno de México no tendría suficientes reservas en dólares para respaldar el tipo de cambio si muchas personas decidían vender sus pesos. Aunque este convencimiento no habría bastado por sí solo para provocar la devaluación de la moneda nacional, combinado con la casi certeza de que la devaluación del peso era inminente, efectivamente la produjo. Por supuesto que la devaluación del peso no es, en sí misma, algo malo; de hecho, podría haber sido la inyección de energía que tanto necesitaba la economía mexicana. Pero lo cierto es que los inversores desconfiaban y decidieron no reinvertir en el *tesobono*. Como el gobierno mexicano no pudo vender nueva deuda, tampoco pudo pagar sus antiguas obligaciones llegado el momento. Afortunadamente fue ayudado por un préstamo internacional que le permitió pagar sus obligaciones y solucionar la crisis económica.

Sin embargo, cabe señalar –a pesar de que el origen del problema estuvo relacionado con el peso, la brevedad de la crisis económica mexicana, y los préstamos internacionales que permitieron resolver la cuestión– que hacia mediados de 1999 el mercado de valores de México todavía se encontraba el 50% por debajo de su máximo de 1994. Este período fue testigo de un cambio fundamental en la actitud del público hacia el mercado mexicano. Antes de la crisis de 1994 –durante el gobierno de Salinas y con la firma del Acuerdo de Libre Comercio en América del Norte (ALCA) y la admisión de México en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico– parece haber habido una exagerada sensación de invulnerabilidad y futuro azaroso para el país –típica de las teorías de la “nueva era”– que se evaporó después de la crisis.

La crisis financiera del sureste asiático, ocurrida en el bienio 1997-1998, fue mucho más que una simple crisis de mercado. Abarcó sendas crisis en la banca y los tipos de cambio, que nuevamente tendieron a atraer la atención de los especialistas. Pero, como puede apreciarse en el cuadro 6.3, la crisis del sureste asiático fue precedida por una importante cantidad de grandes alzas quinquenales en los precios, que casi siempre ocurrieron antes de las crisis de la banca y de los tipos de cambio. Japón había tenido un alza quinquenal del 275,6% en las cotizaciones reales desde agosto de 1982

hasta agosto de 1987; Hong Kong, un alza del 230,9% entre octubre de 1982 y octubre de 1987; Corea, una subida del 518,3% desde marzo de 1984 hasta marzo de 1989; Taiwán, un alza del 468,1% entre mayo de 1986 y mayo de 1991, y en Tailandia se había producido un aumento del 430,7% en las cotizaciones durante esa misma etapa. La mayoría de estas alzas tuvieron lugar entre los años 1982 y 1987, cuando el mundo se recuperó de la Gran Recesión de 1981. En todos los países mencionados el mercado de valores se hallaba por debajo de su pico de diciembre de 1996, antes de que se presentaran los primeros indicios de la crisis financiera que afectó la región. Según parece, el estallido de una burbuja especulativa precedió a la crisis y fue parte integral del entorno que la produjo. No obstante, cuando la crisis se instaló, las noticias del mercado de valores y todas aquellas relacionadas con la confianza pública quedaron en segundo plano, ya que la atención de los medios se concentró en las modificaciones de los tipos de cambio, la súbita retirada de los inversores extranjeros, los problemas bancarios, la inflación y las dificultades laborales.

Las noticias difundidas durante estas crisis financieras ilustran los complejos factores que captan la atención de los analistas económicos y financieros. Cada una de ellas podría ser “la” explicación y/o justificación técnica de los acontecimientos. Los debates pueden enfocarse en estos factores y distraer la atención de los grandes cambios que se producen en la opinión pública, y que precisamente se reflejan en los precios especulativos. Por lo tanto, casi siempre se pierde el rastro de dos eslabones subterráneos: la reacción exagerada de los inversores ante las noticias difundidas por los medios, y la re alimentación de los aumentos de los precios que produce nuevas alzas posteriores.

Todo lo que subió (bajó), casi siempre bajó (subió)

Es imposible *probar* que hubo algunos excesos especulativos detrás de la mayoría de estos acontecimientos. Siempre se puede aducir que las razones fundamentales, ofrecidas por los inversores para justificar los hechos, eran válidas teniendo en cuenta la evidencia disponible mientras el mercado estaba en alza y considerando que los relatos de una “nueva era” tienen mérito en tanto teorías de lo

que *podría* suceder. Pero también podríamos preguntar si estos movimientos en los precios han tendido a revertirse. Si –en promedio– los aumentos fueron revertidos, entonces contamos con evidencia de que las razones fundamentales esgrimidas por los inversores no eran sólidas.

La información en la que basamos nuestros cuadros confirma, en el caso de los países, el resultado obtenido por primera vez por Werner de Bondt y Richard Thaler: las acciones ganadoras –si el estatus ganador se mide por períodos prolongados, por ejemplo un quinquenio– tienden a mostrar un rendimiento pobre en los períodos subsiguientes, y las acciones perdedoras –si el estatus perdedor se mide a partir de períodos igualmente prolongados– tienden a mostrar un buen rendimiento en los períodos subsiguientes.¹²

A partir de los datos utilizados descubrimos que, de los diecisiete países incluidos en el cuadro 6.3, para los que contábamos con información quinquenal subsiguiente, en promedio once (el 65%) habían sufrido una declinación en los precios de las acciones en los períodos quinquenales posteriores a quinquenios de grandes aumentos, y que el cambio promedio en las cotizaciones de esos diecisiete países era una baja del 3,9%.¹³ De manera similar, de los dieciséis países incluidos en el cuadro 6.4 para los que contábamos con información quinquenal subsiguiente, quince (el 94%) experimentaron un aumento en los precios de las acciones en los períodos quinquenales posteriores a quinquenios de grandes bajas, y el cambio promedio en las cotizaciones fue un alza del 121,9%. De este modo pudimos comprobar una tendencia esencial, aunque imperfecta: ya se trate de alzas o bajas, los mayores movimientos quinquenales en el precio de las acciones suelen revertir durante el quinquenio siguiente.

Si observamos los cambios anuales en los precios –que se muestran en los cuadros 6.1 y 6.2– veremos que la tendencia a la inversión hacia arriba o el retroceso hacia abajo es menos pronunciada, como cabría esperar si recordamos todo lo que se ha publicado acerca de los precios de las acciones particulares. De los dieciocho países incluidos en el cuadro 6.1 para los que contábamos con información anual subsiguiente, nueve (el 50%) padecieron una baja en los precios de las acciones en los períodos anuales posteriores a grandes alzas anuales en las cotizaciones –de modo que la dirección del cambio fue ascendente y descendente por partes iguales–, y

el cambio promedio fue del 11,4%. De los veinticuatro países incluidos en el cuadro 6.2, catorce (el 67%) experimentaron un aumento en los precios de las acciones en los períodos anuales posteriores a grandes bajas anuales, y el cambio promedio en las cotizaciones fue un alza del 10,7%. Doce meses no parece ser tiempo suficiente para evaluar la tendencia de estos movimientos extremos a autorrevertirse.

Es probable que la espectacular tendencia al alza de los valores de países individuales, y su posterior inversión a la baja disminuya en el futuro. Con movimientos de capital más libres de los que caracterizaron a los períodos incluidos en las tablas –y con cada vez mayor cantidad de inversores globales en busca de oportunidades de compra en países subvalorados o venta al descubierto en países sobrevalorados–, es posible que los mercados se vuelvan más estables. No obstante, es improbable que estas fuerzas eliminen la posibilidad latente de cierta clase de movimientos –en particular los lentos y poco frecuentes grandes eventos a escala nacional o mundial–, en cuyo caso las concomitantes oportunidades de obtener beneficios serán tardías y difíciles de diversificar. Sin embargo no se puede ignorar la posibilidad de que se generen grandes burbujas especulativas, ni ahora ni en el futuro.

En el capítulo dedicado a los factores culturales analizamos las razones que ha dado la gente, en distintos momentos de la historia, para justificar los cambios en la valoración del mercado. Y también intentamos demostrar, con pruebas, la naturaleza transitoria de los factores culturales. Las conclusiones que extraigamos de estas evidencias dependerán de la manera de ver la naturaleza humana y la capacidad de cada individuo para formarse una opinión consistente e independiente. Para consolidar nuestro enfoque del tema, en la siguiente parte del libro analizaremos algunos factores psicológicos fundamentales: es decir, las tendencias de los seres humanos a actuar de manera independiente o tolerante, a creer en otros o a desconfiar de ellos, a tener fe en el propio criterio o a dudar de sí mismos, a prestar atención a lo que sucede o a vivir distraídos. Estas tendencias respaldan nuestro punto de vista acerca de las burbujas especulativas.

que *podría* suceder. Pero también podríamos preguntar si estos movimientos en los precios han tendido a revertirse. Si –en promedio– los aumentos fueron revertidos, entonces contamos con evidencia de que las razones fundamentales esgrimidas por los inversores no eran sólidas.

La información en la que basamos nuestros cuadros confirma, en el caso de los países, el resultado obtenido por primera vez por Werner de Bondt y Richard Thaler: las acciones ganadoras –si el estatus ganador se mide por períodos prolongados, por ejemplo un quinquenio– tienden a mostrar un rendimiento pobre en los períodos subsiguientes, y las acciones perdedoras –si el estatus perdedor se mide a partir de períodos igualmente prolongados– tienden a mostrar un buen rendimiento en los períodos subsiguientes.¹²

A partir de los datos utilizados descubrimos que, de los diecisiete países incluidos en el cuadro 6.3, para los que contábamos con información quinquenal subsiguiente, en promedio once (el 65%) habían sufrido una declinación en los precios de las acciones en los períodos quinquenales posteriores a quinquenios de grandes aumentos, y que el cambio promedio en las cotizaciones de esos diecisiete países era una baja del 3,9%.¹³ De manera similar, de los dieciséis países incluidos en el cuadro 6.4 para los que contábamos con información quinquenal subsiguiente, quince (el 94%) experimentaron un aumento en los precios de las acciones en los períodos quinquenales posteriores a quinquenios de grandes bajas, y el cambio promedio en las cotizaciones fue un alza del 121,9%. De este modo pudimos comprobar una tendencia esencial, aunque imperfecta: ya se trate de alzas o bajas, los mayores movimientos quinquenales en el precio de las acciones suelen revertir durante el quinquenio siguiente.

Si observamos los cambios anuales en los precios –que se muestran en los cuadros 6.1 y 6.2– veremos que la tendencia a la inversión hacia arriba o el retroceso hacia abajo es menos pronunciada, como cabría esperar si recordamos todo lo que se ha publicado acerca de los precios de las acciones particulares. De los dieciocho países incluidos en el cuadro 6.1 para los que contábamos con información anual subsiguiente, nueve (el 50%) padecieron una baja en los precios de las acciones en los períodos anuales posteriores a grandes alzas anuales en las cotizaciones –de modo que la dirección del cambio fue ascendente y descendente por partes iguales–, y

el cambio promedio fue del 11,4%. De los veinticuatro países incluidos en el cuadro 6.2, catorce (el 67%) experimentaron un aumento en los precios de las acciones en los períodos anuales posteriores a grandes bajas anuales, y el cambio promedio en las cotizaciones fue un alza del 10,7%. Doce meses no parece ser tiempo suficiente para evaluar la tendencia de estos movimientos extremos a autorrevertirse.

Es probable que la espectacular tendencia al alza de los valores de países individuales, y su posterior inversión a la baja disminuya en el futuro. Con movimientos de capital más libres de los que caracterizaron a los períodos incluidos en las tablas –y con cada vez mayor cantidad de inversores globales en busca de oportunidades de compra en países subvalorados o venta al descubierto en países sobrevalorados–, es posible que los mercados se vuelvan más estables. No obstante, es improbable que estas fuerzas eliminen la posibilidad latente de cierta clase de movimientos –en particular los lentos y poco frecuentes grandes eventos a escala nacional o mundial–, en cuyo caso las concomitantes oportunidades de obtener beneficios serán tardías y difíciles de diversificar. Sin embargo no se puede ignorar la posibilidad de que se generen grandes burbujas especulativas, ni ahora ni en el futuro.

En el capítulo dedicado a los factores culturales analizamos las razones que ha dado la gente, en distintos momentos de la historia, para justificar los cambios en la valoración del mercado. Y también intentamos demostrar, con pruebas, la naturaleza transitoria de los factores culturales. Las conclusiones que extraigamos de estas evidencias dependerán de la manera de ver la naturaleza humana y la capacidad de cada individuo para formarse una opinión consistente e independiente. Para consolidar nuestro enfoque del tema, en la siguiente parte del libro analizaremos algunos factores psicológicos fundamentales: es decir, las tendencias de los seres humanos a actuar de manera independiente o tolerante, a creer en otros o a desconfiar de ellos, a tener fe en el propio criterio o a dudar de sí mismos, a prestar atención a lo que sucede o a vivir distraídos. Estas tendencias respaldan nuestro punto de vista acerca de las burbujas especulativas.

Parte 3
Factores psicológicos

VII
ANCLAJES PSICOLÓGICOS DEL MERCADO

Como hemos visto, el mercado de valores no se deja anclar por factores fundamentales. La gente ni siquiera sabe con precisión cuál es el nivel "correcto" del mercado: a decir verdad son pocos los que dedican tiempo a pensar cuál debería ser su nivel o si actualmente está sobrevalorado o infravalorado. Ahora bien, ¿qué es lo que le pone amarras en un día cualquiera? ¿Cuáles son sus anclajes? ¿Qué es lo que determina que el promedio industrial Dow Jones alcance los 4.000 o los 14.000 puntos? Por último, ¿qué es lo que limita la realimentación de los cambios en los precios que produce posteriores modificaciones y amplifica de ese modo los movimientos especulativos? ¿Por qué motivo el mercado permanece dentro de ciertos límites durante unos días y luego los traspasa de repente? Aunque ya dimos algunas respuestas parciales a estas preguntas, tendremos que recurrir a la psicología para comprender la verdadera naturaleza de estos anclajes.

Ante todo, debemos considerar que muchas de las más difundidas publicaciones que se ocupan de psicología de las inversiones no son serias. Se cree que los inversores entran en una suerte de frenesí eufórico durante los auges y sufren ataques de pánico durante los *crashes* del mercado. Ya se trate de un auge o un *crash*, los inversores suelen ser descritos como dóciles ovejas que siguen a ciegas el rumbo del rebaño y carecen por completo de opinión. Cabe señalar que la teoría de la racionalidad de los mercados comienza a sonar mucho mejor cuando la única otra alternativa son estas teorías psicológicas pop.

Sabemos que la mayor parte de la gente es más sensata de lo que indicarían las descripciones de su comportamiento durante episodios financieros extremos. Para la mayoría de nosotros los auges y *crashes* del mercado no son acontecimientos cargados de emociones, si los comparamos en magnitud a los triunfos bélicos o las erupcio-

nes volcánicas. De hecho, durante los eventos financieros más significativos, casi todos nos preocúpamos por nuestros asuntos personales y no por las fluctuaciones de los mercados. Por lo tanto es difícil imaginar que el mercado refleja las emociones que describen esas teorías psicológicas.

Sin embargo, numerosas investigaciones psicológicas relevantes han demostrado que existen patrones de comportamiento humano que podrían anclar el mercado, y que no cabría esperar este tipo de anclajes si los mercados funcionaran de manera absolutamente racional. Estos modelos de comportamiento humano no son producto de una extrema ignorancia; antes bien, se originan en el centro mismo de la inteligencia humana y reflejan tanto sus limitaciones como sus fortalezas. Los inversores se esfuerzan por hacer lo correcto, pero poseen capacidades limitadas y modos de conducta naturales que deciden sus acciones cuando falta una dirección certera.¹

A continuación analizaremos dos clases de anclas psicológicas: las *anclas cuantitativas*: indican los niveles adecuados del mercado y son empleadas por algunas personas para determinar si este está sobrevalorado o subvalorado y si el momento es bueno o no para comprar. Y las *anclas morales*: determinan la importancia de las razones que impulsan a los individuos a comprar acciones, razones que deberán comparar con los otros usos que podrían dar al dinero que ya han (o podrían haber) invertido en el mercado. Mediante las anclas cuantitativas, la gente pone números en un platillo de la balanza y precios en el otro para decidir si la cotización de las acciones (u otros bienes) es correcta. Mediante las anclas morales, la gente compara la fuerza intuitiva o emocional de las razones que la impulsan a invertir dinero en el mercado con su necesidad de tener efectivo en el bolsillo para gastarlo en cualquier momento.

Las anclas cuantitativas del mercado

Los preparadores de encuestas saben que las respuestas de los individuos consultados pueden ser influidas por las sugerencias implícitas en las mismas encuestas. Por ejemplo, si piden a alguien que indique, dentro de una escala, sus ingresos mensuales, su respuesta estará determinada por la escala dada. Las escalas funcionan como "anclas" a las que los encuestados deben adaptar sus respuestas.

Los psicólogos han demostrado que, en situaciones ambiguas, cualquier ancla que se encuentre a mano en el momento preciso influirá sobre las decisiones de la gente. Cuando debemos hacer un cálculo estimado y no sabemos qué decir, apelamos al primer número que nos viene a la mente. Los psicólogos Amos Tversky y Daniel Kahneman demostraron esta tendencia mediante un experimento con la rueda de la fortuna: una rueda grande –similar a las que se utilizan en los programas de televisión– que tenía inscritos los números del 1 al 100 y había sido diseñada para detenerse al azar en un número cuando se la hacía girar. Tversky y Kahneman convocaron a un grupo de sujetos y les hicieron preguntas cuyas respuestas estaban numeradas del 1 al 100; eran preguntas difíciles, por ejemplo cuál era el porcentaje de países africanos en la Organización de las Naciones Unidas. Primero les pedían que dijeran si la respuesta que iban a dar estaba por encima o por debajo del número que acababa de marcar la rueda de la fortuna. Luego les pedían la respuesta. Los autores del experimento descubrieron que el número indicado al azar por la rueda influía sobre las respuestas. Por ejemplo, si la rueda se detenía en el 10, el porcentaje medio de naciones africanas resultaba ser 25; pero si la rueda paraba en el número 65, el porcentaje medio era 45. Este experimento es interesante porque, por sus mismas características, permite que los sujetos sepan que el número indicado por la rueda es fruto del azar, y también porque el número en cuestión no debería tener ninguna clase de significado emocional para ellos.²

La cotización más reciente que recordemos será el ancla más utilizada cuando llegue el momento de formarnos una opinión sobre el nivel de los precios de las acciones. La tendencia de los inversores a emplear este ancla fortalece la similitud entre las cotizaciones de un día y las del día siguiente. Los precios pasados que aún se recuerdan son otras de las anclas más usadas; cabe señalar que el empleo de estos anclajes podría motivar, en parte, la reversión del rumbo de los precios de las acciones particulares. El hito más reciente de un índice importante, por ejemplo el Dow Jones, también puede funcionar como anclaje. El uso que los inversores hacen de él podría explicar los comportamientos inusuales del mercado al aproximarse a esos niveles. Los cambios pasados en las cotizaciones también pueden servir como ancla, si logran atraer la atención del público. Recordemos que, como vimos en el capítulo IV, el desplome

del mercado del 19 de octubre de 1987 fue casi idéntico en términos de porcentajes al del *crash* del 28 y 29 de octubre de 1929, un episodio muy debatido durante el *crash* de 1987.

Los cambios en los precios de las acciones particulares pueden anclarse en los cambios de otros títulos, y las relaciones precio-beneficios de una compañía pueden anclarse en las de otras empresas. Este tipo de anclaje explicaría, hasta cierto punto, por qué los precios de las acciones particulares fluctúan conjuntamente y por qué los índices de las cotizaciones son tan volátiles; es decir, por qué el establecimiento de un promedio entre las acciones –inherente a la construcción de los índices– no amortigua su volatilidad.³ También podría explicar por qué las acciones de compañías pertenecientes a distintas industrias pero con sede en un mismo país tienden a producir movimientos de precios más similares entre sí que las acciones de compañías que forman parte de la misma industria pero tienen sede en distintos países (lo que contradice la idea de que la industria define los fundamentos de una empresa mucho más que el emplazamiento de sus oficinas generales).⁴ Y, por último, podría explicar por qué los fideicomisos de inversiones en bienes raíces que se cotizan en las Bolsas tienden a comportarse como acciones antes que como acumuladores de fondos a ser invertidos en propiedades inmobiliarias o en la concesión de créditos a terceros para la construcción.⁵ Por cierto, todas las anomalías advertidas en los mercados financieros pueden explicarse en términos de anclaje cuantitativo a números convenientes.

Las anclas morales del mercado

A través del anclaje moral, el mercado queda sujeto a las comparaciones que hace la gente entre la fuerza intuitiva de las noticias, los rumores y las razones de peso para conservar sus inversiones, por una parte, y su necesidad de consumir la riqueza que esas inversiones representan, por la otra. El hecho de que los inversores conozcan el nivel intrínsecamente “correcto” del mercado o sepan identificar el momento en que este alcanza niveles demasiado altos no impide que llegue a alturas arbitrariamente elevadas. Por el contrario, si el mercado estuviera demasiado alto, la discrepancia entre la riqueza que muchos individuos tendrían allí invertida y sus estándares de

vida ordinarios pesaría más que todos sus motivos para conservar las acciones y los impulsaría a venderlas. Acaso la mejor manera de apreciar la naturaleza de este anclaje sea analizar un ejemplo extremo. Supongamos que, contrariamente a los hechos, la psicología del mercado hizo que su nivel subiera tanto que la mayoría de los accionistas se transformaron en multimillonarios, en títulos, por supuesto. A menos que tuvieran razones poderosas para conservar sus acciones, los inversores querrían comenzar a *vivir* como multimillonarios y venderían parte de sus títulos para poder gastar su dinero. Estas ventas harían bajar los precios, dado que no habría compradores, y obviamente tampoco habría suficientes reservas a escala nacional para sostener semejante cantidad de multimillonarios. El mercado de valores puede alcanzar niveles fabulosos solo si la gente tiene buenas razones para no ponerlo a prueba disfrutando de su reciente riqueza.

Esta idea de anclaje moral se fundamenta en un principio psicológico según el cual gran parte del pensamiento humano que resulta en acción no es cuantitativo, sino que toma forma de *narración y justificación*. Por este motivo, en lo que respecta a las anclas morales, la gente compara un relato carente de dimensión cuantitativa con la cantidad de riquezas financieras que podría consumir. Las teorías económicas corrientes no describen este razonamiento de manera apropiada, pero contamos con evidencias que respaldan esta hipótesis de funcionamiento del razonamiento de los inversores.

Mediante un estudio acerca de cómo llegaban los miembros de un jurado a tomar una decisión en un caso complicado, los psicólogos Nancy Pennington y Reid Hastie demostraron la importancia del relato en el momento de decidir. Descubrieron que los jurados tendían a construir narraciones para comprender las instancias más complejas del proceso y utilizaban los detalles que les habían suministrado para completar un relato coherente de la cadena de acontecimientos. Cuando describían su veredicto no hablaban de cantidades o probabilidades, ni de sumar el peso de la evidencia; más bien narraban la historia del caso, casi siempre cronológicamente, y dejaban en claro que su relato era coherente y estaba bien construido.⁶

Por analogía, quienes venden acciones al público en general tienden a contar “la historia de la acción” y a relatar vívidamente la historia de la compañía, la naturaleza del producto y el uso que le da la gente. La estrategia de venta casi nunca se centra en discutir

cantidades o probabilidades, ni tampoco en decidir si el precio es correcto en términos de evidencia cuantitativa respecto de los dividendos o beneficios futuros. Estos factores cuantitativos no son afines a la manera natural de tomar decisiones de la gente.

Existe un interés humano básico por las apuestas –apreciable bajo distintas formas en todas las culturas–, interés que también se expresa en los mercados especulativos.⁷ Parte del atractivo de las apuestas –a pesar de que las posibilidades del azar suelen estar en contra de los apostadores– radica en lo que podríamos llamar pensamiento narrativo. Si escuchamos una conversación entre apostadores comprobaremos que por lo general narran historias en lugar de evaluar probabilidades. También veremos que las posibilidades latentes en esas historias parecen más realistas que cualquier concepto cuantitativo. Los apostadores emplean un léxico distinto del que usan los teóricos de las probabilidades: prefieren las palabras *suerte* o *día de suerte* y rara vez se los oye decir *probabilidad* o *probable*. Cuentan la historia de sus triunfos y sus derrotas, de sus ganancias y sus pérdidas, de las cadenas de eventos que precedieron a la buena o la mala suerte, de su poder intuitivo para captar las mejores opciones. Por último, cabe señalar que estas narraciones pueden otorgar sentido e importancia a hechos que en realidad son fortuitos.⁸

Se ha puesto de manifiesto que los empleados tienen tendencia a invertir en acciones de la compañía para la que trabajan, aun cuando les podría convenir diferenciar sus inversiones de su manera de ganarse la vida. Casi un tercio del capital de los más importantes planes de pensiones se invierte en acciones de compañías. En algunos casos –por ejemplo, Coca-Cola– las inversiones suman el 90% del capital.⁹ Esta tendencia a invertir en acciones de empresas podría estar vinculada a la influencia de los relatos sobre los inversores: los empleados conocen muchísimas historias acerca de las empresas donde trabajan y por eso deciden invertir su dinero en acciones de esas mismas compañías.

Según parece la gente desea razones sencillas para sus decisiones, como si necesitara justificarlas con palabras simples ante los demás o ante sí misma. La necesidad de tener un motivo simple para justificar una decisión es similar a la necesidad de tener un relato que respalde esa decisión; tanto los relatos como los motivos son exposiciones razonadas simples que se pueden comunicar verbalmente a otras personas.

A través de un experimento, los psicólogos Eldar Shafir, Itamar Simonson y Amos Tversky demostraron un efecto que representaría la parcialidad de las decisiones, causado por la búsqueda de razones sencillas que las justifiquen. Los sujetos del experimento debían elegir entre dos opciones: “empobrecido” (sin rasgos positivos o negativos) o “enriquecido” (con rasgos distintivamente positivos y negativos). En uno de los experimentos, los sujetos tuvieron que elegir a cuál de los progenitores otorgaría la custodia exclusiva del hijo de ambos. El progenitor A –la opción “empobrecida”– fue descrito así: “ingresos medios, estado de salud medio, horario laboral medio, interacción afectiva razonable con el niño, vida social relativamente estable”. El progenitor B –la opción “enriquecida”– fue descrito con estas palabras: “ingresos superiores a la media, relación afectiva muy cercana con el niño, vida social extremadamente activa, gran cantidad de viajes cortos vinculados con el trabajo, problemas menores de salud”. Los especialistas descubrieron que las respuestas de los sujetos estaban condicionadas por la manera en que se les presentaban las dos opciones. Cuando se le pidió a un grupo de sujetos que eligiera a cuál de los dos progenitores entregaría la custodia, el 64% escogió al progenitor B. Cuando se le pidió a un segundo grupo que eligiera a cuál de los dos progenitores le *negaría* la custodia, el 55% volvió a escoger al progenitor B. Las respuestas predominantes dadas por ambos grupos son inconsistentes desde un punto de vista lógico, pero concuerdan con la sensación de que debemos tener razones de peso para justificar nuestras decisiones. Los psicólogos descubrieron que esta misma tendencia también se manifiesta en la toma de decisiones personales que jamás tendremos que explicar a nadie.¹⁰

Los motivos para conservar acciones u otras inversiones están basados en dimensiones éticas y prácticas. Nuestra cultura puede aportar razones para poseer acciones y otros vehículos de ahorro vinculados a nuestro sentido de identidad en tanto personas responsables, buenas o juiciosas. *The Millionaire Next Door* [El vecino millonario], uno de los libros más vendidos desde 1996, deja en claro que la mayoría de los millonarios de los Estados Unidos no son receptores de beneficios excepcionales sino meros ahorradores frugales: individuos comunes que no se dejan tentar por un automóvil nuevo cada año, ni por una casa extravagante ni por otros agujeros negros cuya única capacidad es hacer desaparecer el dinero.¹¹ Este libro no sólo es un

interesante estudio sobre los millonarios; también intenta destacar –con toda sutileza– la superioridad moral de aquellos que poseen y acumulan riquezas durante toda la vida. Por lo tanto, aporta sobradadas razones para ahorrar e invertir. *The Millionaire Next Door* no se detiene a analizar las relaciones precio-beneficios ni tampoco ofrece nada remotamente parecido a un asesoramiento en inversiones; de este modo deja en claro que ambos factores son irrelevantes. En cambio presenta numerosas historias de individuos frugales y triunfadores, muchos de los cuales prosperaron durante el reciente mercado alcista; historias colmadas de detalles vívidos que acercan a los lectores. La moraleja del libro –los inversores que no ponen a prueba el mercado vendiendo sus acciones y consumiendo su riqueza son eternos millonarios – es el anclaje ético que necesitamos para respaldar el mercado alcista.

Exceso de confianza y juicio intuitivo

Si queremos juzgar la importancia de las anclas psicológicas para el mercado, debemos considerar la tendencia humana al *exceso de confianza* en las propias creencias. La gente está dispuesta a actuar bajo la influencia de razones o relatos en los que no debería confiar a ciegas.

La mayoría de los individuos creen saber más de lo que en realidad saben. Les agrada expresar su opinión sobre temas que desconocen y a menudo actúan de acuerdo a lo que piensan. En más de una oportunidad, todos hemos podido comprobar que hay millones de sabelotodos en el mundo. Pero los psicólogos han analizado en detalle esta tendencia general al exceso de confianza en las propias fuerzas.

Los psicólogos Baruch Fischhoff, Paul Slovic y Sarah Lichtenstein demostraron que si a alguien le formulan preguntas reales simples (por ejemplo, cuál de dos revistas populares tiene mayor circulación o cuál de dos causas comunes de muerte se da con más frecuencia) y luego se le pide que evalúe la probabilidad de que su respuesta sea correcta, esa persona tenderá a sobreestimar la probabilidad de tener razón. Cuando los sujetos del experimento dijeron estar seguros de tener razón, la tuvieron solo en aproximadamente el 80% de los casos.¹²

Este resultado es tema de controversia entre los psicólogos, y hasta el momento se estima que el fenómeno del exceso de confianza no es universal. También se ha demostrado que esta tendencia se puede erradicar durante el experimento.¹³ No obstante, la tendencia básica al exceso de confianza parece ser un rasgo fundamental del carácter humano: todos tendemos al exceso antes que a la falta de confianza en nosotros mismos. Este rasgo aparece cada vez que entrevisto a los inversores: todos parecen tener opiniones sólidas y se apresuran a emitir juicios contundentes.

Durante mucho tiempo los psicólogos se preguntaron por qué la gente parece estar tan segura de sí misma. Una de las teorías al respecto sostiene que cuando una persona evalúa la validez de sus conclusiones, tiende a evaluar la probabilidad de que estas sean acertadas solo en el último paso del razonamiento y, por lo tanto, ignora otros factores importantes que, podrían ser erróneos.¹⁴ Otra teoría afirma que la gente emite juicios de probabilidad basándose en otras opiniones conocidas y de ese modo olvida que existen muchas otras opciones para comparar.¹⁵ El exceso de confianza en uno mismo podría tener un sesgo retrospectivo: la tendencia a pensar que debíamos saber lo que iba a ocurrir antes de que ocurriera, que deberíamos haber estado presentes o haber prestado más atención.¹⁶ Este sesgo retrospectivo nos lleva a pensar que el mundo es más predecible de lo que en realidad es.

Otro de los factores que definen el exceso de confianza en su relación con los mercados especulativos es el *pensamiento mágico*. Cuando hablamos de intuir la probabilidad de que una inversión vaya bien o mal –o de intuir la decisión misma de invertir– estamos hablando de nuestros pensamientos más íntimos: es decir, aquellos que no tenemos que explicar ni justificar ante otros. Es probable que los patrones de pensamiento que los psicólogos denominan “pensamiento mágico” o “pensamiento casi mágico” intervengan en esta cuestión. De vez en cuando alguien tiene la sensación de que determinados actos le traerán suerte, aun cuando lógicamente sepa que los actos no pueden tener efecto alguno sobre la buena o mala fortuna de un individuo.

Las personas son capaces de tomar decisiones importantes basadas en ideas cuya falta de lógica solo admitirán si se ven obligadas a hacerlo. Se ha demostrado que la gente apuesta mucho más a una moneda que todavía no ha sido arrojada al aire que a una que

ya ha sido lanzada (y cuyo resultado permanece oculto a la vista). Y si se les pregunta cuánto dinero pedirían para compartir un billete de lotería que ya han comprado, la mayoría de las personas dirán una cifra cuatro veces mayor si fueron ellas quienes eligieron el número. Según parece, la gente cree poder ejercer cierta influencia mágica sobre la moneda que aún no ha sido arrojada al aire o sobre la probabilidad de ganar la lotería a través de la elección del número.¹⁷

Si tenemos en cuenta los resultados de estos experimentos, queda claro que –al menos intuitivamente– la gente es capaz de pensar: “Si compro una acción, su precio subirá de inmediato”, “si compro una acción habrá muchos otros que también querrán comprarla, porque son como yo” o “últimamente todo me sale bien; la suerte está de mi lado”. Es probable que este tipo de pensamiento contribuya sutilmente al exceso de confianza que ayuda a propagar las burbujas especulativas.

Otra característica del exceso de confianza es que la gente tiende a emitir juicios en situaciones inciertas. Para ello utiliza patrones familiares y da por sentado que los patrones futuros serán similares a los pasados, a menudo sin tener en cuenta las razones del patrón o la probabilidad de que este se repita. Esta anomalía del juicio humano –llamada *heurística de la representatividad*– fue demostrada a través de numerosos experimentos por los psicólogos Tversky y Kahneman.

Por ejemplo, le pidieron a un grupo de personas que –a partir de una lista de ocupaciones– imaginaran la ocupación de algunas de ellas tomando como base una descripción de personalidad. Si de acuerdo a la descripción la persona era artística y sensible, los consultados tendían a elegir director de orquesta o escultora en vez de obrero o secretaria, sin tomar en cuenta que las primeras ocupaciones son raras y que, por lo tanto, sus respuestas tenían muchas menos probabilidades de ser correctas.¹⁸ En caso de tener que responder a esa clase de preguntas, lo más sabio sería no imaginar siquiera las profesiones de director de orquesta o escultora, dado que su índice de probabilidad es muy bajo. Pero la gente busca la ocupación más adecuada al perfil psicológico y olvida por completo el índice de probabilidades.

Los economistas Nicholas Barberis, Andrei Shleifer y Robert Vishny han desarrollado la heurística de la representatividad a través de la teoría de exceso selectivo de confianza en los inversores y la teoría psicológica de expectativa del ciclo de realimentación. De acuerdo

a estos autores, cuando los inversores ven que las cotizaciones se mueven en la misma dirección durante un tiempo comienzan a pensar que esa tendencia es representativa de muchas otras tendencias que han observado en distintas fuentes de información económica. Según el principio psicológico de la conservación, la gente es lenta a la hora de cambiar de opinión. Por eso es necesario que pase un tiempo para que los inversores comiencen a pensar que una determinada tendencia continuará. La interacción entre la heurística de la representatividad y el principio de conservación determina la velocidad de la realimentación especulativa.¹⁹

Cualquiera que sea su origen, el exceso de confianza parece ser un factor fundamental del elevado volumen de transacciones que observamos en los mercados especulativos. Si no existiera este exceso de confianza habría pocas transacciones en los mercados financieros. Si la gente fuera completamente racional, la mitad de los inversores se consideraría por debajo de la media en su capacidad comercial y no estaría dispuesta a realizar transacciones especulativas con la otra mitad, que a su entender dominaría el curso de las operaciones bursátiles. Así, más de la mitad no tendría con quién operar y no habría transacciones comerciales por razones especulativas.²⁰

El exceso de confianza en el propio juicio puede hacer que la gente crea saber cuándo ocurrirá un movimiento en el mercado, aunque desde una perspectiva intelectual también crea que los precios de las acciones son imposibles de pronosticar. En mi encuesta a inversores después del *crash* del 19 de octubre de 1987 formulé la siguiente pregunta: “¿En algún momento del 19 de octubre de 1987 tuvo idea de cuándo comenzaría la recuperación del mercado?”. De los inversores particulares que habían comprado ese día, el 47,1% respondió que sí; de los inversores institucionales, el 47,9% dio la misma respuesta. Casi la mitad de los que realizaron transacciones ese día creía saber cómo se comportaría el mercado. Esto me parece notable. De todos los inversores particulares, la mayoría de los cuales no había comprado ni vendido ese día, el 29,2% respondió afirmativamente a la pregunta; de la totalidad de los inversores institucionales, el 28% hizo otro tanto.

¿Por qué alguien habría de suponer que sabía cómo se comportaría el mercado un día cualquiera, especialmente un día tan turbulento como aquel? La sola idea es contraria a las observaciones más elementales sobre los pronósticos del mercado y contradice el saber

popular en cuanto a la dificultad de calcular acertadamente los momentos del mercado. No obstante, son pocos los que creen que el comportamiento del mercado es casi imposible de pronosticar.

La siguiente pregunta de la encuesta era: "Si respondió afirmativamente, ¿qué le hizo pensar que sabía cuándo comenzaría la recuperación?". La absoluta falta de razones sólidas nos dejó perplejos. Muchos mencionaron la "intuición", las "corazonadas", la "evidencia histórica y el sentido común" y la "psicología del mercado". Escasearon las alusiones a hechos concretos y teorías explícitas, incluso entre los inversores institucionales.

Estas intuiciones acerca del rumbo futuro del mercado fueron muy importantes para el rumbo del *crash*, porque aparentemente proporcionaron las anclas que detuvieron la caída de los precios. Si queremos comprender las burbujas especulativas –positivas o negativas– debemos tener en cuenta que la excesiva confianza en el propio juicio intuitivo desempeña un papel fundamental en la cuestión.

La fragilidad de los anclajes: la dificultad de analizar decisiones futuras por anticipado

Si bien los anclajes que hemos analizado hasta ahora respaldan la estabilidad del mercado día a día, debemos considerar que tienen la capacidad de soltarse, a veces de manera repentina. Los mercados dan vueltas espectaculares. Las sorpresas que nos prodigan de vez en cuando se deben, en parte, a que las noticias difundidas por los medios causan efectos inesperados sobre la manera de pensar de los inversores.

Los psicólogos Shafir y Tversky han descrito un fenómeno al que denominan *razonamiento inconsciente*: un tipo de razonamiento que se caracteriza por la incapacidad de sacar las conclusiones elementales que se extraerían en el futuro si ocurrieran los eventos hipotéticos. Según Shafir y Tversky, la gente no puede decidir hasta que los hechos han ocurrido. Cuando aprendemos un juego en el que impera la lógica –por ejemplo el ajedrez– debemos anticipar las decisiones que tomaremos en el futuro en respuesta a las decisiones de nuestro contrincante. Y esta sería nuestra línea de pensamiento: "Si yo muevo esta pieza aquí, ella moverá la suya aquí o allí; si ella mueve aquí estaré a salvo, pero si mueve allí tendré que enfrentar

una situación difícil". Es decir, aprendemos a pensar en las bifurcaciones de todas las ramas del árbol de la decisión. En la vida diaria practicamos las mismas estrategias de pensamiento que aprendimos gracias a estos juegos. Pero nuestras decisiones suelen verse nubladas por las emociones y la falta de objetivos claros y definidos. Por lo general, nadie se comporta como si hubiera pensado las cosas por anticipado.

Shafir y Tversky dan el ejemplo de unos estudiantes que debían decidir si ir o no de vacaciones a Hawái tras saber si habían aprobado un examen importante. Enfrentados a esta opción, los estudiantes escrutaron sus sentimientos. Los que habían pasado el examen pensaron: "Debería tomarme vacaciones para celebrar y porque me lo merezco". Los que suspendieron se dijeron: "Debería salir de vacaciones para cōnsolarme, para mejorar mi estado de ánimo tras el fracaso". Algunos estudiantes decidieron salir de vacaciones, más allá de que aprobaran o no el examen. Si su conducta hubiera sido lógica, estos estudiantes habrían reservado sus pasajes y alojamiento antes del examen (ya que el resultado del mismo no modificaría su decisión). Pero los estudiantes tuvieron grandes dificultades para tomar esa decisión antes de conocer el resultado del examen. Les resultaba difícil anticipar las motivaciones emocionales que los impulsarían a salir de vacaciones y por lo tanto no deseaban adquirir un compromiso formal.²¹

La dificultad que enfrentaron los estudiantes radicó en decidir cómo se sentirían en el futuro y no en decidir simples cuestiones prácticas, como sucede en una partida de ajedrez. En la vida real, las decisiones de los inversores tienen un componente emocional similar al de la decisión que debieron tomar los estudiantes.

Por eso, los efectos de las noticias que difunden los medios sobre el mercado de valores suelen estar relacionados con descubrir qué *sentimos* al conocerlas antes que con nuestra reacción lógica ante su contenido. Podemos tomar decisiones que hubieran sido imposibles de pensar antes de conocer las noticias. A esto se debe, en parte, que la desaparición de un anclaje psicológico sea imposible de predecir: los individuos descubren cosas acerca de sí mismos y de sus propias emociones e inclinaciones solo *después* de que se produce un cambio en las cotizaciones.

Las anclas psicológicas del mercado se enclavan en los vericuetos más extraños del turbio fondo de nuestra conciencia. El ancla

puede liberarse y arrastrarse, solo para volver a clavarse en algún objeto cuya fuerza nos asombraría si lo viéramos asomar a la superficie. En este capítulo hemos analizado algunos de los factores psicológicos que explican la naturaleza de estas anclas. Pero cabe destacar que los anclajes solo son importantes para el conjunto del mercado si numerosas personas comparten los mismos pensamientos. En el próximo capítulo estudiaremos los fundamentos sociales del pensamiento: la tendencia hacia el comportamiento de rebaño y el contagio de ideas.

VIII EPIDEMIAS Y COMPORTAMIENTO DE MASAS

Uno de los datos fundamentales acerca de la sociedad humana es que las personas que se comunican entre sí con regularidad tienden a pensar de manera semejante. En todo tiempo y lugar ha existido y existe el *Zeitgeist*, el espíritu de la época. Es importante comprender el origen de esta semejanza de pensamiento para juzgar la pertinencia de las teorías acerca de las fluctuaciones especulativas, que atribuyen los cambios en los precios a un pensamiento defectuoso. Si los millones de personas que invierten en el mercado de valores fueran independientes, ningún pensamiento defectuoso marcaría tendencia ni tendría efecto alguno sobre las cotizaciones. Pero si admitimos que un gran número de gente comparte ciertas ideas cuyo origen no es racional o automático, veremos que ese tipo de pensamiento puede causar los auges y los desplomes estrepitosos del mercado de valores.

En parte, las opiniones de la gente son similares en épocas similares porque expresan su reacción ante la misma información; es decir, ante la información pública a la que tiene acceso en ese momento. Pero, como veremos en este capítulo, la respuesta racional a la información pública no es lo único que impulsa a la gente a pensar del mismo modo, así como el uso de esa información no siempre es apropiado o bien razonado.

La presión de grupo y la información

En 1952, el prestigioso psicólogo social Solomon Asch dio a conocer un experimento que –de acuerdo a su interpretación y luego a la de numerosos especialistas– demostraba el inmenso poder de la presión social sobre la opinión individual. Asch publicó los resultados de su experimento en una época de gran preocupación públi-

ca por los efectos de la propaganda comunista, de alarma ante las supuestamente exitosas técnicas de lavado de cerebro de los comunistas chinos, y de constante perplejidad frente a la habilidad de los nazis para lograr que el pueblo alemán acatara la orden de exterminación masiva de los judíos y otros "indeseables". Los medios difundieron los hallazgos de Asch porque brindaban fundamento científico a la idea de que el pensamiento de los seres humanos no es absolutamente libre e independiente. Todavía hoy se siguen utilizando sus conclusiones y quienes encontraron falencias graves en ellas han caído en el olvido.

Para llevar a cabo su célebre experimento, Solomon Asch situó al sujeto en un grupo formado por siete a nueve personas a las que había entrenado previamente. Luego le pidió al grupo que respondiera una serie de doce preguntas sobre la longitud de varias líneas trazadas en unas tarjetas. El sujeto pudo escuchar las respuestas de casi todos los demás antes de dar la suya. Las respuestas correctas eran obvias, pero los integrantes cómplices del grupo dieron respuestas deliberadamente erradas a siete de las doce preguntas. Enfrentado a un grupo de personas que daban respuestas obviamente erradas de manera unánime, el sujeto de experimentación cedía y, en una de cada tres ocasiones, daba las mismas respuestas equivocadas que el grupo cómplice. A menudo los sujetos mostraban signos de ansiedad o perturbación, lo que indicaba que el temor a ser considerados diferentes o quedar como unos tontos ante el grupo había incidido sobre su capacidad de juicio.¹

Según Asch, todo era producto de la presión social. Es probable que su interpretación sea válida en algún sentido, pero lo cierto es que las respuestas erradas de los sujetos no se debían en primer lugar a esa clase de presión. Tres años después de que Asch publicara sus descubrimientos los psicólogos Morton Deutsch y Harold Gerard realizaron una variante del experimento, en la que informaban a los sujetos que formarían parte *anónimamente* de un grupo de gente a la que jamás llegarían a ver, y cuyas respuestas podrían conocer a través de una señal electrónica. (En realidad, el grupo no existía.) Los sujetos debían responder a las preguntas pulsando un botón sin ser observados, por lo que no necesitaban defender sus opciones ante nadie. En los demás aspectos, el experimento siguió al pie de la letra los procedimientos de Asch. Y los sujetos dieron casi tantas respuestas erradas como antes.²

Deutsch y Gerard llegaron a la conclusión de que las respuestas erradas del experimento de Asch se debieron a que cada sujeto pensó que todos los demás no podían estar equivocados. En otras palabras, el sujeto reaccionó a la información que indicaba que un grupo numeroso de gente había llegado a una conclusión distinta de la suya, y no al temor de expresar una opinión diferente ante el resto del grupo. Este comportamiento es fruto del cálculo racional: en la vida cotidiana hemos aprendido que cuando un grupo numeroso expresa su opinión unánime acerca de un hecho casi siempre tiene razón. La ansiedad y la perturbación que manifestaron los sujetos de Asch pudo haber provenido, en parte, de la sensación de que sus percepciones no eran del todo fiables.

También se mencionan las investigaciones de Stanley Milgram sobre el poder de la autoridad cuando se analiza el comportamiento de masas o de rebaño. En los experimentos de Milgram, el sujeto debía administrar descargas eléctricas a una persona sentada junto a él (persona que, sin que él lo supiera, era cómplice de la experiencia). En realidad no se producían descargas eléctricas, pero el cómplice fingía padecerlas y hacía demostraciones de dolor y sufrimiento. Parecía estar perturbado y pedía a gritos que interrumpieran el experimento. Sin embargo, cuando el profesional a cargo les pedía a los sujetos que continuaran administrando las descargas e insistía en que estas no causarían daño permanente en los tejidos, la mayoría de ellos obedecía la orden.³

Muchos especialistas dedujeron que estos resultados demostraban el inmenso poder de la autoridad sobre la mente humana. Y en parte podemos comprenderlos desde esa perspectiva. Pero hay otra interpretación posible: la gente sabe que, cuando un experto dice que algo es correcto, es probable que lo sea aunque no lo parezca. (En este caso, la persona a cargo del experimento tenía razón: era *correcto* seguir administrando "descargas eléctricas"... aun cuando la mayoría de los sujetos no sospechaba la verdadera razón.) Los resultados del experimento de Milgram podrían indicar que la humanidad ha aprendido a confiar en la autoridad legítima.⁴

Los estudios de Asch y Milgram son interesantes desde el punto de vista de la interpretación basada en la información. Ambos demuestran que las personas somos propensas a creer en la opinión de la mayoría o la autoridad, aun cuando esta contradiga el sentido común. Y cabe notar que este comportamiento es racional e inteli-

gente. La mayoría de la gente ha cometido errores por contradecir la opinión del grupo o la figura de autoridad y ha aprendido de esa experiencia. Los experimentos de Asch y Milgram ofrecen una perspectiva diferente del fenómeno del exceso de confianza: cuando formulan opiniones en las que luego expresarán tanta confianza los individuos están respetando la autoridad; de ese modo transfieren su confianza en la autoridad a sus propias opiniones.

Si tenemos en cuenta los comportamientos observados por Milgram y Asch, no habrá de sorprendernos que tantas personas acepten la autoridad de otras respecto a la valoración del mercado, entre otras cosas. Es probable que, en esta área, la mayoría de la gente confíe menos en su propia opinión de lo que los sujetos de experimentación confiaban en las pruebas que tenían ante los ojos: la longitud de una línea trazada sobre una tarjeta o el dolor experimentado por una persona sentada junto a ellos.

Teorías económicas del comportamiento de masas y las cascadas de información

Hasta las personas completamente racionales pueden tener comportamiento de rebaño si toman en cuenta la opinión de los demás, aun cuando sepan que se conducen como un conjunto de ovejas. Esta conducta, aunque individualmente racional, produce un comportamiento de rebaño que es, en un sentido muy preciso, irracional –comportamiento de rebaño que podría tener su origen en una cascada de información–.⁵

Intentaremos explicar, de manera simple y concisa, cómo puede iniciarse una cascada de información. Imaginemos que se abren dos restaurantes en la misma calle, uno al lado del otro. Cada cliente potencial tendrá que elegir entre ambos. Los futuros comensales podrán formarse una opinión sobre la calidad de los restaurantes mirando por las ventanas, pero sus opiniones no serán precisas. El primer cliente en llegar deberá elegir entre dos establecimientos vacíos. El segundo comensal podrá respaldar su elección no solo en su propio criterio –la apariencia de los restaurantes– sino en la información que le ofrece la opción del primer cliente –ver al primer cliente sentado en uno de los dos restaurantes. Si el segundo decide ir al mismo restaurante que el primero, el tercero en llegar verá a dos

personas comiendo en un mismo lugar. Esto podría hacer que todos los futuros comensales terminen eligiendo el mismo restaurante, que podría ser el peor de los dos, dado que no se tuvieron en cuenta las evidencias combinadas inherentes a la opinión de todos los clientes sobre ambos establecimientos. Si hubieran podido compartir y discutir sus pareceres, tal vez habrían llegado a deducir cuál de los restaurantes era mejor. Pero en las condiciones dadas no pudieron utilizar la información de los demás, ya que ninguno ha revelado su información o criterio sino que se ha limitado a seguir a otros.

La historia de los restaurantes –y la teoría económica que se puede leer entre líneas– no es en sí misma una teoría de las burbujas del mercado de valores. Sin embargo es importante para el comportamiento del mercado y fundamenta la teoría que explica cómo se pueden descarriar los inversores racionales.⁶ De acuerdo a esta teoría, la creencia popular de que el nivel de las cotizaciones es producto de una suerte de votación de todos los inversores sobre el verdadero valor del mercado es errónea. En realidad, nadie vota. La gente decide racionalmente no perder tiempo y energía en valorar el mercado, y por lo tanto elige no ejercer ninguna clase de impacto independiente sobre el mismo. En suma, todas estas teorías sobre las cascadas de información no son más que teorías sobre *por qué la información sobre datos realmente fundamentales no llega a ser evaluada y diseminada*.

La teoría económica podría interpretar este fracaso como un comportamiento racional e inteligente, cuya única limitación podría ser la falta de información. Pero, si deseamos comprender los temas que influyen sobre la valoración errónea de los mercados financieros, tendremos que comprender también algunos parámetros del comportamiento humano y nuestras limitaciones para procesar información, los cuales son relevantes a la hora de transmitir datos y encierran la posibilidad de generar burbujas especulativas.

El procesamiento humano de la información y la comunicación boca a boca

La mente humana es fruto de un proceso evolutivo en el que la palabra impresa, el correo electrónico, Internet y otros medios de comunicación artificiales casi no participaron. La sociedad humana ha

podido conquistar casi todos los hábitats del planeta gracias a su capacidad innata para procesar información. Uno de los componentes fundamentales de esta capacidad es la eficaz comunicación boca a boca de hechos importantes.

Esta capacidad superior de transmitir conocimientos es producto de ciertos cambios evolutivos en el cerebro humano –ocurridos en los últimos millones de años– que mejoraron los canales de comunicación y crearon el impulso emocional de comunicar con precisión y eficacia. Este impulso emocional es la razón de que la actividad predilecta de la mayoría de las personas sea conversar. Miremos a nuestro alrededor. Vayamos donde vayamos, cuando dos o más personas no están trabajando, jugando o durmiendo (y, en algunos casos, incluso mientras hacen estas cosas), se dedican a conversar. El intercambio incesante de información es una característica fundamental de nuestra especie. La información que tiende a fluir más velozmente es aquella que, en siglos anteriores, fue parte esencial de la vida diaria de la sociedad humana: datos sobre fuentes de alimento, peligros y otros miembros del grupo.

Por ello, es probable que en la sociedad moderna se propaguen las charlas sobre oportunidades de compra de acciones candentes o amenazas inmediatas a los bienes personales y los rumores acerca de los gerentes de empresas. Estos temas guardan semejanza con los que discutieron nuestros ancestros en tiempos inmemoriales. No obstante, apenas se habla de tópicos abstractos como la matemática de las finanzas, las estadísticas de devolución de activos o los niveles óptimos de ahorro de pensiones. La transmisión de estos conocimientos es trabajosa, infrecuente e imperfecta.

Comunicación cara a cara versus comunicación mediática

Los medios de difusión convencionales –prensa, radio y televisión– tienen una poderosa capacidad de propagar ideas, pero su habilidad para generar comportamientos activos es limitada. Las comunicaciones interpersonales e interactivas, particularmente cara a cara o boca a boca, ejercen un mayor impacto sobre nuestra conducta.

En un estudio realizado en 1986, John Pound y yo intentamos averiguar qué era lo que primero atraía a los inversores particulares.

Enviamos por correo un cuestionario a un grupo escogido al azar y pedimos que recordaran a qué empresa pertenecían las últimas acciones que habían adquirido. Luego preguntamos: “¿Qué fue lo primero que le llamó la atención de esa compañía?”. Solo el 6% de los individuos consultados mencionó revistas o diarios. La mayoría de las respuestas citaron fuentes que necesariamente implicaban comunicación interpersonal directa.⁷ Aunque la gente lea mucho, la comunicación interpersonal ejerce mayor influencia sobre su atención y sus actos.

En lo que respecta a las inversiones, el poder de la comunicación interpersonal boca a boca ha quedado demostrado por el trabajo de las unidades de vigilancia de mercados en las Bolsas y dentro de la Comisión de Bolsas y Valores. La misión de estas unidades de vigilancia es detectar transacciones internas, y para ello rastrean todas las comunicaciones ocurridas entre inversores particulares. Por ejemplo, los resultados revelaron cómo se inició una serie de comunicaciones boca a boca en mayo de 1995, cuando una secretaria de IBM recibió la orden de fotocopiar documentos que contenían referencias a la ultrasecreta adquisición de Lotus Development Corporation por parte de esa empresa, transacción que debía ser anunciada el 5 de junio de ese mismo año. La mujer solo se lo comentó a su marido, un televendedor. El 2 de junio él se lo dijo a otra persona –un compañero de trabajo que compró acciones dieciocho minutos después de haberse enterado– y luego a un amigo –un técnico de ordenadores que inició una serie de llamadas telefónicas–. Cuando finalmente se realizó el anuncio el 5 de junio, veinticinco personas vinculadas a esta célula de comunicación boca a boca habían invertido medio millón de dólares en acciones. Entre ellos había un cocinero, un ingeniero electrónico, un ejecutivo bancario, un distribuidor mayorista de productos lácteos, una ex docente, una ginecóloga, una abogada y cuatro corredores de Bolsa.⁸ Queda demostrado que la comunicación boca a boca puede funcionar a gran velocidad y entre grupos sociales dispares.

Según parece –y aun cuando la comunicación no recorra el territorio nacional a la par de los movimientos bursátiles–, la transmisión de ideas boca a boca ejerce una importante influencia sobre las fluctuaciones que se producen día a día –o incluso de hora en hora– en el mercado de valores. En la encuesta que envié a los inversores durante la semana del *crash* de 1987 (analizado en el capítulo IV),

les pedí que mencionaran todas las noticias que les hubieran sido comunicadas boca a boca. El 81,6% de los inversores particulares consultados dijo haberse enterado del *crash* antes de las 17 de ese mismo día. Por lo tanto, se enteraron de lo que ocurría a través de otras fuentes y no tuvieron necesidad de esperar el periódico de la mañana siguiente ni el noticiero de la televisión de la noche. En promedio, los inversores particulares escucharon hablar del *crash* a las 13:56, hora del este de los Estados Unidos y los inversores institucionales conocieron la noticia aproximadamente a las 10:32. Los inversores particulares dijeron haber comentado la situación del mercado de valores con una media de 7,4 personas el mismo día del *crash*, en tanto que los inversores institucionales recordaron haberlo hecho con un promedio de 19,7 personas.

Los canales de comunicación humana que conocemos hoy favorecen la comunicación interpersonal cara a cara y boca a boca que se desarrolló durante millones de años de evolución, en épocas en que era prácticamente la única forma de comunicación interpersonal. Los patrones de comunicación que maneja nuestro cerebro están basados en la existencia de las voces de otras personas, las expresiones faciales de otras personas, las emociones de otras personas y un ambiente de confianza, lealtad y cooperación mutua. Dado que estos elementos no forman parte de la palabra escrita o electrónica, la gente encuentra más difícil reaccionar a esas fuentes de información. No podemos otorgar el mismo peso emocional ni tampoco recordar o utilizar con facilidad los datos obtenidos de esas fuentes. Por eso siguen existiendo los maestros: porque no podemos decirles a nuestros hijos que se sienten a estudiar directamente de los libros o confien en la instrucción que pueden ofrecer sus computadoras.

Y es por este mismo motivo que la televisión es un medio tan poderoso, ya que imita la conversación directa interpersonal. La televisión reproduce todo (voices, caras, emociones) lo que experimentamos durante una conversación. Las publicidades televisivas recrean las conversaciones que podríamos mantener en la vida real acerca de los productos publicitados. Pero la televisión todavía no es interactiva: comunica en una sola dirección y por lo tanto no es tan eficaz como la comunicación directa de persona a persona.

Es probable que el teléfono, inventado hace más de un siglo, siga siendo el más importante medio artificial para las comunicaciones

interpersonales dado que, a pesar de carecer de todo estímulo visual, se parece mucho a los diálogos cara a cara. Diversos estudios realizados por sociólogos e investigadores de las comunicaciones han demostrado que las conversaciones telefónicas son similares a la comunicación cara a cara en lo que hace a la transmisión de información y la solución de problemas menores, pero no pueden igualarla en cuanto a la resolución de conflictos y la percepción de las personas.⁹

El impacto del teléfono parece haber sido uno de los factores desencadenantes del volátil mercado de valores de la década de 1920. Si bien fue inventado en 1876, no se convirtió en un medio de comunicación económico, eficaz y ampliamente utilizado hasta que se llevaron a cabo muchas mejoras, entre otras la invención del tubo amplificador para llamadas de larga distancia en 1915. A mediados de los años veinte, el habitante promedio de los Estados Unidos hacía más de doscientas llamadas telefónicas por año. La década de 1920 fue testigo de la revelación de las "bolsas clandestinas", donde se vendían acciones al público por teléfono mediante tácticas cuestionables que pasaban por alto la ineficaz "legislación de control de venta y emisión de valores" en las transacciones interestatales. Es indudable que la proliferación de los teléfonos facilitó la venta de acciones al público, y que la resultante tendencia al fraude llevó al país a promulgar la Ley de los Títulos en 1933 y la Ley de las Bolsas de Valores en 1934, que impulsaron la creación de la Comisión de Bolsas y Valores.¹⁰

Hoy somos testigos de otra explosión de innovaciones tecnológicas que facilitan la comunicación interpersonal: el correo electrónico, los sitios de chateo y los sitios interactivos de la Red. Estos nuevos y eficaces medios de comunicación (aunque no cara a cara) podrían propiciar aún más el contagio interpersonal de ideas. Es probable que hayan estimulado y diseminado el entusiasmo por el mercado en la década de 1990 mucho más de lo que hubiera ocurrido en otras circunstancias. Y cabe señalar que todavía estamos aprendiendo a regular el uso de estos nuevos medios a partir del interés público que han despertado.

Aunque el correo electrónico y los sitios de chateo implican cambios significativos en la tecnología de las comunicaciones, no puede afirmarse que su aparición sea más importante que la del teléfono más de cien años atrás. Dado que el teléfono permite la comunica-

ción vocal de emociones, sigue siendo un medio más eficaz de simularlas que el correo electrónico o los sitios de chateo (de acuerdo a su configuración actual).

El continuo progreso tecnológico de los medios de comunicación computerizados –que son los que mejor reproducen la comunicación cara a cara– aumentará la eficacia de la transmisión de ideas en el futuro. Por ejemplo, según la empresa de investigación de mercado International Data Corporation, los sistemas de videoconferencia –cuyos usuarios pueden verse las caras durante las conversaciones a larga distancia– comienzan a estar al alcance de todos los bolsillos. Se espera que la central mundial pase de tener 622.000 clientes en 1998 a 4.200.000 en el año 2003.¹¹

Modelos epidémicos aplicados a la comunicación boca a boca

Los epidemiólogos han utilizado la teoría matemática de la propagación de las enfermedades para predecir el curso del contagio y la mortalidad.¹² Estos mismos modelos pueden utilizarse para comprender la transmisión de actitudes y la naturaleza del mecanismo de realimentación que sustenta las burbujas especulativas.

El modelo epidémico más simple supone que la enfermedad posee una determinada *tasa de infección* (la tasa a la que se propaga desde las personas infectadas a las personas susceptibles al contagio) y una *tasa de desaparición* también determinada (tasa a la que la gente infectada deja de ser contagiosa, ya sea porque se ha recuperado de la enfermedad o porque ha muerto).

Si la tasa de desaparición es igual a cero, la representación gráfica de la cantidad de gente infectada después del ingreso de un individuo contagioso seguirá una curva matemática llamada *curva logística*.¹³ A través de la curva logística, el porcentaje de población infectada inicialmente asciende de acuerdo a la tasa de infección. Si bien el promedio de aumento es casi constante al principio, el número absoluto de gente que contrae la enfermedad asciende cada vez más rápido: la cantidad de personas infectadas aumenta proporcionalmente a medida que hay más personas en condiciones de contagiar la enfermedad. Pero la tasa de aumento comienza a declinar cuando el conjunto de individuos susceptibles al contagio

empieza a disminuir. Aun cuando la tasa de infección intrínseca a la enfermedad permanezca inalterada, la tasa de producción de nuevos contagios disminuye porque los individuos recientemente infectados encuentran menos personas en condiciones de ser contagiadas. Finalmente, toda la población está infectada y la curva logística se achata al 100%. Despues de esto ya no se producen nuevos casos.

Si la tasa de desaparición es mayor que cero y menor que la tasa de infección, el modelo predice que el desarrollo de la epidemia tendrá forma de campana: al principio el número de infectados ascenderá de cero a las más altas cumbres, y luego volverá a cero. El pico puede producirse antes de que el 100% de la población se haya contagiado.

Si la tasa de desaparición es más alta que la tasa de infección, la epidemia no comenzará y por lo tanto no será observada.

Los epidemiólogos utilizan estos modelos para comprender los patrones de las epidemias. A través de ellos pueden inferir, por ejemplo, que si la tasa de desaparición supera apenas a la tasa de infección la población correrá riesgo de epidemia por muy saludable que sea, dado que un aumento mínimo en la tasa de infección o una disminución casi inadvertida en la tasa de desaparición podrían inclinar el fiel de la balanza hacia una nueva epidemia. De este modo, los epidemiólogos pueden deducir que los cambios en los patrones meteorológicos que obligan a las personas a permanecer juntas dentro de sus casas (donde son más propensas al contagio) podrían hacer que la tasa de infección superara la tasa de desaparición. En ese caso se desataría una epidemia, aunque el número absoluto de infectados aumentaría lentamente al principio. Si las condiciones meteorológicas cambiaron lo suficientemente rápido y produjeron un descenso en la tasa de infección –de modo que la cantidad de infectados no llegue a ser demasiado grande– la epidemia pasaría inadvertida para el común de la gente. Pero si el mal tiempo durase lo suficiente como para ampliar la brecha entre las tasas de infección y desaparición, la epidemia se propagaría a paso agigantado y afectaría a la mayoría de la población. Según este ejemplo, los epidemiólogos pueden emplear el modelo para anticipar cuántos días de condiciones meteorológicas adversas se necesitan para producir una epidemia grave.

Estos modelos epidémicos han sido aplicados a otros fenómenos biológicos que pueden tener importancia para el mercado financiero.

El economista Alan Kirman los utilizó para esquematizar el comportamiento de las hormigas durante la explotación de los recursos alimentarios, pero dejó en claro que también podían emplearse para explicar los cambios en las cotizaciones del mercado de valores.¹⁴ Diversos experimentos permitieron descubrir que, si se les ofrecen dos fuentes de alimento cercanas al hormiguero, las hormigas tienden a explotar ambas, aunque no con la misma intensidad. Con el tiempo (y aunque el investigador reabastezca constantemente ambas fuentes de alimento para que no haya diferencia alguna) las hormigas podrían prestar más atención a la fuente que antes habían desatendido. ¿Por qué razón no explotan ambas fuentes por igual desde un principio?, y ¿qué las lleva a cambiar su foco de atención? Kirman explica que las hormigas reclutan *individualmente* a otras hormigas y las orientan hacia una de las dos fuentes de alimento y que, por otra parte, ninguna hormiga orienta a otra rumbo al hormiguero. El reclutamiento se hace por contacto y seguimiento (reclutamiento por tandem) o por sembrado de un rastro químico (reclutamiento por feromonas). Ambos procesos equivalen a la comunicación boca a boca en el mundo de las hormigas. Kirman demuestra que, si bien el proceso de reclutamiento es aleatorio, los fenómenos observados durante el experimento pueden explicarse a través de un modelo epidémico simple.

Aunque la propagación de las enfermedades y la conducta de las hormigas no presentan interés teórico para nuestro estudio de las burbujas del mercado de valores, el hecho de que los sociólogos hayan aplicado modelos epidémicos para predecir el curso de la transmisión de ideas boca a boca es importante en la práctica.¹⁵ La dinámica de esta transmisión puede asemejarse a la del contagio de una enfermedad. Sin embargo, la teoría matemática de las epidemias parece menos adecuada para comprender los procesos sociales que para interpretar la propagación de las enfermedades o el comportamiento de las hormigas. Esto podría explicarse si tomamos en cuenta que los parámetros básicos de estos modelos no son tan constantes en las ciencias sociales como en las biológicas.

Uno de los motivos del fracaso de la aplicación de modelos epidémicos a la propagación de ideas podría ser que la tasa de mutación –es decir, la tasa de errores de transmisión– es mucho más alta en el caso de las ideas que en el de las enfermedades u otros procesos biológicos. Muchos de ustedes recordarán el juego del té-

fono estropeado, muy popular entre los niños. Su dinámica es la siguiente: el primer jugador imagina una historia simple y la susurra al oído del segundo jugador, quien a su vez la susurra al oído del tercero, y así sucesivamente. Cuando el último jugador de la hilera cuenta la historia en voz alta para todo el grupo, la distorsión de la historia original suele ser tan marcada que su relato provoca un estallido de risas. Por lo tanto, la comunicación interpersonal de historias complejas no es fiable.

Por este motivo es improbable que la transmisión de ideas boca a boca –aun respaldada por el teléfono– se propague lo suficiente como para infectar toda la nación. La precisión de la transmisión fallará mucho antes de que eso suceda. Por el contrario, la transmisión de una computadora a otra no presenta errores. Los virus de las computadoras¹⁶ se pueden contagiar a escala nacional o internacional sin sufrir modificación alguna. Pero los virus no tienen la capacidad de modificar la opinión de la gente: no van más allá de la máquina. El hecho de que los usuarios del correo electrónico puedan reenviar mensajes de otros o derivar a otros sitios de la Red permite que las comunicaciones boca a boca se propaguen sin error alguno. Y las nuevas tecnologías que nos permiten reenviar mensajes vocales durante una conversación telefónica o una video-conferencia mejorarán la precisión y la persistencia de las comunicaciones interpersonales.

Aunque la imprecisión y la variabilidad de las comunicaciones interpersonales impide que la ciencia matemática pueda predecir con algún grado de certidumbre cómo se propagarán las ideas, los modelos epidémicos aún sirven para comprender qué clase de cosas pueden producir cambios en las cotizaciones del mercado. Por ejemplo, hay que considerar que cualquier cambio en la tasa de infección o la tasa de desaparición provocará cambios en la tasa de propagación de nuevas ideas.

Una noticia importante a escala nacional que no esté vinculada con los mercados financieros puede disminuir la tasa de contagio de ideas en ese ámbito, simplemente por distraer la atención del público. Este fenómeno contribuiría a explicar por qué, como vimos en el capítulo IV, los movimientos de las cotizaciones no son absolutamente volátiles durante las crisis nacionales, a pesar de la importancia potencial de estas crisis para los negocios del país. Y también explicaría por qué la mayor parte de los grandes movimientos bur-

sátiles ocurre cuando no hay noticias importantes. Por otra parte, las noticias nacionales relacionadas con el mercado o propiciadoras de debates pueden aumentar la tasa de contagio. Esto explicaría, en parte, el exagerado efecto de Internet sobre el mercado de valores: la atención que prestamos a la Red propicia una mayor cantidad de conversaciones sobre los paquetes de acciones de las nuevas tecnologías y de ese modo aumenta la tasa de contagio teórico.

No es necesario que la transmisión de ideas de boca en boca infecte todo el país para afectar los precios del mercado a escala nacional. Más aún, los rumores pueden propagar la reacción pública a las noticias o su difusión mediática. Para comprender el impacto público de cualquier noticia o concepto nuevos hay que considerar la tasa de contagio con relación a la tasa de desaparición, dado que el contacto de la gente con los mismos sigue estando socialmente mediado. De ahí que un acontecimiento que afecta el mercado se pueda propagar si va acompañado de un buen relato, vívido y *narrable*.

La importancia de un relato narrable para mantener alta la tasa de contagio de ideas se puede apreciar en numerosos ejemplos extraídos de la presentación comercial de nuevos productos, como es el caso de las promociones de películas cinematográficas. Con el objetivo de atraer la atención del público receptivo, los directores de marketing lanzan una campaña publicitaria apenas se estrena la película. Solo una pequeña parte de la población responde a esta publicidad inicial. No obstante, el éxito de la película dependerá de la reacción de esa gente y de las opiniones que transmitan a los demás. Es sabido que las recomendaciones de los críticos de cine ejercen un impacto mucho menor que el efecto masivo de una recomendación de boca en boca.

Por analogía, las noticias pasibles de ser transmitidas en conversaciones informales tienen más probabilidades de contribuir al contagio de ideas. Es improbable que la visión árida y analítica que ofrecen los expertos sobre la economía de la nación sea transmitida de boca en boca. Por el contrario, es probable que la noticia de un movimiento súbito en el mercado se divulgue rápidamente. Por supuesto que las opiniones de los especialistas coinciden a veces con las noticias de movimientos en los precios, pero rara vez son lo bastante vívidas como para iniciar una cadena de comunicación de boca en boca.

Ya sea de signo positivo o negativo, la información comunicada de boca en boca es esencial para la propagación de las burbujas especu-

lativas. Por lo tanto, conviene tener en cuenta la posibilidad de que un evento sea transmitido de este modo al juzgar su potencial de generar una burbuja especulativa. La predicción de graves problemas en las computadoras por el contagio del virus Y2K fue un clásico ejemplo de transmisión de boca en boca relacionado con la fascinación nacional por esos aparatos y el nuevo milenio. Aunque los temores resultaron infundados, la historia causó un impacto exagerado sobre el mercado (sobre todo si la comparamos con relatos menos vívidos).

Numerosas ideas en conflicto coexisten en la mente humana

Uno de los motivos de la veloz propagación de las ideas –y de que la opinión pública pueda dar vuelcos espectaculares– es que las ideas en cuestión ya están en nosotros. La mente humana puede albergar ideas contradictorias de manera simultánea y cualquier cambio en los hechos o la atención pública puede otorgar preeminencia a una opinión que contradice otras anteriores.

Por ejemplo, la mayoría de las personas cree que el mercado de valores es impredecible y que es inútil calcular sus tiempos. Pero también cree (como vimos en el capítulo III) que si el mercado se desploma se recuperará. Ambas opiniones son contradictorias.

Podríamos explicar la existencia de opiniones contradictorias simultáneas diciendo que la gente *cree* haberlas escuchado de boca de expertos. La cultura transmite cierta cantidad de supuestos, que casi siempre se atribuyen a un sujeto hipotético. Como el tan empleado: “Dicen que...”. Si aceptamos sin pensar los puntos de vista de una supuesta autoridad imaginaria, habrá conflicto.

A veces, algunos rumores salidos de la nada se propagan indiscriminadamente. Por ejemplo, escuchamos decir hasta la saciedad que “dicen” que la mayoría de la gente solo utiliza el 10% de su cerebro –mito que data del siglo XIX, cuando la neurología no tenía los medios necesarios para confirmar o desautorizar el hecho. También “dicen” que la tasa de natalidad de Nueva York aumentó nueve meses después de que un apagón general ocurrido en 1965 dejara a los neoyorquinos sin otra cosa que hacer durante un rato. Pero lo cierto es que no se produjo aumento alguno en la tasa de nacimientos.¹⁶ Y, para ir al grano, “dicen” que durante el *crash* de 1929 hubo mayor cantidad de suicidios, cosa que por supuesto no ocu-

rrió.¹⁷ Las historias que se cuentan en las conversaciones –y las que los medios difunden– no están necesariamente relacionadas con la verdad de los hechos.

Debido a esta tendencia a atribuir opiniones a expertos reales o imaginarios, la gente no se preocupa por las contradicciones evidentes entre los distintos puntos de vista que expresa. Existe cierta predisposición a cabalgar con la rienda suelta: es decir, a suponer que los especialistas han analizado a fondo las contradicciones y saben que no son tales. Es verdad que algunas teorías que parecen contradictorias en realidad no lo son. Y de ahí a suponer que, con solo pedírselo, los expertos podrían despejar las contradicciones más evidentes, hay solo un paso.

Los razonamientos de la gente sobre el secreto ámbito de las inversiones están plagados de ideas sin madurar que podrían ser mutuamente contradictorias, o al menos no estar ubicadas dentro de un marco analítico. Inferir qué importancia tendrán esas ideas en las decisiones que tomarán los inversores supone todo un desafío.

El hecho de que las personas sostengan ideas contradictorias simultáneas es importante porque podría indicar que no están convencidas de algunas de sus opiniones. Por lo tanto no podemos dar demasiado crédito a la opinión generalizada de que el mercado se recuperará casi de inmediato después de un *crash*, dado que las circunstancias que lo produjeron podrían generar opiniones contradictorias que explicarían su falta de elasticidad. En ese caso los inversores reaccionarían de maneras imposibles de predecir basándose en la confianza antes manifestada.

Variaciones de la atención debidas a cuestiones sociales

La estructura del cerebro humano permite que se concentre en un solo foco consciente de atención de una vez, y pase rápidamente de un foco a otro. Los datos sensoriales que recibimos del entorno son complejos y el cerebro se las ingenia para filtrarlos y crear una sensación de aquí y ahora –que nos permite saber qué es lo más importante en cada momento– y una secuencia de pensamientos acordes a esa sensación. Por ejemplo, cuando esperamos el embarque a un avión en el aeropuerto, nuestra atención se concentra en el tema “esperar embarque” y organiza numerosos pensamientos y

observaciones relacionados con él, como si fuera la esencia misma de la realidad. Por lo general no estudiamos el tejido de la alfombra ni las manchas de polvo de las ventanas, ni tampoco cavilamos sobre la forma de las letras de las pantallas de información, aunque bien podríamos hacerlo. Estos detalles suelen estar más allá de nuestra conciencia, aun cuando estemos recibiendo y procesando información sensorial acerca de ellos.

La capacidad de concentrar la atención en cosas importantes es una de las características que definen la inteligencia, y nadie sabe a ciencia cierta cómo lo hace el cerebro. La dificultad de concentrar la atención allí donde debemos concentrarla es también uno de los errores humanos más característicos. Aunque notable, el mecanismo desarrollado por el cerebro para concentrar la atención dispta de ser perfecto.

Si recordamos algunos de los errores más graves que cometimos a lo largo de la vida, veremos que casi siempre fueron producto de no prestar atención a los detalles. Si alguien nos hubiera llamado reiteradamente la atención sobre ciertos factores determinantes, hubiéramos respondido de inmediato y modificado el curso de nuestras acciones. Entonces, para comprender los errores que la gente cometió en el pasado es imprescindible tener en cuenta a qué cosas *no* prestó la debida atención.

El cerebro desarrolló un mecanismo de selección social para dirigir la atención hacia los puntos importantes. Prestamos atención a muchas cosas a las que las demás personas también prestan atención. La base social de la atención permite que aquellos individuos que reconocen la importancia de una información determinada puedan llamar la atención de los otros miembros de la comunidad y crear una visión del mundo y un conjunto de datos comunes a todos. Esto permite que la comunidad funcione de manera armoniosa. Pero el componente social de la atención es imperfecto y puede causar errores de grupo, debido a que el foco común de atención pasa por alto detalles que los individuos podrían advertir. El fenómeno de la atención social –como el de la atención individual– es una de las grandes creaciones de la evolución del comportamiento y es esencial para el funcionamiento de la sociedad humana. No obstante, es una creación imperfecta.

Este mecanismo hace que la atención de toda la comunidad se centre en cuestiones que parecen importantes. Debido a ello, y reto-

mando el modelo epidémico, la tasa de contagio puede aumentar de manera súbita y drástica. Un cambio importante y repentino en el mercado de valores es uno de los eventos que opacan cualquier otro tema de conversación.

El aspecto social de la atención, que funciona de boca en boca y es facilitado por la difusión mediática de las ideas, puede generar focos capaces de propagarse velozmente por todo el mundo. Si el mercado de valores logra captar la atención de gran parte de las mentes del planeta, no deberá sorprendernos que los mercados de lugares distantes se muevan simultáneamente aunque los fundamentales de los distintos países no sugieran ninguna razón para ello.

La gente no puede explicar sus cambios de atención

Por otra parte, a la gente le resulta difícil explicar qué la llevó a decidir determinado curso de acción. Muchas veces no recordamos qué fue lo primero que nos llamó la atención. Esta es una de las razones principales por las que los cambios en los activos especulativos –que reflejan con celeridad los cambios de atención– parecen inexplicables.

Las modificaciones de los precios pueden captar la atención pública e incluso la de los inversores profesionales. Tras investigar qué acciones elegían los inversores institucionales, John Pound y yo redactamos una lista de acciones cuyos precios habían aumentado rápidamente durante el año anterior y cuyas relaciones precio-beneficios eran altas. Después obtuvimos una lista de inversores institucionales que habían declarado ante la Comisión de Bolsas y Valores la compra de una de las acciones (grupo de experimento) y la comparamos con una lista de inversores institucionales de un paquete de acciones aleatorio (grupo de control). Les preguntamos a los integrantes de ambas listas si concordaban con la siguiente afirmación en lo que hacía a sus acciones (el acelerado aumento de las cotizaciones para el grupo de experimentación o los recorridos azarosos del mercado para el grupo de control): “Mi interés inicial fue resultado de la búsqueda sistemática (a través de la computadora u otro medio similar) de una acción que poseyera determinadas características dentro de un amplio conjunto”.¹⁸ Como se trataba de inversores profesionales, no debe sorprendernos que el 67% del grupo de

control dijera concordar con la afirmación. Pero solo el 25% del grupo de experimentación estuvo de acuerdo. Dado que casi nadie recuerda qué fue lo que primero atrajo su atención, no podemos esperar que nos digan que el aumento de los precios despertó su interés. Sin embargo, nuestro esquema experimental muestra que el alza de las cotizaciones –o los acontecimientos vinculados con ella– atrajo la atención de los inversores. Lo más importante de todo es que la mayoría de los que invirtieron en acciones cuyos precios aumentaron rápidamente dijeron haber tomado su decisión de manera sistemática.

Si los cambios de la atención causan importantes cambios en el comportamiento, no podemos esperar que la gente explique las razones que la llevaron a modificar su conducta. Por lo general las personas no pueden explicar qué las impulsó a prestar atención a algo, y por lo tanto no pueden explicar su propio comportamiento. En un experimento realizado en 1931, el psicólogo N. R. F. Maier les pidió a los sujetos que ataran dos cuerdas, la una a la otra. Ambas colgaban del techo, tan apartadas una de la otra que era imposible aspirarlas al mismo tiempo. La única solución era juntarlas de algún modo. Los sujetos recibieron varias herramientas para llevar a cabo la tarea y se les pidió que inventaran distintas maneras de atar las cuerdas. Una de las opciones consistía en atar un peso en el extremo de una de ellas, hacerla oscilar como un péndulo, agarrar el extremo de la otra cuerda con una mano y atrapar la oscilante con la otra. A muchos sujetos se les ocurrió la misma idea cuando el investigador hizo oscilar una de las cuerdas. Pero, cuando les preguntaron cómo se les había ocurrido la idea, solo un tercio dijo haber visto la cuerda oscilante. La cuerda había modificado el foco de atención pero la mayoría de los sujetos no veía conexión alguna entre sus actos y el estímulo que les había dado la idea.¹⁹

Por analogía, los auges del mercado de valores comienzan cuando un factor determinado –como la cuerda oscilante– capta la atención del público. Ciertos acontecimientos –como detectar el aviso publicitario de un fondo mutuo o conocer el programa de inversiones de un plan 401(k)– podrían ser la cuerda oscilante en el actual mercado de valores. Pero jamás llegaremos a conocer la importancia de estos estímulos para la mayoría de los sujetos con solo preguntarlos. Aun cuando recuerden los estímulos, no podrán decírnos *cómo* los afectaron.

El estado actual de las cosas

En este capítulo hemos fundamentado la idea de que la *exuberancia irracional* es responsable de los altos niveles recientes del mercado de valores. En la Parte 1 presentamos una lista de doce factores precipitantes cuyos efectos pueden ser amplificados por los ciclos de retroalimentación y el acontecer natural de fraudes de Ponzi, con ayuda de los medios de difusión siempre dispuestos a estimular la exuberancia de los mercados. También analizamos la enorme confianza de los inversores y sus indeclinables expectativas respecto al brillante futuro del mercado.

En la Parte 2 analizamos los componentes culturales de la exuberancia, los diversos grados de atención social a las teorías de la nueva era, y la tendencia de estas teorías a reaccionar al mercado y estimularlo transitoriamente. En la Parte 3 dimos un paso atrás y repasamos algunos de los factores psicológicos básicos que permitieron que los cambios descritos en las dos partes anteriores causaran efecto. En el capítulo VII demostramos que las anclas psicológicas más triviales y menos visibles pueden determinar los niveles del mercado, y que el exceso de confianza de los inversores puede fortalecerlas. En este capítulo intentamos resolver la confusión esencial del mercado actual: vemos que su valor aumenta constantemente pero no podemos detectar una causa –vinculada con la opinión pública racional– que justifique el aumento.

En lo que queda del libro intentaremos situar la teoría de la exuberancia irracional en un contexto más amplio. En la Parte 4 analizaremos algunos argumentos de peso contrarios a la idea de que ocurre algo irracional en el mercado. En el último capítulo nos referiremos al desafío que implica esta exuberancia para las políticas individuales, institucionales y gubernamentales.

Parte 4

Intentos de racionalizar la exuberancia

IX EFICIENCIA, RUMBO CASUAL Y BURBUJAS DE LOS MERCADOS

La teoría de que los mercados financieros son eficientes –y las profusas investigaciones que se ocupan de ella– constituye la base intelectual de los argumentos contrarios a la idea de que los mercados son vulnerables a la exuberancia excesiva o a las burbujas. La *teoría de los mercados eficientes* sostiene que *todas* las cotizaciones financieras reflejan *toda* la información pública en *todo* momento. En otras palabras, los precios de los activos financieros son correctos en todo momento a partir de los datos de conocimiento público. Las cotizaciones pueden *parecer* demasiado altas o bajas en un período determinado, pero según esta teoría esa apariencia es una mera ilusión.

Así, los precios de las acciones describirían “un rumbo casual” a través del tiempo; es decir que los cambios en las cotizaciones son impredecibles porque solo se producen en respuesta a información auténticamente nueva, que por el simple hecho de ser nueva es también impredecible. La teoría de los mercados eficientes y la hipótesis de los recorridos azarosos han sido sometidas a numerosas pruebas basadas en información del mercado de valores, y publicadas en revistas y libros de economía y finanzas. Si bien la teoría fue estadísticamente rechazada muchas veces en estas publicaciones, de acuerdo a algunas interpretaciones podría ser considerada verdadera. Los estudios que la fundamentan son numerosos e incluyen investigaciones de óptima calidad. Por lo tanto, estemos o no de acuerdo con sus postulados, debemos tomar en cuenta la teoría de los mercados eficientes.

Razonamientos básicos sobre la eficiencia de los mercados y los rumbos casuales de los precios

La idea de un mercado eficiente es tan natural que debe haber convivido con nosotros desde hace siglos. Aunque la denominación *mer-*

cados eficientes se popularizó gracias a los estudios del profesor Eugene Fama y sus colegas de la Universidad de Chicago a finales de la década de 1960, la teoría propiamente dicha había surgido muchos años atrás.¹ George Gibson ya la había mencionado en 1899 en su libro *The Stock Markets of London, Paris and New York* [Los mercados de valores de Londres, París y Nueva York]. Allí decía que, cuando “las acciones adquieren conocimiento público en un mercado abierto, el valor que se les atribuye resulta de la evaluación más inteligente de sus posibilidades”.² La teoría de los mercados eficientes fue uno de los pilares de la enseñanza universitaria de economía y finanzas durante todo el siglo XX. A menudo se la utilizó para justificar las supuestamente altas valoraciones del mercado, entre otras el máximo de 1929. Ese mismo año, el profesor Joseph Lawrence –de la Universidad de Princeton– llegó a la conclusión de que “el consenso de millones de personas cuyas valoraciones afectan ese admirable mercado, la Bolsa, se basa en que las acciones no están sobrevaloradas en este momento. [...] ¿Dónde está ese grupo de hombres cuya inmensa sabiduría los autorizará a vetar el juicio de la multitud inteligente?”³

La hipótesis más simple de la teoría de los mercados eficientes proviene de una observación directa: parece difícil ganar mucho dinero en el mercado de valores comprando barato y vendiendo caro. Mucha gente capaz ha fracasado en el intento. Además, sabemos que para ganar dinero es inevitable competir contra individuos más astutos –los llamados “inversores bien informados”– que obtienen datos confidenciales de buena fuente y pretenden aprovechar las mismas oportunidades bursátiles. Si creemos que un activo está infravalorado o sobrevalorado, tendremos que pensar por qué lo sigue estando a pesar de los esfuerzos de los inversores bien informados por cerrar transacciones provechosas.

Según la teoría de los mercados eficientes, si estos inversores encontraran una manera de obtener ganancias sustanciales comprando bajo y vendiendo alto, lograrían que las cotizaciones de los activos fueran correctas. Compraría acciones subvaloradas y por lo tanto tenderían a aumentar sus precios. Del mismo modo, venderían acciones sobrevaloradas y tenderían a bajar sus cotizaciones. Si los precios fueran sustancialmente inadecuados los inversores bien informados se harían ricos gracias a sus transacciones bursátiles, tendrían mayor influencia sobre el mercado y acabarían con la costumbre de infravalorar o sobrevalorar las acciones.

Desafortunadamente, estos argumentos de la teoría de los mercados eficientes no dicen que los períodos de subvaloración o sobrevaloración de los activos no pueden durar años ni décadas. Los inversores bien informados no podrían aprovechar la oportunidad de hacer dinero rápidamente y por lo tanto no se sabría cuándo llegaría a su fin la valoración errónea del mercado. Si supiéramos que el mercado tendrá un mal desempeño en los próximos diez o veinte años, y al mismo tiempo desconociéramos cuándo comenzará el período negativo y no pudiéramos comunicar lo que sabemos al público en general, no tendríamos manera de aprovechar ese conocimiento. Por consiguiente no hay razones de peso para suponer que los inversores bien informados deben necesariamente eliminar la subvaloración o la sobrevaloración de las acciones.

Pero esta limitación de la teoría de los mercados eficientes suele ser pasada por alto. Muchos suponen que esta misma teoría que sostiene que es difícil anticipar los cambios diarios en las cotizaciones lleva implícita la imposibilidad de anticipar *cualquier* cambio.

Algunas reflexiones sobre los “inversores astutos y bien informados”

La teoría de los mercados eficientes sostiene que diferentes capacidades no producen distintos niveles de desempeño en el campo de las inversiones. De acuerdo a esta teoría, los individuos más inteligentes no podrán desenvolverse mejor que los menos dotados a la hora de invertir. Esto se debe a que sus astutas lucubraciones ya han sido incorporadas a los precios de las acciones.

Si aceptamos la hipótesis de los mercados eficientes veremos que no solo no es una ventaja ser inteligente, sino que tampoco es una *desventaja no ser tan inteligente*. Si las personas no tan avezadas perdieran dinero en todas sus transacciones comerciales, los inversores bien informados recibirían una clara señal: si quieras aprovechar la oportunidad y obtener grandes beneficios, haz exactamente lo contrario de lo que hacen los inversores menos astutos. No obstante, según la teoría de los mercados eficientes, esa oportunidad no existe.

Por lo tanto, la capacidad de reflexión y la inteligencia no tendrían ninguna importancia en el momento de invertir. En cuanto a

los rendimientos esperados sobre las inversiones, bien podríamos elegir acciones al azar; en este caso sería válida la metáfora de arrojar dardos a las listas de títulos para escoger cuáles comprar. A esto se debe que tanta gente crea no necesitar saber si una determinada acción está o no sobrevalorada y piense que puede ignorar que el mercado actual está sobrevalorado.

¿Pero por qué las personas más inteligentes habrían de fijar los precios? Muchos individuos no tan inteligentes o no tan bien informados compran y venden acciones. ¿Por qué no habrían de influir también ellos sobre los precios?

Antes dijimos que algunos expertos creen que los inversores astutos y bien informados se han apoderado del mercado mediante transacciones provechosas y de ese modo han fijado cotizaciones adecuadas. De acuerdo a ese razonamiento, los inversores no tan inteligentes tendrían tan pocas acciones que resultarían insignificantes como fuerzas de mercado. Este argumento es fácil de refutar. En primer lugar, si los inversores astutos y bien informados dominaran el mercado por esa razón, ello indicaría que *había* operaciones favorables con anterioridad, pues de lo contrario no podrían haber empleado la inteligencia para apoderarse del mercado. Pero si en algún momento *hubo* operaciones favorables las debería seguir *habiendo*, dado que con el paso del tiempo los inversores astutos y bien informados se retiran del negocio y deben ser reemplazados. No podemos decir que esos inversores astutos se apoderaron del mercado hace cien años y lo han dominado desde entonces, simplemente porque todos los inversores inteligentes de antes están muertos.

También –y siempre a favor de la teoría de los mercados eficientes– se dice que los inversores profesionales, los administradores monetarios institucionales y los analistas de títulos no tienen la capacidad necesaria para superar al mercado en su conjunto, y a menudo quedan rezagados del mercado –una vez deducidos los costes de las operaciones y los honorarios de la gestora. El resultado puede ser desconcertante, dado que tendemos a creer que los inversores profesionales conocen mejor el medio y son más sistemáticos en sus transacciones que los inversores particulares. Pero tal vez el resultado no sea tan desconcertante como parece. Los inversores particulares suelen tener asesoramiento profesional y también pueden observar (aunque a destiempo) lo que hacen los inversores pro-

fesionales. De modo que podría no haber una diferencia significativa entre el éxito de los inversores profesionales y el mercado en su conjunto, aun cuando los análisis de aquellos sean muy valiosos para otros. Los inversores particulares que cuentan con suficientes recursos suelen ser individuos inteligentes, a menudo con formación universitaria. Algunos estudios recientes han demostrado que los consejos de los expertos valen su peso en oro, si el receptor actúa rápidamente y en consecuencia.⁴

El motivo fundamental por el que no se encontró mayor evidencia de que las personas más inteligentes tienden a ganar más dinero es que no hay manera de medir la inteligencia de los inversores. No tenemos bases de datos que incluyan el coeficiente intelectual de los gestores de inversiones que nos permitan comparar sus resultados con su nivel de inteligencia. Y aunque las tuviéramos, no es seguro que los tests de inteligencia actuales puedan medir las capacidades necesarias.

Un estudio realizado por Judith Chevalier y Glenn Ellison estuvo cerca de adquirir información precisa sobre la inteligencia de los gestores de inversiones. Para ello, examinaron la puntuación media del Test de Aptitud Universitaria (TAU) de las universidades a las que habían asistido los gestores. Así descubrieron que las empresas cuyos directivos habían estudiado en universidades con un TAU promedio más alto tenían mejores resultados como inversores, incluso después de evaluar otros factores.⁵ Es cierto que una sola investigación no alcanza para resolver el tema de la inteligencia con relación al éxito en las inversiones. Sin embargo, y basándome en la evidencia disponible, no veo motivos para dudar de que, con el paso del tiempo, los individuos más inteligentes tenderán a hacer mejores inversiones.

Ejemplos de errores “obvios” en la cotización de las acciones

A pesar de que la teoría de los mercados eficientes domina el pensamiento de la mayoría, a menudo nos enteramos de casos que ofrecen evidencia flagrante en su contra. Existen numerosos ejemplos de cotizaciones financieras que no pueden ser correctas. Y los medios las difunden con regularidad. La mayor parte de los ejemplos recientes proviene de Internet: a juzgar por los precios de

las acciones, los inversores parecen tener una opinión exagerada de su potencial.

Consideremos el caso de eToys, una empresa fundada en 1997 para vender juguetes por Internet. Poco después de su salida a Bolsa en 1999, el paquete accionario de eToys ascendía a 8.000 millones de dólares y superaba los 6.000 millones de la conocida empresa minorista de juguetes Toys "R" US. Sin embargo, en términos de año fiscal, en 1998 las ventas de eToys sumaron 30 millones de dólares y las de Toys "R" US alcanzaron los 11,2 mil millones de dólares, casi 400 veces más. Por otra parte, los beneficios de eToys fueron -28,6 millones de dólares y los de Toys "R" US, 376 millones.⁶ De hecho, Toys "R" US –como otras empresas minoristas de juguetes– ha inaugurado su propio sitio en la Red. A pesar de haber tenido algunas dificultades iniciales para el lanzamiento del sitio, cuenta con una gran ventaja respecto de eToys: los clientes que no se sienten satisfechos con los juguetes comprados por Internet siempre pueden acudir a uno de sus múltiples locales de venta minorista para cambiar el producto o pedir asesoramiento. Además, los clientes que habitualmente compran en esos locales se inclinarán a favor de Toys "R" US cuando decidan hacer compras a través de la Red.

Muchos observadores opinan que el valor atribuido por el mercado a determinadas acciones –como las de eToys– es absurdo. No obstante, la influencia de estos observadores sobre las cotizaciones bursátiles no logra corregir el error. ¿Qué podrían hacer para corregirlo? Quienes dudan del valor de esas acciones podrían intentar venderlas a descubierto –estrategia financiera de venta de acciones cuando se espera una bajada en los precios–, y algunos seguramente lo harán, pero su voluntad de completar esta transacción estará limitada por la posibilidad de que el precio de las acciones suba por el entusiasmo de otros inversores. A veces, los precios absurdos duran mucho tiempo.

Resulta obvio que quienes invierten en este tipo de acciones no tienen en cuenta su potencial a largo plazo, y también que en el mercado no hay fuerzas capaces de impedir que estos inversores produzcan una importante sobrevaloración de los títulos. ¿Acaso esto no va en contra de la eficiencia del mercado, al menos en lo que respecta a determinadas acciones? Y si algunas acciones pueden ser sobrevaloradas, ¿no implicaría que la totalidad del mercado puede serlo, dado que esas acciones forman parte de él?

Debate sobre ejemplos de errores obvios en la cotización de las acciones

Sin embargo, y a pesar de su obviedad, algunos especialistas cuestionan que haya errores en la valoración de las acciones. En su libro *Stocks for the Long Run* [Acciones a largo plazo], Jeremy Siegel señala que algunos de los casos más mentados de errores pasados en las cotizaciones quedaron justificados con el paso del tiempo. Siegel incluye una lista de cincuenta acciones apodadas las "Nifty Fifty" [Cincuenta sin igual] allá por 1970 o 1972; acciones glamorosas en las que los inversores depositaron grandes expectativas y cuyas relaciones precio-beneficios eran muy altas. En la lista aparecen algunas empresas de tecnología de avanzada –como IBM y Xerox– y otras de productos de consumo masivo –como Coca-Cola y McDonald's-. Un artículo publicado en la revista *Forbes* en 1977 –luego de que las cotizaciones de las Nifty Fifty cayeran en picado tras el desplome del mercado en 1973-1974– afirma que estas fueron un claro ejemplo de la locura de los inversores.⁷

Siegel demostró que, en conjunto, las Nifty Fifty no estaban sobrevaloradas a largo plazo en 1970. Si hubiéramos comprado y conservado una cartera de valores equivalente de esas acciones desde 1970 hasta 1996, habríamos obtenido los mismos beneficios que el Índice Compuesto S&P 500.⁸ Este ejemplo refuta de plano la idea de que, a veces, los precios de las acciones son errados. Si las Nifty Fifty fueran un claro ejemplo de absurdo sobreprecio, habríamos fracasado en nuestro intento de demostrar que son prueba de la irracionalidad del mercado.

En su libro *Famous First Bubbles* [Primeras burbujas célebres], Peter Garber aduce que la más famosa de todas las burbujas –la moda de los tulipanes en Holanda en el siglo XVII– tampoco fue un claro ejemplo de sobrevaloración irracional. La historia, muy difundida a través de un libro publicado por Charles Mackay en 1841, es tan conocida que forma parte de nuestra cultura popular y suele utilizarse para explicar qué es una burbuja especulativa. El término alude a la época en que los precios de los bulbos de tulipán alcanzaron niveles absurdos y luego cayeron en picado. Por ejemplo, en 1636 alguien cambió un bulbo de tulipán por cuarenta y ocho hectáreas de terreno edificable. En su libro, Mackay decía que la gente se había "apegado de manera insensata" al comercio del tulipán

y que “el afán de los holandeses de poseerlos era tan grande que des-
cuidaron la industria ordinaria del país”.⁹

Pero Mackay no ofrece pruebas concretas de la conducta insen-
sata de la gente y tampoco demuestra que el afán haya estado rela-
cionado con un error especulativo en la fijación de los precios. Garber
señala que solo algunas variedades de tulipán –cuyos extraños colo-
res se debían a un virus que causaba manchas oscuras en los péta-
los– alcanzaron precios verdaderamente altos. Estos tulipanes no
se podían propagar rápidamente y eran, en verdad, raros. Los holan-
deses de aquella época les dieron muchísimo valor, hecho que tuvo
un gran impacto cultural.¹⁰ Por lo tanto, los elevados precios de aque-
lllos tulipanes no indican un mayor grado de locura o tontería que
los altos precios de los objetos de arte que tanto apasionan a los cole-
ccionistas de hoy. Además, el comportamiento de los precios de los
bulbos se parece al de las cotizaciones de otros activos especulati-
vos: no tuvieron un único auge ni tampoco se desplomaron una sola
vez y luego permanecieron estables como sugieren algunos rela-
tos. Los precios de los tulipanes subieron y bajaron muchas veces,
igual que los de las acciones en el mercado actual. Estos cambios
en los precios tal vez tuvieron un fundamento racional: con el paso
del tiempo, los inversores obtuvieron información nueva y recien-
te sobre la demanda pública de flores exóticas.

Los análisis de Siegel y Garber impugnan algunos de los mejores
ejemplos de cotizaciones irrationales en los mercados especulativos.
No obstante, ofrecen pocas pruebas a favor de la teoría de los mer-
cados eficientes.

Si bien es cierto que en el caso de las “Nifty Fifty” los inversores
que conservaron a largo plazo sus acciones hicieron lo correcto, es
probable que casi todos los que las tenían en 1970 las hayan vendi-
do mucho antes de 1996 a pura pérdida. No podemos pensar que
en 1970 todos los inversores sabían que los precios subirían en la
década de 1990 y que valdría la pena esperar hasta entonces para
rescatar sus acciones.

Por otra parte, esos cincuenta paquetes accionarios no son cincuen-
ta pruebas independientes que se suman a la evidencia general. Son
empresas pertenecientes a industrias similares en épocas similares. Y,
como advierte el propio Siegel, si consideramos las veinticinco empre-
sas más destacadas de las *Nifty Fifty* de acuerdo con la relación pre-
cio-beneficios, veremos que continúan estando rezagadas al mercado.

Tomenmos como ejemplo la empresa con más alta relación precio-
beneficios de las *Nifty Fifty* en 1972: Polaroid Corporation, la últi-
ma “novedad” del mercado, valorada entonces a 94,8 en relación
precio-beneficio. Su fundador, Edwin Land, acababa de abandonar
Harvard luego del primer año de estudios –como lo haría Bill Gates
unas décadas más tarde– para desarrollar un proyecto de filtros
de luz polarizados. Creó Polaroid para fabricar los filtros y luego
venderlos para usos diversos: no solo para instrumentos científicos
sino también para gafas de sol y películas tridimensionales. A
lo largo de su carrera Land diseñó y produjo numerosos inventos,
entre ellos la aclamada cámara fotográfica Polaroid con revelado
instantáneo. Algunas de sus invenciones eran tan novedosas que
atraían de inmediato la atención pública. Su decisión juvenil de fun-
dar lo que por entonces era una empresa novel de tecnología de
avanzada aportó al público una historia sensacional, que a su vez
produjo la inmediata sobrevaloración de las acciones. Polaroid Cor-
poration fue la versión de una glamorosa compañía de Internet
en la década de 1970 y ha tenido un mal desempeño desde enton-
ces: entre 1972 y 1997 estuvo por debajo del mercado alrededor del
11,2% anual.¹¹

Más allá de las pruebas ofrecidas por Siegel, cuando analizamos
los precios de 1970 comprobamos que las cotizaciones de los acti-
vos de muchas empresas eran incorrectas. El propio Siegel no insis-
te en que todos los precios eran correctos e incluso llega a decir
que numerosas acciones de Internet están sobrevaloradas.¹²

En su análisis de la manía de los tulipanes Peter Garber tampoco
rechaza tajantemente las pruebas de una fijación de precios errónea.
Tras aclarar que en enero de 1636 incluso los bulbos comunes –no
solo aquellos infectados por el virus– aumentaron veinte veces su
precio inicial y luego sufrieron una caída estrepitosa, Garber confiesa
que le resultó “muy difícil encontrar una explicación funda-
mentada en el mercado” para ese acontecimiento.¹³

Evidencia estadística de cotizaciones incorrectas

Es difícil formarse una opinión sólida sobre la eficiencia del mer-
cado a partir de unas pocas anécdotas acerca de las supuestas coti-
zaciones erradas de algunos activos. Pero tenemos pruebas constantes

de que las empresas "sobrevaloradas" de acuerdo a las mediciones convencionales tienden a empeorar su desempeño en etapas posteriores. Numerosos artículos publicados en revistas especializadas en finanzas así lo demuestran, no a través de ejemplos coloristas sino de evaluaciones sistemáticas de grandes cantidades de información proporcionada por las empresas. Por ejemplo, en 1977 Sanjoy Basu descubrió que las compañías con elevadas relaciones precio-beneficios tendían a empeorar su desempeño en etapas posteriores, y en 1992 Eugene Fama y Kenneth French descubrieron lo mismo con respecto a las acciones con altos valores precio-costo menos depreciación.¹⁴ En 1985, Werner de Bondt y Richard Thaler informaron que las empresas cuyas cotizaciones habían subido mucho durante un quinquenio tendían a bajar sus precios en el quinquenio siguiente, y que las firmas cuyas cotizaciones habían declinado de manera notable durante un quinquenio tendían a restablecer sus cotizaciones en el período siguiente.¹⁵ (En el capítulo VI observamos una tendencia similar en los mercados de valores de todo el mundo.) Jay Ritter descubrió en 1991 que las primeras ofertas públicas en determinadas industrias tienden a ocurrir durante los picos de locura inversora y muestran una declinación gradual pero sustancial en los precios durante el trienio siguiente.¹⁶ Aquí tendríamos una especie de regresión a la media (o a valores pasados más duraderos) en los precios de las acciones: lo que sube mucho tiende a bajar, y lo que baja mucho tiende a subir.

Estos hallazgos –y muchos otros– han propiciado un acercamiento al mercado llamado *inversión en valor*, que consiste en elegir carteras de valores depreciadas según las mediciones convencionales, basándose en la teoría de que los inversores las han desatendido temporalmente y que en algún momento volverán a apreciarlas en su justo valor. La otra cara de la estrategia consiste en sobrevender acciones sobrevaloradas, estimando que su precio tenderá a bajar, para entonces recomprarlas. Se podría pensar que el efecto causado por tantos de estos inversores sobre el mercado sería reducir e incluso eliminar por un tiempo la relación entre valor y rendimientos subsiguientes de las acciones. Después de todo, quienes invierten en el valor compran activos depreciados y hacen subir los precios y también desvían la demanda de activos sobrevalorados.

Es probable que muchas de estas estrategias dejen de funcionar debido a la creciente cantidad de inversores que las emplean; no

obstante, ello no implica que desaparezcan las inversiones en valor del todo y para siempre. Existen distintas maneras de definir el valor y al mercado no le resultará fácil eliminar todas las posibilidades de obtener ganancias por este medio.

Además, aunque desaparezca el efecto valor sobre rendimientos de las distintas acciones, ello no implica que el efecto del valor sobre el rendimiento de la totalidad del mercado en el transcurso del tiempo deba desaparecer también. La típica estrategia de los inversores en valor es salirse de las acciones sobrevaloradas, pero no salirse de todo el mercado cuando este parece estar sobrevalorado.

Cambios en los beneficios y cambios en los precios

Otro argumento a favor de la eficiencia básica de los mercados, en un sentido más global, sostiene que los precios de las acciones apenas siguen el rastro de los beneficios con el paso del tiempo; es decir que, a pesar de que haya grandes fluctuaciones en los beneficios, las relaciones precio-beneficios se mantendrán dentro de un espectro relativamente limitado.

Peter Lynch, un experto en inversiones que aparece con frecuencia en los medios de difusión, dice en letras de molde rojas al pie de su fotografía (la cita está tomada de un anuncio de publicidad de Fidelity Investments que abarca una página completa): "A pesar de las nueve recesiones ocurridas desde la Segunda Guerra Mundial, el mercado de valores subió 63 veces porque los beneficios subieron 54 veces. Los beneficios dirigen el mercado". La publicidad parece destinada a convencer a los lectores de que el crecimiento de los beneficios podría justificar el crecimiento de los precios. Pero las cifras son engañosas. Dado que se eligió un lapso prolongado para establecer comparaciones y no se corrigieron los números de acuerdo a la inflación. Teniendo en cuenta que los beneficios fueron muy bajos después de la Segunda Guerra Mundial, no es sorprendente que Lynch haya llegado a la conclusión que llegó. Pero si analizamos otros ejemplos veremos que el crecimiento de los beneficios no justifica los cambios en los precios.¹⁷ Las palabras de Lynch reflejan la muy difundida creencia de que los cambios en los beneficios por lo general justifican los cambios en los precios de las acciones, e intentan demostrar que los movimientos de precios en

el mercado de valores no se deben a ninguna clase de comportamiento irracional de los inversores.

Como hemos visto, solo hubo tres grandes mercados alcistas –períodos de aumento sostenido y espectacular en el precio de las acciones– en la historia de los Estados Unidos: el de la década de 1920, que culminó en 1929; el de las décadas de 1950 y 1960, seguido por el desplome de 1973-1974, y el de 1982 hasta el presente. (También podríamos mencionar el que condujo al máximo de 1901, aunque no fue tan dramático.)

El primer gran mercado alcista –desde 1920 hasta 1929– fue un período de crecimiento rápido de los beneficios. Los beneficios reales del Índice de Standard & Poor's se triplicaron y los precios reales de los títulos aumentaron casi siete veces durante este período. Este cambio en el mercado podría considerarse una reacción, acaso exagerada, al cambio en los beneficios.

Sin embargo, en el segundo mercado alcista la relación entre el crecimiento de los precios y el de los beneficios no es tan clara. La mayor parte del aumento de precios ocurrió en la década de 1950, y desde enero de ese año hasta diciembre de 1959 el Índice Compuesto real de Standard & Poor's casi se triplicó. Pero los beneficios reales de S&P solo aumentaron el 16% durante toda la década, con un desempeño inferior a la media según los estándares históricos. En términos de crecimiento económico general los años cincuenta están por encima de la media, aunque no tanto como las décadas de 1940 o 1960: el crecimiento promedio real del Producto Interior Bruto (PIB) fue del 3,3% anual entre 1950 y 1960.

En el tercer gran mercado alcista los precios de las acciones subieron de manera más o menos constante desde 1982 hasta 1999, pero el crecimiento de los beneficios no fue tan uniforme. Los beneficios reales del Índice Compuesto S&P fueron más bajos durante el peor momento de la recesión de 1991 que durante el peor momento de la recesión de 1982, pero el Índice Compuesto real de S&P fue casi dos veces y medio más alto. Así, no podemos pensar que los aumentos de los precios durante este mercado alcista fueron solo una reacción a los aumentos de los beneficios.

Estos ejemplos demuestran la falta total de relación entre el crecimiento de los beneficios y el crecimiento de los precios. Por lo tanto, no podemos criticar las teorías de las burbujas a partir de una correspondencia inexistente.

Cambios en los dividendos y cambios en los precios

Si los precios de las acciones no están relacionados con los beneficios, todavía resta analizar la cuestión de los dividendos. Algunos economistas afirman que existe una buena relación entre los movimientos del precio real de las acciones y los movimientos de los dividendos reales. Los economistas Robert Barsky y Brad de Long sostienen que los cambios en los precios, si corresponden a movimientos en los dividendos, no pueden acusarse al comportamiento especulativo de los inversores.¹⁸ Y sugieren que la gente tuvo razón al suponer que el crecimiento reciente de los dividendos continuaría indefinidamente en el futuro, aunque según las estadísticas históricas esa tasa de crecimiento jamás se haya mantenido durante mucho tiempo.¹⁹

Con respecto a este supuesto movimiento coordinado entre precios y dividendos, Kenneth Froot y Maurice Obstfeld postularon un modelo de “burbuja intrínseca” en que los precios responden de manera aparentemente exagerada, pero de hecho racional, a los movimientos de los dividendos. De acuerdo a esta teoría las cotizaciones reaccionan exageradamente a los dividendos, pero no ofrecen oportunidades de aprovechar la reacción y obtener beneficios en las transacciones.²⁰

Creo que estos autores exageran sus argumentos a favor del movimiento coordinado de precios y dividendos. Las fluctuaciones de las cotizaciones no encuentran correspondencia perfecta en las oscilaciones de los dividendos. Recordemos que entre el pico del mercado ocurrido en septiembre de 1929 y el desplome de junio de 1932 –cuando el mercado de valores cayó el 81% de acuerdo al Índice real de S&P– los dividendos reales cayeron solo el 11%. Entre el máximo de enero de 1973 y el desplome de diciembre de 1974 –cuando el mercado de valores cayó el 54% según las mediciones del Índice real de S&P– los dividendos reales cayeron solo el 6%. Y hay muchos otros ejemplos del mismo tenor.

También es probable que este movimiento combinado de los precios reales y los dividendos reales sea, en parte, una respuesta de los propios dividendos a los mismos factores –que además podrían incluir las burbujas especulativas– que influyen de manera irracional sobre las cotizaciones. Los directivos apuestan por dividendos y al hacerlo pueden modificar con el tiempo la relación dividendo-bene-

ficios, es decir el pago promedio de beneficios. Los directivos forman parte de la misma cultura que los inversores y por lo tanto están bajo la influencia de las mismas sensaciones de optimismo o pesimismo que afectan al público, lo que a su vez puede influir sobre su decisión de cuánto pagar en dividendos. De este modo, el simple hecho de que haya cierta semejanza sustancial entre precios y dividendos estaría indicando la posibilidad de que ambos factores padezcan la influencia de las modas y manías imperantes en cada época.

En suma, los precios de las acciones tienen vida propia; es decir que no se limitan a responder a los beneficios o los dividendos. Y tampoco son determinados exclusivamente por la información disponible sobre futuros beneficios o dividendos. Si queremos encontrar una explicación para los movimientos de las cotizaciones tendremos que buscar en otra parte.

Exceso de volatilidad y panorama general

Las publicaciones académicas especializadas en finanzas aportan pruebas constantes de la eficiencia del mercado; sin embargo, no me atrevería a afirmar que son pruebas *a favor* –y no en contra– de la tan mentada eficiencia. Con el paso de los años se han descubierto numerosas anomalías en la teoría de los mercados eficientes, entre ellas el efecto enero (las cotizaciones tienden a subir entre diciembre y enero), el efecto pequeña empresa (las acciones de las pequeñas empresas tienden a dar rendimientos más altos), el efecto día de la semana (los lunes, el mercado de valores suele tener un comportamiento pobre) y algunas otras.²⁰ Entonces, ¿cómo llegar a la conclusión de que estas publicaciones respaldan la eficiencia del mercado?

Podríamos aducir, por ejemplo, que esta literatura respalda la eficiencia del mercado porque muchos de los efectos mencionados eran de menor importancia y no tuvieron los alcances de un mercado alcista o un mercado bajista. También podríamos decir que la mayoría de esos efectos desaparecieron cuando fueron detectados, como ocurrió con el efecto enero y el efecto pequeña empresa. Esto hace difícil llegar a una conclusión respecto a los artículos publicados. Por una parte, el hecho de que las anomalías hayan durado mucho tiempo demuestra que los mercados son ineficientes. Por la otra, el que

muchas hayan desaparecido indica que la teoría eficiente tiene una base verdadera.²¹

Merton Miller, uno de los grandes defensores de la teoría de los mercados eficientes, reconoce que existen muchas anomalías menores pero está convencido de que son irrelevantes: "Si omitimos todos esos datos al construir nuestros modelos, no lo hacemos porque carezcan de interés sino porque, precisamente, pueden ser demasiado interesantes y por lo tanto distraernos de las fuerzas penetrantes del mercado, a las que debemos consagrar toda nuestra atención".²² Pero Miller no explica por qué supone que las fuerzas penetrantes del mercado son racionales.

Si omitimos (como quiere Miller) detalles menores como el efecto día de la semana y otros por el estilo, ¿cuál es la evidencia fundamental de que los mercados de valores son eficientes a gran escala? ¿Realmente los grandes cambios ocurridos en las cotizaciones a lo largo de los años reflejan que también hubo cambios importantes en las empresas?

La evidencia de la falta de ímpetu o inercia a corto plazo –es decir, la dificultad de pronosticar cambios diarios o mensuales en los índices de las cotizaciones– no nos dice nada sobre la eficiencia del mercado a gran escala. Todos sabemos, a partir del más simple razonamiento económico, que los cambios diarios en las cotizaciones son difíciles de predecir. Si fuera fácil hacerlo ya habríamos aprovechado tamaña oportunidad de obtener grandes beneficios.

En 1981 publiqué un artículo en *American Economic Review* (en esa misma época se difundió uno similar firmado por Stephen LeRoy y Richard Porter) en el que explicaba que uno de los mejores modos de saber si hay pruebas a favor de la validez fundamental de la teoría de los mercados eficientes es observar si la volatilidad de los precios especulativos –los de las acciones, por ejemplo– puede justificarse por la variabilidad de los dividendos durante períodos prolongados. Si, como sugiere la versión básica de la teoría de los mercados eficientes, los movimientos de los precios pueden justificarse en términos de los dividendos futuros que pagan las empresas, en un mercado eficiente no podríamos tener precios volátiles sin dividendos volátiles subsiguientes.²³

En mi artículo llegaba a la conclusión de que ningún movimiento en las cotizaciones globales de los Estados Unidos, mas allá de la tendencia de crecimiento de los precios, ha sido justificado pos-

teriormente por un movimiento similar en los dividendos, dado que el valor actual de los dividendos sugiere un ritmo de crecimiento extraordinariamente sosegado. Esta conclusión –expresada en una época en que los profesionales de las finanzas respaldaban la teoría de los mercados eficientes mucho más que ahora– provocó reacciones contundentes. Recibí más ataques de los que esperaba. Sin embargo, nadie cuestionó mi observación de que los precios de las acciones habían sido más volátiles que el valor actual de los dividendos; solo se limitaron a discutir si la diferencia entre cotizaciones y dividendos era significativa desde un punto de vista estadístico y si mi interpretación de esa diferencia era o no acertada.

El artículo incluía un gráfico del Índice Compuesto de Precios de S&P para el período 1871-1979 (corregido de acuerdo a la inflación) y el *valor actual de los dividendos*, es decir el valor actual de dividendos reales del año pagados en año posterior sobre las acciones que componen el índice, calculado a partir de estimar los dividendos del año anterior. El gráfico 9.1 es una versión actualizada de aquel otro y muestra la cotización de las acciones y el valor actual de los dividendos hasta el año 2000. La curva que se observa a la izquierda de 1980 es la misma de mi artículo de 1981.²⁴

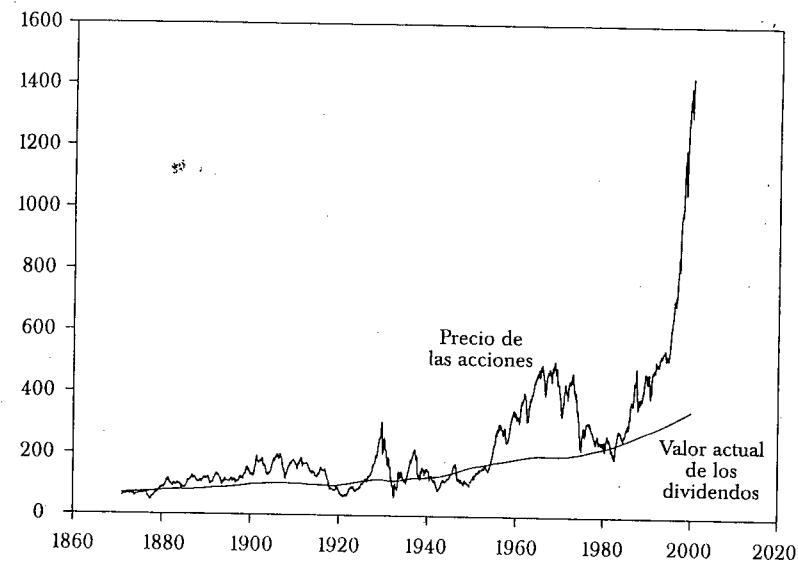
El valor actual de los dividendos no se puede conocer durante el año al que corresponde, dado que es determinado por los dividendos a pagar cuando el año haya terminado. De acuerdo al modelo de los mercados eficientes, el valor actual de los dividendos correspondiente a un año cualquiera es el verdadero valor fundamental (aún desconocido) del mercado de valores de ese año. Se supone que el nivel actual del mercado de valores ese mismo año –las cotizaciones indicadas en el gráfico 9.1– es el mejor pronóstico posible, usando la información disponible en el año, del valor actual de los dividendos de ese mismo año.

El gráfico nos proporciona un panorama a gran escala, de suma importancia para juzgar la eficiencia del mercado global de valores en los Estados Unidos. Si el valor actual de los dividendos subiera y bajara a la vez con el tiempo, y si las cotizaciones de las acciones parecieran moverse en concordancia con los movimientos de los dividendos –como si efectivamente estimaran correctamente cambios en el valor actual de los mismos–, podríamos decir que hay pruebas de que los precios se comportaron de acuerdo a la teoría de los mercados eficientes. Pero no observamos en las cotizaciones nin-

GRÁFICO 9.1. PRECIO DE LAS ACCIONES Y VALOR ACTUAL DE LOS DIVIDENDOS, 1871-2000

Índice Compuesto Real de Cotizaciones de S&P (curva irregular) y valor actual de los dividendos reales subsiguientes (curva suave). Fuentes consultadas: cálculos del autor a partir de datos de las fuentes mencionadas en el gráfico 1.1 y descritas en el capítulo 1, nota 2. Para una mejor comprensión de los cálculos, ver texto y nota 24 de este capítulo.

Valores reales del índice de S&P



guna tendencia a pronosticar el valor actual de los dividendos: mientras los precios alcanzan grandes alturas, el valor actual de los dividendos se mantiene estable.²⁵ El valor actual de los dividendos es estable, en parte porque se calcula a futuro y en parte porque los dividendos no se han modificado de manera drástica. Al observar el gráfico se vuelve obvio lo que algunos de nosotros (que hemos estudiado el tema y tenemos una buena intuición de las cantidades) siempre supimos de corazón: los grandes movimientos del mercado nunca fueron justificados por el posterior comportamiento de los dividendos. Alguien podría decir que poco más de un siglo no es tiempo suficiente para *encontrar* esa justificación, pero ello no quita que la justificación no esté allí.

Concentrémonos primero en el sector del gráfico 9.1 ubicado a la izquierda de 1980, cuya información estaba disponible cuando publiqué mi artículo en 1981. El cálculo del valor actual de los dividendos ha suavizado las fluctuaciones anuales de los mismos. Las fluctuaciones de los dividendos han tenido poco impacto sobre el valor actual de los mismos porque siempre han sido pasajeras.

Observemos, por ejemplo, el cambio en el valor actual de los dividendos durante el mercado alcista de la década de 1920 que culminó en 1929. El Índice S&P aumentó el 415,4% desde su punto más bajo en septiembre de 1920 hasta su punto más alto en septiembre de 1929. Al mismo tiempo, el valor actual de los dividendos aumentó solo el 16,4%.

¿Por qué hay tanta diferencia entre el crecimiento de las cotizaciones y el del valor actual de los dividendos? Los dividendos reales pagados sobre el Índice de S&P aumentaron el 106,7% durante ese período; un aumento mucho menor que el del 415% en el precio de las acciones pero mucho mayor que el aumento del valor actual de los dividendos. Si la totalidad de los dividendos aumentó tanto en la década de 1920, ¿por qué aumentó tan poco su valor actual? La respuesta es que el aumento de los dividendos no duró demasiado: estuvo limitado a esa década y por lo tanto no contribuyó al valor actual de todos los dividendos reales futuros calculados al infinito. Los dividendos crecientes de la década de 1920 fueron solo una pequeña parte del panorama a largo plazo al que el mercado supuestamente –y siempre de acuerdo a la teoría de los mercados eficientes– pone precio; cabe señalar que ese precio no debería estar excesivamente influido por las fluctuaciones en dividendos de algunos pocos años.

Observemos el movimiento del valor de los dividendos reales durante el período posterior a 1929, que incluye la Gran Depresión de la década de 1930. El Índice Compuesto real de S&P se desplomó un 80,6% desde la cima de septiembre de 1929 hasta el abismo de junio de 1932, pero el valor actual de los dividendos cayó solo el 3,1%. El descenso del valor actual de los dividendos entre 1929 y 1932 es mínimo porque no cayeron de manera drástica ni tampoco por mucho tiempo. A decir verdad, los dividendos reales bajaron muy poco entre septiembre de 1929 y junio de 1932 debido a que las empresas fueron renuentes a bajar sus dividendos nominales de acuerdo a la deflación del nivel de las cotizaciones a gran escala.

Ahora sabemos que el alza del mercado de valores desde 1920 hasta 1929 fue un error colosal, y que el desplome ocurrido entre 1929 y 1932 fue un error del mismo calibre. Sin embargo, el valor actual de los dividendos prácticamente no se vio afectado durante esos períodos. Por supuesto que la gente pudo haber *pensado* que ambos episodios podrían modificar el curso de los dividendos a largo plazo y también pudo haber *pensado* que había una razón para la súbita caída de las cotizaciones. Incluso pudo haber tenido razones de peso para pensar lo contrario. Pero lo cierto es que no se produjo ningún cambio.

En 1981 aclaré que la excesiva volatilidad de los precios de las acciones no concuerda con la teoría de los mercados eficientes. Si las cotizaciones pudieran pronosticar con certeza el valor actual de los dividendos, no oscilarían de manera errática cuando el auténtico valor fundamental crece a ritmo sosegado.

Si observamos una vez más el gráfico 9.1 comprobaremos que las interpretaciones difundidas por los medios sobre las fluctuaciones del mercado a partir de la perspectiva a corto plazo del ciclo de los negocios suelen ser erradas. Si la teoría de los mercados eficientes es correcta, el solo hecho de avistar una recesión pasajera en el horizonte no debería influir sobre las cotizaciones. Si hemos de interpretarlas de acuerdo a esta teoría, las fluctuaciones en los precios tendrían que deberse a la circulación de nueva información sobre las perspectivas a largo plazo de los dividendos reales. No obstante, jamás hemos visto ese tipo de fluctuaciones en toda la historia del mercado de valores de los Estados Unidos, ya que los dividendos casi siempre han tenido un patrón de crecimiento estable. En mi artículo de 1981 intenté demostrar que la única manera de reconciliar la volatilidad de las cotizaciones con el modelo de los mercados eficientes es suponer que, de uno u otro modo, las fluctuaciones históricas de los dividendos en torno a su patrón de crecimiento no representan sus fluctuaciones *potenciales*. Por lo tanto, tendríamos que decir que las fluctuaciones observadas en los precios del mercado fueron resultado de la preocupación legítima de los inversores por posibles movimientos mayores y duraderos en los dividendos, que casualmente no ocurrieron en el siglo cuya información analizamos. Por ejemplo, la gente pudo haberse preocupado por un evento extraordinario o importante como la nacionalización y la confiscación total del mercado

de valores por parte del gobierno o un gran avance tecnológico que permitiría a las empresas pagar más dividendos.

Como dije antes, mi trabajo concitó la atención de un ejército de críticos. El más notable fue Robert Merton, un brillante teórico de las finanzas que más tarde obtuvo el premio Nobel de Economía (y también sufrió una gran derrota financiera como presidente del *hedge fund* Long Term Capital Management). En 1986, Merton publicó con Terry Marsh un artículo en *American Economic Review*, donde rebatían mis hallazgos y llegaban a la irónica conclusión de que los mercados especulativos no eran demasiado volátiles.²⁶

John Campbell y yo escribimos varios artículos para fundamentar la idea de la excesiva volatilidad y desarrollamos varios modelos estadísticos para estudiar el tema y enfrentar algunos de los problemas señalados por los críticos.²⁷ De ese modo, creímos haber dejado en claro que los mercados de valores violan el modelo de los mercados eficientes.

Sin embargo, nuestras investigaciones no terminaron de resolver la cuestión. Existen demasiados temas estadísticos a tener en cuenta y el ejemplo proporcionado por los datos de poco más de un siglo no alcanza para sacar conclusiones definitivas.

Hay que tener en cuenta que parte sustancial de la volatilidad de los mercados financieros *está justificada* por la difusión de noticias sobre dividendos o beneficios futuros. Es probable que la tendencia del comportamiento de los dividendos empresariales en los Estados Unidos durante el siglo pasado se haya debido, en parte, a la suerte, y no a una ley que dice que los dividendos deben seguir una cierta tendencia. Para interpretar los resultados de uno de nuestros estudios estadísticos –y teniendo en cuenta la falta de certeza sobre la tendencia–, Campbell y yo estimamos que el 27% de la volatilidad del rendimiento anual del mercado de valores de los Estados Unidos podía justificarse en términos de información genuina sobre futuros dividendos.²⁸ Mediante el uso de una metodología similar y una batería de datos más reciente (posguerra), Campbell y John Ammer descubrieron que el 15% de la variabilidad de los rendimientos mensuales del mercado de valores norteamericano podía atribuirse a información genuina sobre futuros dividendos.²⁹

Hemos encontrado menos pruebas de volatilidad excesiva en los tipos de interés a largo plazo y casi ninguna evidencia en el margen entre los distintos índices de cotizaciones bursátiles.³⁰ Es pro-

bable que el exceso de volatilidad debido a las burbujas especulativas sea solo uno de los factores que afectan los mercados especulativos. Por otra parte, la importancia de este factor varía de acuerdo a los mercados y con el correr del tiempo. No siempre nos encontramos en una situación de volatilidad excesiva.

Gráfico actualizado

No obstante, el mercado de valores actual parece hallarse en esa situación. La batería de datos que empleé para redactar mi artículo sobre el exceso de volatilidad de las cotizaciones terminaba en 1979, hace más de veinte años. Basta observar en el gráfico 9.1 las curvas a la derecha de ese año para comprender lo que ocurrió con los precios desde entonces. ¡Vaya transformación en apenas veinte años! La curva correspondiente a las cotizaciones –que termina en el año 2000– ha subido como nunca antes con relación a los dividendos.³¹

Podríamos interpretar el gráfico 9.1 diciendo que la repentina subida de la curva representa ese “evento extraordinario o importante” que podría reconciliar esta información con la teoría de los mercados eficientes. Pero para ello sería necesario observar una subida repentina en la curva de los *dividendos*, no en la de los precios. La curva ascendente de los precios solo profundiza el problema de la volatilidad excesiva y requiere que los dividendos se muevan mucho más rápido para responder al modelo de los mercados eficientes.

No es correcto invocar la teoría de los mercados eficientes para afirmar que el alza reciente del mercado de valores responde, de manera rutinaria y apropiada, a determinada información genuina. Si queremos respaldar la idea de que el mercado actual está en su justo nivel, tendremos que admitir primero que antes no lo estaba. Pero un argumento de esta clase estaría en flagrante contradicción con la teoría de los mercados eficientes. No obstante, no podemos rechazarlo de plano debido a que mucha gente lo sostiene. Por eso le dedicaremos el próximo capítulo de este libro.

X

LO QUE LOS INVERSORES DEBERÁN APRENDER... Y DESAPRENDER

Más allá de las teorías de los mercados eficientes y los recorridos aleatorios, también se puede racionalizar la exuberancia del mercado diciendo que el público inversor aprendió que su valor a largo plazo es mayor de lo que creía, y también de lo que sugerían los indicadores convencionales. De acuerdo con esta teoría, el mercado actual es más alto porque los inversores aprendieron algunas cosas sobre el promedio histórico de los rendimientos y la diversificación. Este argumento se diferencia del de los mercados eficientes al suponer que en épocas anteriores el mercado estaba demasiado bajo debido a la ignorancia del público inversor. En síntesis, su hipótesis es la siguiente: "Hace unos años el mercado no era eficiente; su valor era demasiado bajo; pero (tal vez) ahora es eficiente".

A primera vista se podría aceptar que la sociedad haya aprendido que el mercado tiene hoy mucho más valor del que se le daba en el pasado. Las sociedades aprenden en conjunto y cabe señalar que el considerable progreso de la sociedad moderna –si la comparamos con las de siglos anteriores– se debe al efecto acumulativo de ese aprendizaje. Pero todavía no sabemos si la sociedad aprendió algo importante acerca del mercado de valores. ¿Hemos aprendido algo? Y en todo caso, ¿qué fue lo que aprendimos?

"Aprender" a reconocer los riesgos

Se dice que en los últimos años los inversores han aprendido que el mercado de valores es menos arriesgado de lo que creían y que el rendimiento bursátil siempre supera el de las demás inversiones. Se supone que este "aprendizaje" es producto de la vasta difusión de la superioridad histórica de las acciones sobre otras inversiones llevada a cabo por los medios, y también de la prime-

ra edición del libro *Stocks for the Long Run* [Acciones a largo plazo], de Jeremy Siegel, en 1994. De acuerdo con esta hipótesis el público comprendió –a la luz de las estadísticas históricas– que había temido demasiado a las inversiones bursátiles. Armados con su nuevo saber, los inversores hicieron que las cotizaciones alcanzaran un nivel más alto –es decir, su nivel racional o verdadero–. Las acciones mantendrían ese nivel de no ser por el excesivo temor de los inversores. Si las vendieran hoy mismo a un precio más alto, las acciones pagarían rendimientos más bajos, cosa que no les importaría a los inversores porque saben que no se trata de una inversión arriesgada. En otras palabras, la *prima de riesgo de las acciones ordinarias* –el rendimiento extra que demanda el público para compensar el riesgo de invertir en el mercado de valores– bajó porque los inversores comenzaron a tener en cuenta el récord histórico de riesgo del mercado.¹

El público parece estar convencido de que el mercado de valores es hoy menos arriesgado que hace diez años. En el capítulo III analizamos los resultados de varias encuestas que demostraban que los inversores tienden a creer que una baja pronunciada de un solo día se revertirá al día siguiente. También vimos que la opinión pública cree que, si hubiera otro *crash*, el mercado se recuperaría en un período inferior a dos años. Queda claro que la posibilidad de un desplome del mercado no preocupa demasiado a la mayoría de los inversores. Pero ¿se debe esto al aprendizaje de nuevos y genuinos conocimientos? ¿O acaso las nuevas tendencias de la opinión pública tienen una causa completamente distinta, y efímera?

Uno de los problemas que presenta la teoría del “aprendizaje” es que el hecho histórico que los inversores supuestamente han incorporado a su equipaje de conocimientos –que el mercado de valores siempre ha superado con creces a otras inversiones– no es ninguna novedad. En un libro publicado en 1924 –y que fue uno de los más vendidos de su época–, Edgar Lawrence Smith realizó varias comparaciones históricas entre inversiones en acciones e inversiones en bonos y descubrió que las acciones siempre habían superado a los bonos a largo plazo, tanto en períodos de aumento general de los precios (inflación) como en períodos de disminución general de los precios (deflación).² Al igual que Kenneth Van Strum –otro autor de la época–, Smith sostenía que invertir en bonos también era arriesgado porque, aunque su valor nomi-

nal de liquidación es fijo, su valor real fluctúa de acuerdo con el nivel general de los precios.³

En 1929, el profesor Irving Fisher dijo que: “Las publicaciones de este tipo arrojan una bomba de tiempo sobre el mundo inversor”. Fisher pensaba que el mercado alcista de la década de 1920 había sido producto de la lectura de esos libros: “Cuando el público se dio cuenta, principalmente gracias a los escritos de Edgar Lawrence Smith, de que durante los períodos de depreciación de la moneda convenía invertir en acciones y no en bonos, el mercado alcista comenzó a valorar consecuentemente las acciones ordinarias”.⁴

Otros compartían la opinión de Fisher sobre el aprendizaje de los inversores. Charles Amos Dice escribió en 1929 que “el aprendizaje del público acerca de bonos y acciones ha eliminado por completo el antiguo prejuicio y el temor a los mercados de acciones y títulos”.⁵ Un periodista del *New York Herald Tribune* afirmó en 1929: “Es gratificante observar el crecimiento de los negocios. [...] Pero es mucho más importante comprobar cuánto han aprendido las personas que hacen posible el crecimiento de los negocios. [...] No habrá nada que impida que una industria progrese si un número cada vez mayor de personas cree en ella, comienza a formar parte del negocio y recibe con regularidad información fiable acerca de sus inversiones”.⁶

Si en 1929 los inversores sabían que las acciones habían superado a los bonos durante los años veinte, es obvio que luego olvidaron lo que sabían o al menos cambiaron de parecer. A nosotros nos corresponde observar el actual mercado de valores y responder la siguiente pregunta: ¿habrán “aprendido” esta vez los inversores que las acciones siempre superan a los bonos?, ¿y continuarán “sabiéndolo” en el futuro?

Se suele mencionar el “hecho” de que en la historia de los Estados Unidos no se dio ningún período de treinta años seguidos en que los bonos superaran a las acciones. Pero eso no es cierto porque, como señala el propio Jeremy Siegel en su libro *Stocks for the Long Run*, los bonos superaron a las acciones en el período comprendido entre los años 1831 y 1861.⁷ Si bien podríamos pensar que eso sucedió hace mucho tiempo, pronto nos daríamos cuenta de que no hay tantos períodos de treinta años no solapados en la historia del mercado de valores de los Estados Unidos: desde 1861 hubo solo cuatro. Claro que hay muchos períodos de treinta años sola-

pados, pero no sirven como evidencia independiente. Dada la historia relativamente breve de los períodos de treinta años de rendimientos bursátiles, debemos reconocer que no contamos con pruebas suficientes de que las acciones no cotizarán por debajo de lo esperado en el futuro.

Si tomamos como parámetro el decenio, encontraremos varios períodos recientes en que las acciones cotizaron por debajo de los tipos de interés a corto plazo. En este libro identifiqué tres grandes picos en la relación precio-beneficios anteriores al actual: junio de 1901, septiembre de 1929 y enero de 1966. En el decenio siguiente a dos de estos tres picos (el de 1929 y el de 1966) el rendimiento del mercado de valores fue inferior al de los tipos de interés a corto plazo.⁸ Si tomamos como parámetro un período de veinte años veremos que, de estos tres períodos, solo en 1901-1921 las acciones no superaron a los tipos de interés a corto plazo.⁹ Pero el mercado de valores tuvo un pésimo desempeño en términos reales (corregidos de acuerdo a la inflación) en todos los períodos de veinte años posteriores a estos máximos. El rendimiento (geométrico) promedio real del Índice Compuesto de S&P fue del -0,2% anual desde junio de 1901 hasta junio de 1921; del 0,4% anual, entre septiembre de 1929 y septiembre de 1949, y del 1,9% anual, de enero de 1966 a enero de 1986. A pesar de estos bajos rendimientos, el mercado de valores superó a los tipos de interés a corto plazo durante 1929-1949 y 1966-1986 porque la inflación hizo bajar el promedio real de los tipos de interés a corto plazo, que de hecho fue negativo entre 1929 y 1949. Los períodos inflacionarios vinculados con la Primera Guerra Mundial, la Segunda Guerra Mundial y la guerra de Vietnam acabaron con el poder de compra de los intereses devengados por las inversiones en dinero. Resulta difícil ver por qué el hecho de que la inflación haya destruido el valor real de los intereses a corto plazo durante esos períodos históricos es importante para nuestra situación actual. Hoy tenemos bonos a largo plazo indexados según la inflación con un rendimiento superior al 4%, garantizados contra los posibles efectos de la inflación.

Además, los Estados Unidos podrían ser la excepción a la regla en cuanto a los rendimientos reales del mercado de valores. Philippe Jorion y William Goetzmann estudiaron los tipos reales de valorización del mercado (con excepción de los dividendos) en treinta y nueve países durante el período 1926-1996, y descubrieron que su

tasa promedio de valorización real era solo del 0,8% anual (comparada con la del 4,3% anual de los Estados Unidos).¹⁰ Por lo tanto, si lo que ocurre en otros países puede ser importante para el nuestro, podríamos esperar un peor desempeño del mercado de valores en el futuro.

No hay pruebas consistentes de que las acciones *siempre* superarán a los bonos durante períodos prolongados. Aun cuando la historia respaldara esta hipótesis, deberíamos reconocer (y hasta cierto punto la mayoría de la gente lo admite) que el futuro no tiene por qué ser idéntico al pasado. Por ejemplo, podría haber un exceso de inversiones debido al entusiasmo público por los triunfos bursátiles pasados. Es probable que las empresas hayan creado planes demasiado ambiciosos y gastado demasiado dinero en el desarrollo y la promoción de sus productos, por lo que también es probable que no obtengan tantas ganancias como en el pasado. Por otra parte, es probable que muchos de los cambios tecnológicos que constantemente se traen a cuenta para respaldar el optimismo generalizado hacia los negocios existentes sean en realidad uno de los motivos de sus inciertas perspectivas. Las nuevas tecnologías podrían afectar las ventajas que disfrutan las empresas e incluso propiciar su reemplazo por emprendimientos más recientes. Estos cambios podrían aumentar, en vez de disminuir, la probabilidad de que las cotizaciones estén por debajo de lo esperado en los próximos treinta años. Y lo más importante de todo: teniendo en cuenta las altas relaciones precio-beneficios antes documentadas, el futuro no se parece al pasado porque el valor del mercado es hoy mucho más elevado que nunca.

Así, el “hecho” de la superioridad de las acciones sobre los bonos no es en absoluto un hecho. El público no aprendió una verdad fundamental. En cambio, *distrajo* su atención de algunas verdades fundamentales. Según parece, los inversores no prestan la menor atención a, al menos, una verdad fundamental de las acciones: que son residuos del flujo de caja de las corporaciones y que los accionistas pueden disponer de ellas solo después de que todos los demás han cobrado su parte. Entonces y por su misma definición, las acciones son arriesgadas. Y los inversores han perdido de vista otra verdad: nadie *garantiza* el buen funcionamiento de las acciones. No hay planes de seguro social para los que pierden todo su dinero en el mercado de valores.

Incidencia de “las acciones siempre han superado a los bonos” en la cultura inversora

Hace nueve años estaba tan perplejo por la extendida observación de que, históricamente, las acciones siempre han superado a los bonos que decidí averiguar hasta qué punto era compartida. En 1991 incluí la siguiente pregunta en una encuesta a inversores institucionales norteamericanos:

Consideré el siguiente argumento:

“En los últimos sesenta y cinco años las acciones han pagado rendimientos mucho más altos que los bonos, y desde 1926 no ha habido un solo período de veinte años en que los bonos superaran a las acciones. Por lo tanto, quien desee invertir a veinte años o más deberá hacerlo en acciones.”

[Marque con un círculo su respuesta]

1. Estoy de acuerdo con esta afirmación.
2. No estoy de acuerdo con esta afirmación.

De los 172 profesionales consultados, el 84% escogió la respuesta número 1 y solo el 16% eligió la 2, lo que demuestra un sólido acuerdo sobre el tema.

Sin embargo, la pregunta no dejaba en claro cuántas veces los consultados habían escuchado decir que las acciones siempre superaban a los bonos. Para esclarecer el asunto, en el otoño de 1993 formulé una pregunta similar con otras palabras:

Consideré el siguiente argumento:

“Desde 1860 no hubo ningún período de treinta años en el que los bonos del gobierno de los Estados Unidos hayan superado a las acciones.” ¿Ha escuchado alguna vez estas palabras (aunque ciertos detalles, como el de los treinta años, difieran)?

1. Sí, a menudo.
2. Sí, una o dos veces.
3. No.

De los 125 profesionales consultados, el 52% contestó “sí, a menudo”; el 22% “sí, una o dos veces”, y el 26% respondió “no”. Por lo tanto, el 74% de los encuestados recordó haber escuchado ese argumento. Queda claro que este tipo de argumento era parte de nuestra cultura inversora de entonces.

No podemos afirmar que el conocimiento del récord histórico a largo plazo –que data (por lo menos) de 1924 y era recordado en 1991 o 1993– sea responsable directo del alza súbita de las cotizaciones a fines de la década de 1990. Está probado que los inversores tuvieron ese dato ante los ojos todo el tiempo. Es cierto que la confianza pública en que el mercado se recuperará de un posible desplome se ha fortalecido en los últimos años, pero también es cierto que no deriva del aprendizaje repentino del récord histórico. Como hemos demostrado, deriva entre otras cosas del mecanismo de realimentación de alzas pasadas en las cotizaciones (analizado en el capítulo III) que a su vez es impulsado por diversos factores precipitantes (estudiados en el capítulo II), y no del conocimiento súbito de la información histórica a largo plazo.

Aprendizaje sobre los fondos mutuos, la diversificación y el mantenimiento a largo plazo

En dos artículos influyentes publicados por el *Wall Street Journal* en 1998 y 1999, James Glassman y Kevin Hassett afirmaron que “los inversores cada vez saben más sobre acciones, en parte gracias a los fondos mutuos y los medios de comunicación. Han aprendido a conservar sus acciones a largo plazo y a considerar que las bajas en los precios suelen ser transitorias, además de constituir excelentes oportunidades de compra”. Glassman y Hassett llegan a la conclusión de que los inversores han aprendido que la diversificación de las carteras de valores no es arriesgada, y que las acciones son una inversión más valiosa de lo que creían. Por lo tanto están dispuestos a pagar mucho más por ellas. Y, debido al aumento de la demanda de acciones, el mercado de valores se mantendrá alto a perpetuidad en el futuro.¹¹

Luego de aquellos artículos, Glassman y Hassett publicaron el libro *Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market* [Dow 36.000: una nueva estrategia para beneficiarse de la futura alza del mercado de valores], donde señalan que los inversores no han terminado de comprender que la posesión de acciones diversificadas no es arriesgada, y que son ellos quienes harán subir las cotizaciones en los años venideros. Según los autores: “Una fecha sensata y posible para el Dow 36.000 sería a comienzos de 2005, pero llegaremos allí mucho antes”.¹² Si esto fuera cierto, algu-

nos tendrían la oportunidad de ganar *muchísimo* dinero entre los años 2000 y 2005 invirtiendo en el mercado mientras el resto de los inversores continúa aprendiendo el valor de las acciones. Más allá del tema principal –las acciones son una inversión tan poco arriesgada que podrían ser intercambiables con los bonos del gobierno–, la táctica de venta del libro apunta (como su título lo indica) a hacernos saber que cualquiera podría hacerse rico invirtiendo *ahora mismo* en el mercado de valores, mientras otros inversores siguen aprendiendo que las acciones no son arriesgadas.

Glassman y Hassett tienen razón cuando dicen que el público ha comenzado a considerar las ventajas de los fondos mutuos, las inversiones a largo plazo y la posibilidad de que las bajas en las cotizaciones sean transitorias. Pero de ello no deberíamos inferir que la gente aprendió o se halla en vías de aprender algunas verdades esenciales. Ya hemos visto que las declinaciones en los precios no son siempre transitorias, que pueden durar décadas, y que debido a ello incluso los inversores a largo plazo tendrían que considerar los riesgos de invertir en el mercado. También hay motivos para creer que el entusiasmo por los fondos mutuos es, en cierto sentido, un capricho de los inversores y no un producto del aprendizaje.

Los inversores muestran gran interés en elegir el fondo mutuo más apropiado, interés que a menudo pasa con celeridad de un fondo a otro. En respuesta al creciente entusiasmo de los inversores, la industria ha desplegado miles de fondos nuevos, con la consiguiente proliferación de avisos publicitarios e información epistolar o electrónica. Los estudiosos del funcionamiento de estos fondos han descubierto que, si bien aquellos que han dado buenos rendimientos manifiestan cierta tendencia a continuar haciéndolo, dicha tendencia es débil y a corto plazo. La gente parece creer que estudiar el *ranking* de los fondos mutuos es una maniobra astuta y transfiere su dinero de unos a otros con el afán de invertir en los que encabezan el listado, aunque en realidad gana poco al hacerlo.¹³

En 1996 incluí en una encuesta a inversores particulares varias preguntas sobre su nivel de confianza en las inversiones en general y, más específicamente, en las inversiones en fondos mutuos. Quería saber si los inversores estaban más o menos convencidos de que ganarían dinero en el mercado de valores, y qué papel desempeñaban los fondos mutuos en sus expectativas. Las preguntas –y los porcentajes de respuestas positivas a cada una de ellas– fueron las siguientes:

Intentar cronometrar el mercado de valores, para poder salir de él antes de que baje o entrar antes de que suba, es:

- | | |
|---|-----|
| 1. Lo más inteligente, es razonable esperar que esta maniobra resulte un éxito. | 11% |
| 2. Una estrategia nada inteligente; no es razonable esperar que resulte un éxito. | 83% |
| 3. Sin opinión. | 5% |
- [Cantidad de personas consultadas: 131.]

Elegir acciones particulares tratando de pronosticar si y cuándo, por ejemplo, subirán las cotizaciones de Ford Motor o IBM es:

- | | |
|---|-----|
| 1. Lo más inteligente; es razonable esperar que esta maniobra resulte un éxito. | 40% |
| 2. Una estrategia nada inteligente; no es razonable esperar que resulte un éxito. | 51% |
| 3. Sin opinión. | 8% |
- [Cantidad de personas consultadas: 131.]

Invertir en fondos mutuos tratando de imaginar cuáles de ellos cuentan con gestores capaces de elegir acciones que luego entraran en alza, es:

- | | |
|---|-----|
| 1. Lo más inteligente; es razonable esperar que esta maniobra resulte un éxito. | 50% |
| 2. Una estrategia nada inteligente; no es razonable esperar que resulte un éxito. | 27% |
| 3. Sin opinión. | 23% |
- [Cantidad de personas consultadas: 132.]

A partir de estos resultados comprobamos que los inversores creen en la eficiencia global del mercado y ya no se ocupan de descifrar sus tiempos; sin embargo, siguen pensando que conviene invertir en acciones particulares y (especialmente) en fondos mutuos. Solo el 27% afirma que no es astuto invertir en fondos mutuos que supuestamente funcionarán bien, mientras que el 51% y el 83% opinan, respetuosamente, que invertir en acciones particulares e intentar conocer los tiempos del mercado no son maniobras inteligentes.

Si creyéramos en los mercados eficientes, responderíamos “una estrategia nada inteligente” a *todas* estas preguntas. Si los precios de las acciones tienen recorridos azarosos no podremos elegir el mejor momento para invertir en el mercado, ni elegir acciones particulares, ni tampoco elegir a otros para que a su vez las elijan.

Dado que no hay pruebas sólidas de que podamos ganar dinero invirtiendo en fondos mutuos, el supuesto “aprendizaje” de los inver-

sores tiene una base endeble. Por lo demás, ¿acaso sería más fácil elegir gerentes de fondos mutuos que gerentes de empresas particulares?

Suele decirse que la gente comprendió la importancia de la diversificación de las carteras de valores y que utiliza los fondos mutuos para diversificar sus inversiones.¹⁴ Este argumento tiene sentido solo si los fondos mutuos tienen buenos gestores que no cobran demasiado por sus servicios. Pero las tarifas de muchos de esos fondos son tan altas que a los interesados les convendría decidir ellos mismos cómo diversificar sus inversiones, si es lo que verdaderamente quieren hacer. Por otra parte, si invierten fuera de un ámbito no imponible, los inversores pueden conservar sus acciones y evitar el impuesto a las ganancias de capital que obtienen los gestores de los fondos mutuos al vender acciones de las carteras de valores de los propios fondos, un tema que adquiere gran importancia en el caso de aquellos con mayor volumen de transacciones. En términos impositivos, los inversores pueden obtener ganancias de las pérdidas de las acciones que bajan. Con esto queda demostrado que los fondos mutuos tienen claras limitaciones.

Aprender y desaprender

Se dice que el público aprendió que las acciones siempre suben luego de haber bajado. Tenemos pruebas de que la mayoría de la gente piensa así, pero sabemos que está equivocada. Las acciones pueden bajar y no recuperar su valor inicial durante muchos años. Pueden estar sobrevaloradas y tener bajas cotizaciones durante largos períodos.

Se dice que el público aprendió que las acciones siempre deben superar a otras inversiones a largo plazo –bonos, por ejemplo– y que a los inversores a largo plazo les conviene colocar su dinero en acciones. Tenemos pruebas de que la mayoría de ellos así lo creen. Pero, nuevamente, sabemos que no tienen razón. Las acciones no siempre han superado a otras inversiones durante períodos decepcionales y no hay razones vigentes para pensar que vayan a hacerlo en el futuro.

Por último, se dice que el público aprendió que conviene invertir en acciones a través de fondos mutuos cuyos gestores han demos-

trado condiciones excepcionales. Hemos comprobado que muchos inversores piensan así, y una vez más sabemos que incurren en un error. Invertir en fondos mutuos que han tenido un buen desempeño otorga muchos menos beneficios de lo que los inversores imaginan.

No se puede hablar de aprendizaje cuando se demuestra que los hechos relativos al mismo son erróneos. Algun día los inversores “desaprenderán” estos “hechos”, pero, hasta que eso suceda, tenemos la obligación de pensar qué debemos hacer como individuos y como sociedad. El último capítulo de este libro está dedicado a ese tema clave.

Parte 5
Una llamada a la acción



XI
VOLATILIDAD ESPECULATIVA
EN LAS SOCIEDADES LIBRES

Las altas cotizaciones recientes del mercado no son producto de razones válidas. El nivel del mercado no representa el consenso de un grupo de expertos que han analizado a fondo toda la evidencia disponible, como algunos podrían imaginar. El mercado está alto debido al efecto combinado de la indiferencia de millones de personas que casi nunca sienten necesidad de conocer el valor de las inversiones a largo plazo en el mercado global, y que por lo general se dejan llevar por sus emociones, su atención fortuita y su percepción individual del saber convencional. Este comportamiento tan humano recibe la influencia constante de los medios de difusión, siempre interesados en captar oyentes, televidentes o lectores pero poco dispuestos a incentivar el tipo de análisis cuantitativo que les daría una impresión correcta del nivel global del mercado de valores.

Es un grave error que las figuras públicas acepten pasivamente las cotizaciones que hemos visto en los últimos tiempos, guarden silencio sobre sus consecuencias y dejen todos los comentarios al respecto a cargo de los analistas de mercado, que se especializan en la casi imposible tarea de pronosticar los movimientos de los precios a corto plazo y suelen tener intereses creados con los bancos de inversiones o las firmas de corretaje bursátil. La valoración del mercado es cuestión importante a escala nacional e internacional. Todos nuestros planes a futuro –como individuos y como sociedad– dependen de nuestra riqueza y podrían fracasar si parte de esa riqueza se evapora el día de mañana. La tendencia de las burbujas especulativas a crecer para después menguar podría generar una muy desigual distribución de la riqueza. Incluso podría hacer que muchos cuestionáramos la viabilidad misma de las instituciones del mercado libre y capitalista. Por eso debemos tener en cuenta la posibilidad de que la burbuja se contraiga, y decidir cuál sería la mejor política a adoptar llegado el caso, a niveles individual y nacional.

Dado el actual clima político y económico, podríamos encontrarnos en una situación embarazosa si afirmáramos que los rendimientos del mercado de valores serán bajos o negativos en los años venideros. Si bien el mercado suele ser predecible a largo plazo cuando está sobrevalorado (como ahora lo está, según información reciente) o infravalorado, esta perspectiva es bastante incierta. Pero los observadores que no opinan sobre los valores injustificadamente altos del mercado por temor a equivocarse en sus apreciaciones son como los médicos que, tras haber diagnosticado que un paciente tiene presión alta, no le dicen nada porque piensan que tal vez lo acompañará la suerte y no padecerá los síntomas de su enfermedad. (Por el contrario, el hecho de que el mercado de valores se desplome o continúe en alza durante los primeros años del siglo XXI no demostrará ni aniquilará la tesis central de este libro sobre la exuberancia irracional.)

Perspectivas del mercado al comienzo del nuevo milenio

Consideremos ahora los doce factores precipitantes que en el capítulo II definimos como causas fundamentales del mercado alcista de los últimos años del siglo XX, entre ellos la aparición de Internet, la decadencia de nuestros rivales económicos extranjeros y el *baby boom*. ¿Cuál de esos factores podría persistir e incluso fortalecerse, y hacer subir aún más los valores del mercado?

Si los factores incitantes continúan sustentando el actual nivel récord del mercado pero no aumentan su valor, los rendimientos quedarán limitados a los dividendos. Dado que la relación dividendo-precio apenas ha superado el 1% en los Estados Unidos en los últimos tiempos –y teniendo en cuenta los niveles estables del mercado–, el rendimiento aproximado sería del 1% anual. Y estamos hablando de un rendimiento muy bajo. Por lo tanto, es necesario que estos factores aumenten para obtener un rendimiento promedio histórico.¹

Dos de los doce factores analizados en el capítulo II podrían adquirir mayor importancia en los primeros años del siglo XXI y producir un aumento sustancial en los precios de las acciones. En ese caso –siempre y cuando los dividendos no aumenten al mismo ritmo, como ocurrió en el pasado reciente– el rendimiento de los dividendos de las acciones caería todavía más y haría más cuestionable el sustento a largo plazo de los niveles del mercado.

Suele decirse que Internet es uno de los grandes inventos de la humanidad, y que cualquier individuo puede participar de manera activa y descubrir nuevos horizontes a través de la Red. La gente experimenta una sensación de progreso tecnológico personal por el solo hecho de entrar en la Red y esta sensación puede llevarla a confiar exageradamente en las promesas de la tecnología. A mi entender, sería una confianza exagerada al menos respecto a las perspectivas reales de las principales empresas que componen el grueso del valor del mercado. Se espera que Internet crezca a paso agigantado. Según información proporcionada por International Data Corporation –una empresa dedicada a la investigación de mercados–, la cantidad de usuarios adultos de Internet superó los 100 millones a fines de 1999 en los Estados Unidos y se cree que llegará a 177 millones de individuos en el año 2003. A escala mundial, se espera que el número de usuarios aumente de 142 millones en 1998 a 502 millones en 2003.² Es probable que llegue un día en que casi todos los habitantes del mundo sean usuarios de Internet, por lo que cabe pensar que también aumentará su apoyo psicológico a los altos niveles del mercado.

Sin embargo, los efectos del futuro crecimiento de Internet podrían ser menos drásticos de lo que sugieren tantos millones de nuevos usuarios potenciales. Los posibles usuarios futuros saben que Internet existe; la publicidad constante le ha quitado novedad. Cuando termine el año 2001 y comience el tercer milenio, el desfile de pronósticos de tecnología futurista pasará de moda e Internet será menos anunciada. Es probable que las personas más ricas –que son las que suelen invertir en el mercado de valores– ya estén conectadas a Internet. Y también es probable que el valor simbólico de la Red desaparezca cuando nos acostumbremos a convivir con ella. A medida que pase el tiempo, Internet dejará de ser un símbolo de las nuevas tecnologías para parecerse cada vez más a la guía telefónica. No obstante, su crecimiento futuro podría renovar el ímpetu del mercado.

Hay grandes probabilidades de que la compraventa de acciones a bajo coste y de manera fácil continúe aumentando debido a la expansión de las transacciones *online*, la creación de acciones electrónicas y la posibilidad de realizar operaciones bursátiles durante las veinticuatro horas del día. De acuerdo con algunos pronósticos, la cantidad de hogares con cuentas de inversión *online* aumentará de

3,1 millones en 1999 a 9,7 millones en 2003, solo en los Estados Unidos.³ Estas innovaciones reactivarán los mercados de valores y despertarán el interés de un número cada vez mayor de inversores. Como vimos en el capítulo II, el renovado interés de los inversores podría aumentar aún más la valoración del mercado (aunque no podemos afirmarlo con total certeza).

Otros factores descritos en el capítulo II podrían mantenerse estables y no sumar su grano de arena a la alta valoración del mercado. Algunas instituciones mediáticas recientes perdurarán –entre otras, los canales de negocios de la televisión por cable y las secciones “Dinero” de los diarios–, pero resulta difícil imaginar que se dupliquen con relación a otras. Habría que saber si, con el paso del tiempo, podrán mantener el nivel de atención pública que hoy concitan. No olvidemos que la respuesta del público ha sido en parte responsable de la amplia cobertura mediática que hemos conocido hasta ahora. Si tomamos en cuenta los antecedentes históricos analizados en el capítulo III, veremos que el foco central de las noticias podría cambiar con el tiempo y apartarse de las inversiones. Este cambio de perspectiva podría alterar de manera impredecible la naturaleza de los medios de difusión. Y es probable que, debido a ello, estos dejen de apoyar a ciegas la cultura inversora.

Por otro lado, existe incertidumbre fundamental de que los bajísimos índices de inflación de los últimos años seguirán vigentes. De acuerdo con algunos analistas, el alza inflacionaria producida por la presión de las medidas económicas tomadas en los Estados Unidos en la década de 1960 (y también en otros países) fue en sí misma una anomalía: el único período de inflación alta en épocas de paz en toda la historia de los Estados Unidos. Y es improbable que se repita tras haber padecido sus consecuencias. Sin embargo, desde entonces no hubo cambios fundamentales en nuestras instituciones, por lo que resultaría difícil eliminar o incluso prevenir un resurgimiento de la inflación. Por mencionar solo dos ejemplos, la escasez de petróleo o una guerra podrían volver a desatarla como ocurrió en el pasado.

Es probable que por el momento se mantengan los bajos índices de inflación, lo que a su vez producirá bajos rendimientos nominales en las inversiones de ingresos fijos, con la correspondiente subida de las cotizaciones. Una cosa es segura: el índice de inflación no caerá en picado porque ninguna autoridad monetaria está dis-

puesta a permitir tasas de inflación negativas. Por lo tanto, la baja inflación es un factor estable que estimulará el crecimiento del mercado de valores, y no un factor tendiente a aumentar.

La aparición de instituciones públicas que promueven las apuestas parece difícil de evitar, a menos que la opinión pública se les oponga a raíz de un escándalo o una catástrofe. He dicho más de una vez que la preeminencia cultural de las instituciones que fomentan el juego podría estimular las actitudes especulativas en los mercados financieros. No obstante –a sabiendas de que el fundamento teórico es débil– desconocemos la importancia que ello podría tener para las perspectivas del mercado.

Es probable que algunos de los factores que sustentan la elevada valoración del mercado actual no sean tan importantes en el futuro. Los efectos del *baby boom* posterior a la Segunda Guerra Mundial serán cada vez menos pronunciados con el paso del tiempo. Más allá de un evento impredecible –por ejemplo, una epidemia de una enfermedad desconocida que mate selectivamente a las personas ancianas–, sabemos que en el año 2030 habrá muchos más jubilados que hoy. Gracias a los avances de la tecnología médica esas personas vivirán en un estado de creciente dependencia y necesitarán recuperar todo lo que han invertido en el mercado para mantenerse. Como dije antes, el hecho de que no sepamos si habrá un crecimiento económico fundamental, o si aumentará la demanda extranjera de acciones norteamericanas, desdibuja la importancia específica de este efecto. No obstante, la difundida idea de que el *baby boom* sustenta el mercado de valores desaparecerá tarde o temprano.

Muchos opinan que la reacción del gobierno ante el *baby boom* podría inducirnos a esperar un alza en el mercado de valores, y no una caída. En su discurso sobre el estado de la nación pronunciado en 1999, el presidente Clinton propuso que durante los próximos quince años los 2,7 billones de dólares de superávit federal proyectado se reservaran para el Fondo de Seguridad Social y que un tercio de esa suma se invirtiera en el mercado de valores. La implementación de un plan de estas características podría producir un modesto aumento (comparado con el valor del mercado: 16 billones de dólares) en la demanda de acciones a medio plazo. Es difícil saber qué cantidad de esa demanda futura se incorporó a las expectativas del mercado y ya se refleja en las cotizaciones, y también hasta qué punto las compras de acciones realizadas por el gobier-

no para el Fondo de Seguridad Social serán compensadas por una baja en las compras particulares. También es difícil decir en qué momento afectará al mercado un alza de este tipo o si la política gubernamental impedirá la caída en picado de la demanda de acciones cuando los hijos del *baby boom* se jubilen.

La sensación de "triunfo" de las economías capitalistas –nacida del fracaso de nuestros más grandes competidores a partir de 1990– no durará para siempre. No existe un equipo deportivo capaz de ganar todos los campeonatos. Por lo tanto, debemos esperar nuevas pérdidas o ganancias simbólicas a medida que las economías extranjeras corrijan el rumbo de sus negocios.

¿Cuál sería entonces la perspectiva futura de los doce factores precipitantes durante los primeros años del siglo XXI? Es probable que dos de ellos (el auge de Internet y la expansión de las transacciones del mercado) aumenten su vigor, y que otros dos (el *baby boom* y la supuesta victoria de la economía norteamericana sobre las economías rivales extranjeras) se debiliten. El resto de los factores permanecerá estable. De esto se concluye que no podemos predecir un cambio rotundo en ninguno de los doce factores y que, si la constancia de los factores precipitantes implica la constancia del nivel del mercado, los rendimientos de las acciones quedarán confinados a los bajos dividendos que conocemos hoy.

No obstante, la ausencia de cambios predecibles en el impacto conjunto de estos factores no indica que no habrá cambios predecibles en el mercado. El *nivel* del mercado llegó donde está principalmente debido a la *creciente influencia* de esos factores precipitantes en el pasado, con ayuda de los mecanismos de realimentación analizados en el capítulo III. La difusión mediática del mercado de valores (cuya importancia para los niveles del mercado se discutió en el capítulo IV) fue impulsada por los aumentos en los precios causados por esos factores y por el carácter novedoso de los mismos.

Si los factores precipitantes no aumentan durante la primera década del siglo XXI, el mercado tendrá cada vez más problemas para mantener su nivel actual. El entusiasmo de los inversores desaparecerá con el tiempo. La sensación de estar "jugando con el dinero de la casa" también se esfumará con los años. Poco a poco la gente cultivará otros intereses distintos a las inversiones y dejará de prestar atención a las teorías de la "nueva era" (analizadas en la Parte 2). Con los años, la gente responderá a las nuevas anclas psicológicas

del mercado y desarrollará nuevo saber convencional y nuevos focos de atención (como vimos en la Parte 3). Todos estos cambios sugieren una pobre perspectiva a largo plazo para el mercado de valores.

Nuevos factores posibles

Sin embargo, no deberíamos concentrar toda nuestra atención en los factores precipitantes del pasado. En los próximos años se desarrollarán nuevos factores que sustentarán o aniquilarán el valor del mercado, aunque es difícil anticipar cuáles. Estos nuevos factores posibles no se mencionan ni analizan en los foros públicos porque los especialistas tenemos poco y nada que decir al respecto. Y el común de la gente los confina al reino de las nuevas tecnologías, o al menos así lo dan a entender los medios de difusión.

No obstante –y al hallarnos en un momento histórico en el que la economía de los Estados Unidos es relativamente fuerte– conviene recordar qué clase de cosas o eventos podrían hacer fracasar el crecimiento económico y el crecimiento de los beneficios corporativos, cosas que en el pasado deshicieron el hechizo de fabulosos aumentos en los beneficios y podrían hacer lo mismo en el futuro. El tipo de crecimiento de los beneficios que venimos experimentando desde la recesión de 1991 requiere que todos los sistemas funcionen y que no se presenten obstáculos importantes. Y hemos sido muy afortunados desde entonces.

La lista de factores potenciales que podrían interrumpir el crecimiento de los beneficios es muy larga. Podemos mencionar algunos, sin estimar la mayor o menor probabilidad de que sucedan: una caída en la demanda de los consumidores, la falta de nuevas oportunidades de desarrollo, el fracaso de iniciativas tecnológicas a gran escala, el aumento de la competencia extranjera, el resurgir del movimiento obrero, una crisis petrolera, un aumento impositivo, la reciente aparición de problemas relacionados con las consecuencias a largo plazo de la contracción laboral y los incentivos compensatorios a los empleados, la declinación de la moral y la capacidad productiva de los empleados, una guerra (incluso entre otros países, ya que perturbaría nuestro comercio o destruiría el marco estable de las operaciones económicas), un atentado terrorista o incluso una nueva amenaza terrorista que afecte las actividades financieras, un acci-

dente industrial que demuestre que ciertos procesos técnicos son más peligrosos de lo que se pensaba, el aumento de la actividad reguladora o antimonopolio, el aumento de los aranceles extranjeros o las cuotas de importación, una depresión pronunciada en algún otro país, estándares medioambientales más estrictos, demandas judiciales masivas contra las corporaciones, una política monetaria súbitamente errática, problemas sistémicos debidos a fallas de los bancos o instituciones financieras más importantes, problemas en las computadoras similares a los que ocasionarían el Y2K u otro virus imposible de eliminar o dificultades en las comunicaciones satelitales, problemas meteorológicos a gran escala, desastres naturales, epidemias... La lista es interminable. Y algunos de los eventos incluidos no se conocían hace una década.

Con tantas causas posibles, enfrentamos el acuciante dilema de evaluar no solo sus diversas probabilidades –pequeñas y difíciles de cuantificar– sino también la probabilidad de que varias de ellas ocurran al mismo tiempo, lo que aumentaría la gravedad de su efecto combinado. Existen importantes razones para pensar que varios de estos problemas tenderían a ocurrir simultáneamente, dado que uno solo tendería a impulsar otros a través de sus efectos sobre la sociedad y la economía. La reciente crisis financiera del sureste asiático fue atribuida a la confluencia de varios factores independientes: la falta de confianza de los inversores extranjeros en las economías asiáticas, la crisis de los tipos de cambio, la crisis bancaria, la declinación del mercado de valores, y los diversos conflictos que se desataron cuando la corrupción gubernamental tomó estado público. Todas estas crisis se alimentaron mutuamente; es decir que el desplome financiero no fue producto de ningún factor independiente.

Cuestiones de equidad y resentimiento

Muchas de las causas que podrían provocar un revés en los beneficios están íntimamente relacionadas con cambios ocurridos en la moral, la lealtad y el sentido de juego limpio del público inversor. El resentimiento de los ciudadanos norteamericanos hacia sus propias corporaciones no tiene precedentes históricos. Los hombres de negocios gozan de admiración y respeto casi incondicional y los sindicatos se encuentran en una posición muy débil de

acuerdo con los estándares históricos. Pero la creciente desigualdad en la distribución de los ingresos y las frecuentes noticias sobre las inmensas fortunas que han ganado quienes reparten el pastel podrían alejar a la opinión pública norteamericana de su postura pronegocios.

Según los cálculos del economista Ray Fair, si se concretan las expectativas de crecimiento de los beneficios del mercado y si el crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) de los Estados Unidos es del 4% anual, las ganancias corporativas superarán el 12% en el año 2010 (previa deducción de impuestos y entendidas como una fracción del PIB), un valor que casi duplica cualquier otro conocido desde 1948.⁴ Es difícil imaginar que la gente tolere sin resentirse que una fracción tan alta del Producto Interior Bruto corresponda a las ganancias corporativas. Precisamente, ese tipo de resentimiento acabó con el auge de la “comunidad de intereses” después de 1901 (ver capítulo V) mediante la regulación de las corporaciones y una vigorosa legislación antimonopolio. Ese mismo resentimiento propició el crecimiento de los movimientos socialista y comunista después de 1929, lo que produjo una atmósfera insegura e inestable para la economía durante la década de 1930 (ver capítulo V).

Otro de los factores que podrían limitar el crecimiento de los beneficios es el resentimiento de los extranjeros hacia los Estados Unidos. La preeminencia norteamericana en tecnologías de vanguardia es evidente en todo el mundo. En los últimos años los medios han difundido numerosas historias acerca del éxito de nuestras empresas. Internet simboliza todo lo que es nuevo y emocionante en tecnología, y según parece es un campo dominado por las compañías de *software* norteamericanas, desde los buscadores de la Red hasta el abastecimiento de insumos y los proveedores *online*. El nombre de una compañía norteamericana –Microsoft– aparece en las pantallas de las computadoras de todo el mundo cada vez que alguien abre el programa Windows para acceder a Internet. ¿Podría esto hacer que los ciudadanos de otros países se sientan excluidos?

La hegemonía tecnológica de los Estados Unidos podría tener un aspecto esencialmente injusto. ¿Cómo llegó Microsoft a tener semejante poder? Sea o no verdad, la empresa suele ser acusada de monopolio. ¿Y por qué los Estados Unidos son amos y señores de Internet? Después de todo la Red fue un invento europeo desarrollado en sus primeras etapas por dos científicos –uno británico y otro belga– que

trabajaban para un laboratorio suizo. Sin embargo, no vemos sus nombres cuando encendemos nuestras computadoras.

El resentimiento contra los Estados Unidos y su poderoso sistema de libre empresa también tiene connotaciones éticas. Los ciudadanos de otros países menos fuertes en el plano económico se preguntan si su falta de éxito en este campo podría deberse a su mayor preocupación por la igualdad, la justicia y los valores humanos –desde un punto de vista social e individual-. Si esta base moral del resentimiento gana terreno en la opinión pública generará el impulso de competir con –o excluir a- las corporaciones norteamericanas.

Para demostrar otro aspecto de su poderosa tecnología de avanzada, en 1999 los Estados Unidos desplegaron toda su fuerza militar superior en Kosovo tal como lo habían hecho en el Golfo Pérsico en 1991. En ambas oportunidades nuestro país demostró una marcada capacidad y voluntad de utilizar la tecnología para matar impunemente a un gran número de personas (y casi no tuvo bajas en sus fuerzas). La furia de China después del bombardeo accidental a su embajada en Belgrado es un ejemplo de la reacción extranjera contra los Estados Unidos.

Durante la crisis financiera del sureste asiático, los Estados Unidos ofrecieron un modelo a seguir a las agonizantes economías de aquel continente. Los economistas que viajaron a asesorar a sus pares asiáticos se habían formado en los Estados Unidos. Aunque la intención fue buena, el valor simbólico del acto fue negativo.

El creciente resentimiento contra las corporaciones norteamericanas, tanto en el país como en el extranjero, podría aumentar las probabilidades de que ocurran algunas de las cosas que –de acuerdo con la lista antes mencionada– amenazarían el crecimiento de los beneficios. La palabra resentimiento no ocupa un lugar importante en el vocabulario de la mayoría de los economistas financieros; sin embargo, es y ha sido una de las fuerzas más poderosas de la historia.

Compartir los límites al crecimiento

A medida que el mundo se desarrolle aumentará el nivel de emisión de sustancias que contaminan la atmósfera. La preocupación generalizada por los efectos adversos de estas emanaciones ha sido tanta que, en 1997, la Convención de Kyoto propuso que los treinta y

ochos países industrialmente más desarrollados del mundo disminuyan un 5,2% sus emisiones de dióxido de carbono y otros gases que provocan el efecto invernadero. El cálculo se haría a partir de los niveles de 1990, y la medida se pondría en práctica entre los años 2008 y 2012.

Los economistas estimaron que implementar la propuesta de la Convención de Kyoto sin modificación alguna tendría un costo económico aproximado de 1,5 billones de dólares, absorbido en su mayor parte por los países ricos.⁵ Pero los costes causados por los esfuerzos internacionales para controlar las emisiones podrían ser aún mayores. Según algunos informes, las reducciones propuestas por la Convención de Kyoto ni siquiera están cerca de solucionar los problemas causados por las emisiones de gases que provocan el efecto invernadero. En 1995, la Comisión Intergubernamental de Cambios Climáticos de la Organización de las Naciones Unidas solicitó que las emisiones disminuyeran entre el 50% y el 70%. Sin embargo, el nivel de las emisiones no ha dejado de aumentar desde entonces y la mayor parte del aumento proviene de los países en vías de desarrollo.

Es imposible predecir el coste total de los esfuerzos por reducir las emisiones o el de otros límites globales al crecimiento, tanto a nivel individual como al de las grandes corporaciones. Si tomamos en cuenta el inevitable conflicto que se producirá cuando cada vez más países en vías de desarrollo quieran seguir los pasos de los países desarrollados (y de ese modo multiplicar los problemas del medio ambiente), es improbable que en el futuro ocurra ese enorme crecimiento de los beneficios que justificaría los altos niveles del mercado de valores actual.

Estas reflexiones sobre el resentimiento internacional contra el éxito de las economías ricas y los límites que se imponen al crecimiento solo contribuyen a cimentar la idea de que las actuales perspectivas del mercado de valores no son favorables.

¿Qué deberían hacer ahora los inversores?

Si el mercado de valores de los Estados Unidos sigue un curso descendente irregular durante alguna etapa de la primera década (o poco después) del siglo XXI –y, por ejemplo, regresa a su nivel de mediados de la década de 1990 o incluso a niveles más bajos–, los indivi-

duos, las fundaciones, las fundaciones universitarias y otros beneficiarios del mercado enfrentarán una merma en sus beneficios, que en conjunto sumará billones de dólares. Las pérdidas reales podrían equivaler a la destrucción total de todas las escuelas, de todos los establecimientos agrícolas o incluso de todos los hogares del país.⁶

Podría aducirse que una caída como esa sería en realidad inofensiva, dado que un desplome del mercado no destruye nada material: es solo un cambio en los papeles y en la estructura mental de los inversores. También podría decirse que, si el mercado cayera a la mitad de su valor actual, simplemente volveríamos a donde estábamos hace unos años. Pero el problema es que las pérdidas no serán distribuidas –ni soportadas– de manera equitativa. Los que conocen bien el mercado y han obtenido grandes beneficios a través de sus inversiones sabrán qué hacer con sus acciones y conservarán lo que han ganado; los inversores novatos solo tendrán pérdidas. De este modo, una caída sustancial del mercado empobrecería a muchas personas y enriquecería a pocas.

Podemos imaginar los efectos del desplome sobre las vidas de quienes dependen en exceso de sus inversiones, de quienes acaso han sido demasiado optimistas con respecto a las perspectivas de esas inversiones en el futuro. Los que invirtieron una pequeña suma de dinero en el mercado de valores para financiar la educación superior de sus hijos podrían descubrir que sus ahorros no alcanzan, o que el valor real de sus acciones está muy lejos de cubrir el costo cada vez más alto de las universidades. En ese caso sus hijos tendrían que pedir préstamos o becas y buscar un empleo cualquiera de media jornada para pagar sus estudios. O tal vez tendrían que elegir carreras más cortas y olvidar para siempre sus sueños de ser médicos o abogados. Incluso podrían no cursar estudios universitarios.

Otros individuos, ya adultos, podrían ver frustradas sus carreras y ambiciones. Con menos recursos económicos a su disposición, la necesidad de mantener su nivel de ingresos y cumplir sus obligaciones diarias consumiría todo el tiempo y la energía que esperaban destinarn a su realización personal.

Aquellos que no ahorraron un centavo y depositaron toda su confianza en las inversiones de sus planes de pensiones podrían descubrir que dichos planes, junto con la Seguridad Social, no están en condiciones de ofrecerles un buen estándar de vida durante sus últimos años de vida. El “poder asombroso” de los rendimientos

combinados –en el que tanta gente tiene fe– se desmoronará si no hay rendimientos. Así, los pequeños ahorradores tendrán que apelar solo a sus propias fuerzas en un mundo con cada vez mayor cantidad de ancianos dependientes. Tal vez tengan que llevar una vida muy sencilla y esperar que pase el tiempo sentados en sus casas.

Las universidades y fundaciones que invirtieron la mayor parte de su capital en acciones podrían ver limitado el buen cumplimiento de su misión. Tomemos como ejemplo la Fundación Ford, que publicó un influyente informe cerca del máximo del mercado de 1969. El informe Ford aconsejaba invertir los fondos de la fundación en acciones para aprovechar los altos rendimientos. La fundación siguió al pie de la letra su propio consejo. Después del *crash* de la Bolsa en 1974 perdió tanto que sus fondos disminuyeron de 4,1 a 1,7 mil millones de dólares. Debido a ello, redujo sus becas anuales de 177 millones de dólares en 1973 a 76 millones en 1979. Aunque continuó apoyando los programas contra la pobreza, redujo drásticamente los fondos otorgados a la investigación universitaria, los programas de intercambio educativo y las artes. La Universidad de Rochester –elogiada en el informe de 1969 por su agresiva política de inversión en el mercado de valores– recibió un golpe similar: perdió la mitad de sus fondos entre 1973 y 1974.⁷ Lo mismo, o incluso algo peor, podría ocurrirles hoy a las fundaciones y universidades que han invertido gran parte de sus fondos en el mercado de valores.

Entonces, ¿qué tendrían que hacer los inversores? El primer paso natural sería –siempre de acuerdo con la cartera de valores que posean y con las circunstancias específicas de cada institución– disminuir la cantidad de acciones norteamericanas. El sentido común indica, como siempre lo ha hecho, que no debemos depender en exceso de ninguna inversión en particular. Por lo menos, habría que diversificar las inversiones.

Pero aconsejar a los inversores particulares y las instituciones que se retiren del mercado podría tener serias consecuencias. Si muchos siguieran este consejo, el mercado de valores caería en picado. No podemos pretender que *todos* abandonen el mercado. Solo podemos vender nuestras acciones a otros inversores. Alguien tiene que quedarse con las acciones en circulación. Cabe señalar que el grupo de desafortunados inversores que compró cuando el mercado estaba en alza cometió un grave error, que no se podrá enmendar a escala colectiva.

Todos los inversores deberían tener menos confianza en el mercado de valores cuando tomen sus *próximas* decisiones económicas. Los particulares deberían aumentar su promedio de ahorro. Las fundaciones y universidades deberían reducir el reparto de beneficios procedentes de los intereses de su capital invertido.

El optimismo por el alto nivel del mercado de valores coincidió con un hábito de ahorro individual muy bajo en los Estados Unidos. De hecho, el promedio de ahorro es casi igual a cero. La mayor parte del ahorro en los Estados Unidos es corporativo (en forma de beneficios retenidos) y gubernamental (en forma de superávit federal). Y los beneficios de estas dos formas de ahorro no se distribuyen equitativamente entre la población.

Es razonable suponer que en algún momento del primer decenio del siglo XXI el valor del mercado declinará por una suma equivalente al ingreso nacional anual. La cantidad de ahorros personales adicionales que podrían compensar esta caída es muy grande. Si tuviéramos que compensarla con ahorros adicionales durante una década –sin la ventaja de las altas tasas de rendimientos y beneficios combinados–, deberíamos ahorrar el 10% de nuestros ingresos brutos anuales.

Por la misma razón, las universidades y fundaciones que han invertido sus fondos en el mercado deberían reducir sustancialmente sus repartos de beneficios. Esto contradice algunas recomendaciones recientes sobre el tema. En 1999, la National Network of Grantmakers –una organización de fundaciones progresistas– publicó un informe en el que urgía a todas las fundaciones a aumentar el porcentaje de pago de beneficios del 5% establecido por la legislación de los Estados Unidos al 6%.⁸ Las universidades –cuyos fondos aumentan a toda marcha gracias al alza del mercado de valores y los aportes de los alumnos– son incitadas a aumentar también sus gastos. Para los fondos expuestos a riesgos del mercado de acciones, lo menos que puede decirse es que estas recomendaciones son erróneas.

Planes de pensiones

Cuando el mercado de valores tocó fondo en 1982, los planes de pensiones de contribución definida (en los que la compañía hace aportes al fondo de inversión de cada uno de sus empleados) supe-

raron a los antiguos planes de beneficios definidos (en los que la compañía hacia una contribución fija a cada empleado que se jubilaba). A partir de entonces la situación dio un vuelco total: la idea de que el conjunto de la sociedad compartía la responsabilidad por la tercera edad dio paso a la noción de que cada individuo es responsable de su propio bienestar. El plan 401(k) y otros similares fueron creados para dar seguridad económica al ciudadano común jubilado, estimulándolo a imitar las estrategias bursátiles desde siempre empleadas por los de mayor poder adquisitivo. Pero nadie tuvo en cuenta que, debido al alto nivel global de sus activos, los ricos no se preocupan si pierden sumas considerables por una caída del mercado.

Este cambio en los planes de pensiones presenta numerosos aspectos positivos, dado que los anteriores no se indexaban de acuerdo a la inflación (un error de la opinión pública extraño y arduo de explicar, que no inspira confianza en aquello de que conviene dejar que un grupo de expertos institucionales administre las inversiones del común de la gente).⁹ La inflación erosionó parte del valor real de las jubilaciones de aquellos que se retiraron y vivieron mucho tiempo bajo la égida de estos planes de beneficios definidos.

Pero aunque los nuevos planes de contribución definida hayan eliminado el problema, en la transición se perdió algo: el sentido de responsabilidad común por el nivel de vida de los jubilados. Los antiguos planes de beneficios definidos son instituciones que administran los riesgos y, debido a sus características, ofrecen la ventaja de reducirlos, lo que es particularmente importante para los jubilados de bajos ingresos. Hoy se les pide a los jubilados que elijan sus inversiones (dentro de los planes de contribución definida) y corran sus propios riesgos. Se les suele ofrecer un gran número de opciones –entre ellas diversas inversiones bursátiles– y se los induce sin demasiada sutileza a invertir su dinero en el mercado de valores (como vimos en el capítulo II).

Los planes que ofrecen la opción de invertir en bonos del gobierno indexados según la inflación son escasos, a pesar de que estos bonos han estado pagando el 4% de rendimiento anual y no comportan ningún riesgo. Serían una excelente opción para quienes piensan jubilarse –mucho mejor que el actual mercado de valores–, y sobre todo para los que tienen un bajo nivel de ingresos. Sin embargo, ni los empleadores ni el gobierno los estimulan a invertir en bonos

ni a incluir bonos en sus planes 401(k). La estructura institucional corriente no induce a los empleadores a orientar a sus empleados a optar por mejores planes. Más bien los insta a brindar las mismas opciones que ofrecen otros planes, siempre con preponderancia de las inversiones en el mercado de valores.

Por otra parte, los planes de inversión elegidos por los interesados no están convenientemente diversificados. A comienzos de la década de 1990, la mayoría de los balances de las cuentas 401(k) se invirtieron en contratos de inversión garantizada (CIG): inversiones de rédito fijo no indexado a la inflación, ofrecidas por las compañías de seguros. A comienzos de la década de 1990 dos episodios de insolvencia empañaron la reputación de los CIG y revelaron que en realidad no estaban garantizados. Esto coincidió con una artillería de anuncios publicitarios que sugerían que –en opinión de la mayoría de los expertos– la gente no invertía lo suficiente en el mercado de valores. Desde entonces los inversores han tendido a abandonar los CIG a favor del mercado de valores. De acuerdo al último estudio realizado por el Investment Company Institute/Employee Benefits Research Institute, más de dos tercios de los balances de los planes de pensiones 401(k) estaban invertidos en el mercado de valores en 1996.¹⁰ Y la mayor parte de los balances de los participantes sexagenarios y ya próximos a jubilarse había corrido igual suerte. Si esta tendencia ha continuado desde 1996, el porcentaje de presencia de estos balances en el mercado será todavía más alto. Es indudable que muchos participantes colocaron casi todos sus fondos de jubilación en el mercado de valores.¹¹

Debido a la gran cantidad de inversiones 401(k) en el mercado de valores, su desplome tendría graves consecuencias para numerosos jubilados. Y no es improbable que el mercado caiga por debajo de la mitad de su valor actual. Si consideramos la mezquindad de la mayoría de los subsidios de Seguridad Social y también que la mayoría de los jubilados solo cuentan con sus planes de pensiones, sus viviendas y sus beneficios de Seguridad Social, llegaremos a la conclusión de que una posible caída del mercado tendría un coste enorme para ellos.¹²

No obstante, este grave riesgo no preocupa a la opinión pública. Son pocos los que emiten señales de alarma. Solo se expresa cierta preocupación generalizada porque algunos participantes de estos planes de pensiones no invierten suficiente dinero en el mercado de

valores y pierden la oportunidad de realizar excelentes inversiones por exceso de conservadurismo.

Por lo general, los gestores de los planes 401(k) no aconsejan a los empleados sobre la mejor manera de invertir. Hasta que la Secretaría de Trabajo los reguló en 1996, los planes no ofrecían asesoramiento legal por cuestiones de pasivos potenciales.¹³ Actualmente asesoran a los participantes sobre la importancia de la diversificación pero, como hemos visto, sus consejos son débiles y poco influyentes. Las políticas públicas respetan sin rodeos la decisión de los participantes, como si la gente tuviera buenas razones para invertir casi todo su dinero en el mercado de valores o como si sus opiniones fueran producto de la reflexión personal y no del mito popular que augura grandes beneficios a todo el que invierte en acciones.

La política actual de ofrecer un menú de opciones a los participantes sin asesorarlos sobre las ventajas de la diversificación invita a cometer graves errores. Pero la actitud imperante hacia el mercado obliga a los planes de jubilación a dar a la gente lo que quiere y a no actuar de manera paternalista. En última instancia, es la política del gobierno la que propició esta situación al apoyar los planes de contribución definida en vez de introducir mejoras en los planes de beneficios definidos a través de la indexación.

Las autoridades responsables de los planes de pensiones (ya sea porque sus empresas los patrocinan o porque forman parte de los mismos) deberían pronunciarse en contra de la decisión de invertir todo o casi todo el balance del plan en el mercado de valores. Deberían recomendar una mayor diversificación y sugerir que parte sustancial de los balances se coloque en inversiones seguras, por ejemplo en bonos del gobierno indexados a la inflación. Deberían propiciar el pago de anualidades o haberes periódicos de pensión indexados a la inflación e inducir a los jubilados a optar por recibir sus haberes o pensiones de esta manera. Esta sería una buena estrategia para que las corporaciones vuelvan a adoptar los planes de beneficios definidos, sobre todo para los trabajadores de menos recursos (siempre y cuando sean correctamente indexados y otorgados). Los planes podrían indexarse de acuerdo con el Índice de Precios al Consumidor (IPC), el ingreso nacional per cápita o una combinación de ambos.¹⁴ En el futuro, cuando exista una mayor variedad de contratos de administración de riesgos, será necesario asesorar a los empleados para que los aprovechen.

Seguridad Social

Mientras escribo esto se están presentando numerosas propuestas para invertir por lo menos una parte del Fondo de Seguridad Social (Social Security Trust Fund) en el mercado de valores. Maravillados por los altos rendimientos bursátiles, los norteamericanos se preguntan por qué sus aportes a la Seguridad Social les han dado rendimientos mucho más bajos de los que podrían haber obtenido en un plan de pensiones de contribución definida y por qué no se les permitió invertir sus aportes en el mercado de valores. Si el gobierno decidiera implementar estas propuestas comprometería a otra importante institución nacional de riesgos compartidos.

Podemos pensar que el sistema de Seguridad Social es la aceptación parcial por parte del gobierno de los riesgos que antaño se compartían en el seno de la familia. Los adultos jóvenes siempre han sentido la obligación de cuidar a sus padres ancianos, como recompensa por los cuidados que recibieron de niños. Las personas de mediana edad suelen tener que ocuparse simultáneamente de sus padres ancianos y de sus propios hijos. Dado que se trata de una obligación dictada por la ética y el amor filial y no por instrumentos legales, el antiguo sistema familiar propició otras maneras intergeneracionales de compartir los riesgos. En otros tiempos cada uno de nosotros dividía su atención entre sus hijos y sus padres ancianos de acuerdo con las necesidades de ambos y las suyas propias, no por un contrato legal. Si los ancianos necesitaban más cuidados, estaban más enfermos, eran más dependientes o vivían más tiempo, compartían una mayor proporción de los recursos familiares (o a la inversa). Los riesgos eran compartidos a través de las generaciones.

Pero la familia no es una institución confiable en lo que respecta a compartir riesgos económicos. Algunos de sus miembros pueden morir jóvenes o quedar incapacitados o no poder asumir responsabilidades a la edad en que deberían hacerlo. El Fondo de Seguridad Social fue creado para aliviar estos problemas, ya que reemplaza los "contratos" individuales entre los miembros de la familia por obligaciones contractuales entre las distintas generaciones que componen la sociedad.

En los Estados Unidos (y en muchos otros países), la Seguridad Social es un sistema de "pago al contado": los aportes realizados

por los trabajadores no se invierten en activos reales, sino que se entregan de inmediato a los jubilados y pensionados que necesitan ese dinero para vivir. La seguridad social imita así el sistema familiar tradicional, que tampoco se apoyaba en inversiones de ninguna clase. De hecho, la familia tradicional no realizaba inversiones con vistas a la vejez de sus miembros porque, en la mayoría de las épocas y los lugares, había pocas inversiones fiables donde colocar los ahorros a largo plazo. Ahora, gracias a la exagerada confianza pública en el mercado, pensamos que las inversiones fiables a muy largo plazo efectivamente existen, y se llaman acciones. De hecho, estamos más cerca del pasado de lo que muchos imaginan. Las acciones no son seguras. Aunque en los Estados Unidos y algunos otros países los particulares pueden invertir en bonos indexados según la inflación —que son inversiones seguras al ciento por ciento—, estos bonos no son inversiones para el conjunto de la sociedad dado que su valor neto es cero. Los bonos indexados del gobierno son seguros porque, por el simple hecho de pagar nuestros impuestos, garantizamos sus rendimientos. No existe una inversión segura para todo el país ya que lamentablemente hay muchas cosas que pueden funcionar mal dentro de la economía. Si la economía da un vuelco negativo y el ingreso nacional declina, la población trabajadora tendrá que pagar más impuestos para que los jubilados reciban el haber fijo acordado por la Seguridad Social y experimentarán un efecto amplificado de la declinación económica. No tiene sentido proteger del malestar económico a un segmento de la población concentrando los efectos del malestar en otro segmento.

A menudo se dice que la creación de la Seguridad Social en los Estados Unidos en la década de 1930 brindó ganancias inesperadas a la primera generación de receptores, quienes recibieron mucho más dinero del que justificaban sus aportes. Pero en realidad no recibieron nada de más: debemos tener en cuenta que la responsabilidad familiar por el bienestar de los ancianos comenzó a declinar cuando las familias advirtieron que el gobierno las estaba reemplazando. Es probable que la primera generación de beneficiarios de la Seguridad Social haya tenido que lamentar la inesperada falta de atención de sus hijos. Y esos hijos, en lugar de dedicar tiempo y esfuerzo al cuidado de sus padres, tuvieron que aportar dinero a la Seguridad Social. De esta manera el sistema de la Seguridad Social

se hizo cargo de los cuidados que los jóvenes prodigaban a sus padres, sin hacer modificaciones sustanciales y con la ventaja agregada de una mayor uniformidad y fiabilidad.

Sin embargo, las ventajas del sistema de la Seguridad Social se ven ensombrecidas por la falta de equilibrio entre las necesidades de las distintas generaciones. Hoy empleamos fórmulas para hablar de ellas y el Congreso las discute en términos abstractos, ya que carece de la evidencia inmediata y visible que ofrecía el seno familiar. Como la capacidad del debate nacional de comprender las necesidades y capacidades relativas de las distintas generaciones es limitada, la familia sigue siendo la principal institución intergeneracional de riesgos compartidos.

Sería un grave error adoptar la política –propuesta por algunos– de reemplazar el actual sistema de Seguridad Social por un plan de pensiones de contribución definida, por inversiones de los balances en el mercado de valores, o incluso por un plan que permita optar individualmente entre distintas categorías de inversión. Este tipo de plan reemplazaría el actual compromiso del conjunto de la sociedad hacia sus mayores por la esperanza de que los mercados financieros tengan un desempeño brillante en el futuro. La adopción de un plan de esas características cuando el mercado está más alto que nunca con relación a los fundamentos sería un error de proporciones históricas. Afortunadamente, la mayoría de las propuestas serias solo abogan por inversiones modestas del Fondo de Seguridad Social en el mercado de valores.¹⁵

La reforma del sistema de Seguridad Social no debería producirse a través de inversiones en el mercado de valores; por el contrario, el sistema tendría que ser más reactivo a los riesgos económicos y promover la justa y equitativa división de los riesgos entre los grupos económicos que conforman la población. Los tipos de aportes y beneficios deberían variar con el tiempo, de acuerdo con las necesidades relativas de los trabajadores y los jubilados. Los aportes y los beneficios deberían ser indexados, no de acuerdo con el Índice de Precios al Consumidor (IPC) sino con el ingreso nacional per cápita. Debemos reformar el sistema de Seguridad Social de modo que sea lo suficientemente justo y humano como para ser puesto en práctica en el seno de una familia. En suma, debemos implementar un sistema de riesgos compartidos que no obligue a nadie a soportar una parte excesiva de la carga económica.¹⁶

Política monetaria y burbujas especulativas

En ocasiones, las políticas monetarias restrictivas estuvieron vinculadas al estallido de burbujas en el mercado de valores. El 14 de febrero de 1929 la Reserva Federal aumentó la tasa de redescuento del 5% al 6% con el objetivo de limitar la especulación. A comienzos de la década de 1930 la Reserva Federal prosiguió con su política monetaria restrictiva y fue testigo del mayor *crash* histórico del mercado de valores y de una recesión que dio origen a la peor depresión que conocieron los Estados Unidos.

Durante el máximo del mercado de valores japonés entre mayo de 1989 y agosto de 1990, el Banco de Japón aumentó el tipo de descuento del 2,5% al 6% con el propósito evidente de estabilizar el yen y los mercados financieros (sobrevalorados debido a una lábil política económica). Es difícil no pensar que esta medida tuvo un papel crucial en el *crash* del mercado y la severa recesión posterior.¹⁷

Aunque los nexos causales son difíciles de desentrañar, incluso en los episodios más dramáticos, sabemos que la política de tipos de interés adoptada afecta la economía en su conjunto y no se concentra exclusivamente en la burbuja especulativa que de hecho ayudaría a corregir. Es un sistema de irradiación que afecta todo el cuerpo, no un láser quirúrgico. La génesis de una burbuja especulativa como en la que nos hallamos ahora es un proceso largo y lento, que entraña cambios graduales en la manera de pensar de la gente. Los cambios menores en los tipos de interés no tendrán efectos predecibles sobre la opinión pública; los cambios mayores sí podrían tenerlos, pero solo porque pueden causar un impacto devastador sobre el conjunto de la economía.

La Gran Depresión de la década de 1930 se debió primordialmente a la decisión de las autoridades monetarias de estabilizar los mercados especulativos mediante políticas de tipos de interés, aunque los mercados que más las preocupaban no eran los de valores sino los de sus propias divisas. Los países intentaron preservar a toda costa el tipo de cambio fijo, representado por el patrón oro. Los primeros países en ceder y abandonar la encendida defensa de sus divisas fueron también los primeros en salir de la depresión.¹⁸

Cuando los mercados están sobrevalorados puede ser útil un aumento pequeño pero simbólico de los tipos de interés, siempre y cuando sea acompañado por el anuncio público de que las auto-

ridades monetarias solo intentan frenar la especulación. Pero las autoridades nunca deben hacer estallar la burbuja mediante ajustes agresivos en la política monetaria.

El poder estabilizador de los líderes de opinión

Una manera de frenar la especulación en los mercados financieros es hacer que los líderes intelectuales y morales de la nación alerten a la opinión pública cada vez que el mercado está incorrectamente sobrevalorado o subvalorado. Aunque la estrategia se aplicó muchas veces en la historia de nuestros mercados financieros, su porcentaje de éxito es difícil de evaluar.

Durante el *crash* de 1907 –que coincidió con una retirada masiva de fondos bancarios en octubre– los líderes financieros de la nación hicieron pública su confianza en los mercados y dijeron estar dispuestos a arriesgar sus riquezas para demostrarlo. Dijo John D. Rockefeller: “Personalmente tengo una fe absoluta en el futuro valor de nuestros activos y en la solvencia de las condiciones subyacentes”. Rockefeller y J. P. Morgan fundaron un grupo de banqueros cuyo objetivo era prestar dinero a los bancos. El Jueves Negro –24 de octubre de 1929– cinco de los banqueros más influyentes del país se reunieron con Morgan y dijeron estar convencidos de que “los cimientos del mercado son firmes”.¹⁹ Si bien no anunciaron planes específicos de compra de acciones, la opinión pública interpretó que sí lo harían a partir de sus declaraciones. Este intento de estabilizar el mercado no tuvo éxito. Unos días más tarde ocurrió el *crash* del 28 y 29 de octubre de 1929.

En cada uno de los tres grandes máximos posteriores a la creación de la Reserva Federal –fines de la década de 1920, mediados de los años sesenta y década de 1990–, el responsable máximo de ese organismo advirtió que el mercado estaba sobrevalorado. En 1929 se anunció que el aumento del tipo de interés –que analizamos antes– estaba dirigido contra la especulación. El máximo de 1966 coincidió con una declaración formulada en 1965 por el presidente de la Reserva Federal –William McChesney Martin–, quien dijo encontrar “similitudes inquietantes” entre la economía de esa época y la de los años anteriores a la Gran Depresión. Entre ellas mencionó la idea, cada vez más difundida entre la gente, de que había comen-

zado una “nueva era”.²⁰ Desde entonces ningún otro presidente de la Reserva Federal previno al público contra los excesos del mercado hasta el célebre discurso de la “exuberancia irracional”, pronunciado por Alan Greenspan en diciembre de 1996. Es decir, hasta el comienzo del siguiente período de niveles de mercado muy altos. Todo parece indicar que los funcionarios de la Reserva Federal reservan sus discursos públicos para los períodos de extrema distorsión del valor. No hay manera de saber hasta qué punto estos escasos discursos de advertencia contribuyeron a calmar las aguas del mercado, ni tampoco de averiguar hasta dónde habría llegado su volatilidad en caso contrario.

El ejercicio de la autoridad moral implica un problema: aunque la idea de que el mercado está sobrevalorado o subvalorado se ha convertido en un lugar común en boca de los expertos, nunca es universal. Los líderes que expresan esa clase de opiniones se fundamentan en su juicio personal: es decir en la evaluación intuitiva del estado de los fundamentos y la psicología del mercado, un juicio tan difícil de demostrar que sienten que ante todo se necesita tener coraje para hacerlo público.

Es probable que, en estos casos, los discursos de los líderes de opinión desempeñen un papel menor. Si sus declaraciones son desinteresadas y la gente los considera auténticos líderes morales, tal vez ejerzan un pequeño efecto estabilizador sobre el mercado de valores.

Interrupción del mercado para evitar burbujas

Otra manera de reducir la volatilidad es cerrar la sesión de mercado durante los períodos de cambios rápidos en los precios. Los “interruptores de circuitos” adoptados por las Bolsas son un claro ejemplo de esta estrategia. De acuerdo con la Regla 80B de la Bolsa de Nueva York, cada vez que el índice industrial Dow Jones baje un 10% (lo que en los últimos tiempos hubiera equivalido a una caída absoluta de 1.100 puntos) respecto al cierre del día anterior antes de las 14 hs, la Bolsa deberá cerrar durante una hora; si la caída fuera del 20% (2.250 puntos) antes de las 13 hs, cerrará durante dos horas, y si fuera del 30% (3.350 puntos) en cualquier momento del día, permanecerá cerrada durante el resto de la jornada. Estos cierres del mercado podrían darles un respiro a los inversores, además de tiempo

para reflexionar y, en el peor de los casos, entrar en pánico. Pero no queda claro si estos breves períodos de cierre logran frenar los cambios diarios en los precios. Después de todo, los dos mayores *crash* de la historia –octubre de 1929 y octubre de 1987– ocurrieron un lunes, después de que la caída de las cotizaciones del día hábil anterior quedara interrumpida durante el fin de semana.

La estrategia de ventas al descubierto es otro método de restricción deliberada de las transacciones que evita las burbujas. La Comisión de Bolsas y Valores exige desde hace tiempo que las Bolsas solo permitan ventas al descubierto cuando el mercado está en alza; es decir, solo cuando el precio de la transacción anterior está en alza.

Sin embargo, estas políticas de cierre del mercado –durante segundos, minutos, horas o días– no afectan los movimientos de precios a largo plazo –es decir, aquellos que duran años–, que a su vez implican grandes cambios en las cotizaciones. Es posible que el ocultamiento de los grandes cambios a corto plazo en los precios impida una reacción exagerada de la opinión pública y de ese modo también evite el desarrollo de una tendencia a largo plazo en respuesta al recuerdo vívido de un gran cambio ocurrido en un solo día. Los cambios drásticos de un día captan la atención del público, son comentados por los medios y recordados mucho tiempo después, en especial si marcaron algún récord. Por otra parte, tenemos poca información sobre los efectos de las políticas de cierre de los mercados durante períodos breves sobre los cambios en las cotizaciones a largo plazo. ¿Qué pasaría si fuera el *propio mercado* el que corrigiese una modificación verdaderamente grande en los precios poco después de ocurrida, tal y como sucedió en octubre de 1987? Tal vez la experiencia de un *crash* seguido por una corrección tendría un efecto más estabilizador sobre el público que el ocultamiento de un *crash* potencial a través del cierre del mercado.

De hecho, hubo períodos de enfriamiento más prolongados: por ejemplo, la Bolsa de Nueva York estuvo cerrada tres meses en 1914.²¹ Sin embargo, como se trató de un episodio único en la historia de los Estados Unidos, no podemos aprender demasiado de sus motivos y consecuencias.

Otra manera de apaciguar el ritmo de las operaciones es desalentar su frecuencia; es decir, “echar arena en las ruedas” de los mercados especulativos. James Tobin, uno de mis colegas en la Universidad de Yale, propuso restringir los movimientos especulativos de las

cotizaciones de divisas extranjeras mediante un impuesto a las transacciones sobre las mismas.²² Lawrence y Victoria Summers extendieron esta propuesta a las acciones y bonos de las corporaciones y a los bonos del gobierno; sin embargo, Lawrence Summers no defendió la idea cuando fue nombrado secretario del Tesoro de los Estados Unidos.²³ Los impuestos a las transacciones de títulos o acciones no son una novedad y ya se han implementado en este y otros países; sin embargo, casi nunca fueron producto de una teoría claramente articulada para limitar la especulación.

Según Tobin, estos impuestos a las transacciones desalentaría a los especuladores a corto plazo y favorecerían a los inversores interesados en fundamentos a largo plazo. Si bien reconoce que este tipo de impuesto perjudica tanto las transacciones basadas en fundamentos como las puramente especulativas, Tobin cree que podría desalentar mucho más estas últimas dado que numerosos especuladores se interesan por las transacciones a muy corto plazo.

Tobin podría tener razón en que un impuesto de esas características sería más inhibitorio para los especuladores que para los inversores a largo plazo, dado que los especuladores –según los resultados de las encuestas sobre sus expectativas– tienden a extrapolar los cambios pasados en las cotizaciones basándose en períodos cortos. Jeffrey Frankel encontró evidencias de ello en un conjunto de encuestas a especuladores que operaban en Bolsas extranjeras.²⁴ Mis propias encuestas han revelado que los inversores bursátiles institucionales son más propensos a esperar burbujas –más precisamente, una subida y una posterior caída en las cotizaciones– cuando las alzas recientes en los precios a corto plazo (seis meses) son muy elevadas.²⁵ Pero esta tendencia de las expectativas a confirmar los cambios recientes de las cotizaciones a corto plazo es débil y tampoco sabemos si continuará en el futuro, dado que las teorías de los especuladores sobre el mercado cambian con el paso del tiempo.

Por lo tanto, no queda claro si el impuesto a las transacciones estimularía a los inversores a largo plazo y disuadiría a los especuladores a corto plazo. Deberíamos tener en cuenta la escasa frecuencia de parte de las transacciones especulativas y la mayor frecuencia de las operaciones basadas en fundamentos. Los mercados de bienes raíces –cuyas transacciones tienen costes más elevados que los de los mercados de valores– parecen ser vulnerables a las burbujas especulativas y los *crashes*. Además, se ha demostrado que

la volatilidad del mercado no baja en aquellos países que imponen costos más altos a las transacciones.²⁶ Si bien creo que los impuestos a las transacciones “estilo Tobin” podrían contribuir a reducir la volatilidad especulativa, sus argumentos no logran convencerme como para recomendar la estrategia.

Aumento y estímulo de las transacciones para evitar burbujas

Si consideramos la estabilidad económica a largo plazo, es probable que la mejor estrategia sea aumentar la variedad de las transacciones y expandir los mercados de valores para que un gran número de personas realice operaciones con la mayor frecuencia posible. Este método se opone de lleno a las propuestas analizadas en la sección anterior.

Dado que la comunicación de boca en boca, los valores culturales y la información locales y el sentimiento patriótico influyen sobre las burbujas especulativas, es menos probable que los inversores extranjeros acompañen la burbuja con la misma intensidad que los inversores locales. Incluso podrían realizar operaciones tendientes a disiparla. Cuando el índice Nikkei japonés llegó a su máximo de 1989 nuestras encuestas revelaron que el inversor institucional promedio japonés esperaba un aumento del 9,5% en el Nikkei para el año siguiente, en tanto que los inversores institucionales norteamericanos esperaban una bajada del 7,7%. El hecho de vivir en Japón pesó sobre la opinión de los inversores. Es probable que el mercado de valores japonés no hubiera sido sobrevalorado si los inversores norteamericanos o de otra nacionalidad hubieran tenido una mayor participación.²⁷ En líneas generales, la apertura de los mercados a través de la participación global podría disipar las exageradas expectativas de los inversores locales y generar cotizaciones más estables.

No deberíamos dar por sentado que las políticas que estabilizan el mercado día a día son buenas. En términos de impacto sobre el bienestar económico, las modificaciones repentinas en los precios no son tan malas como una valoración incorrecta a largo plazo, ni como el todavía más perjudicial desarrollo de una burbuja especulativa que originará un grave *crash* en el futuro.

Dado que las burbujas especulativas tienden a ocurrir, es bueno que estallen para equilibrar la balanza. Podríamos pensar que la crisis financiera del sureste asiático de 1997-1998 –desatada por la retirada masiva de los inversores extranjeros de los mercados– no fue un fenómeno duradero sino una cura en salud que impidió el desarrollo de una burbuja especulativa aún más destructiva. Debido a la crisis los pueblos asiáticos tuvieron que repensar sus negocios y sus economías a la luz de las críticas provenientes de todo el mundo, lo que fue muy útil para esos países.

Si se realiza correctamente, la expansión de los mercados puede otorgar preeminencia a la información sobre los fundamentos; es decir, dirigir la atención del público hacia los fundamentos a largo plazo y alejarla de la especulación a corto plazo. Michael Brennan propuso que se crearan nuevos mercados para los Standard & Poor's 500 Strips; es decir, un mercado para el total anual de dividendos futuros de las 500 compañías del S&P. Por ejemplo, en el año 2005 habría un mercado para los dividendos globales del S&P del año 2006, otro para los del año 2007 e incluso otro para los de 2008, y así sucesivamente para todos los dividendos globales en un horizonte de, digamos, veinte años. Y luego un mercado para el valor del índice terminal (por ejemplo, en el año 2025). Según Brennan estos mercados “incentivarían a los analistas a concentrarse en pronosticar esos fundamentos [los futuros dividendos] [...] en lugar de predecir el nivel del mercado propiamente dicho. Además, dado que el nivel del índice bursátil debe ser coherente con los precios de los futuros flujos de dividendos, la relación entre ambos pondrá de manifiesto las suposiciones implícitas que hace el mercado para establecer su valor. Y estas suposiciones acapararán el centro de la atención y el debate”.²⁸ Tengamos en cuenta que la propuesta de Brennan es diferente de la de Tobin. Brennan propone dirigir la atención del público hacia los fundamentales y no hacia las inversiones a largo plazo.

También habría que crear nuevas instituciones o mercados para ayudar a los particulares a reducir su exposición al mercado de valores. Las instituciones que tenemos hoy –ventas al descubierto, futuros de índice de títulos y opciones de venta– no son alentadoras y la mayoría de los inversores no las aprovechan. Numerosos inversores se sienten atados a sus acciones debido a que la venta de las mismas implicaría pagar el impuesto a las ganancias de capital, y

también a su incapacidad para hallar otras maneras de reducir su exposición al mercado.

En mi último libro, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks* [Macromercados: crear nuevas instituciones para administrar los más grandes riesgos económicos de la sociedad], intenté demostrar que debíamos aumentar la cantidad y diversidad de los mercados para permitir operar con riesgos mayores. Los grandes mercados internacionales –que denomino macromercados– incluirían mercados de reclamaciones a largo plazo sobre los ingresos nacionales para los países más importantes del mundo; mercados de reclamaciones a largo plazo sobre los ingresos de grupos ocupacionales específicos, y mercados de activos generalmente ilíquidos, como las casas de familia.²⁹ Existen muchas maneras de crear macromercados, entre ellas la utilización de futuros perpetuos o los macrovalores que desarrollé con Allan Weiss.³⁰ Si se crearan estos mercados, la gente podría tomar posiciones descubiertas de acuerdo con su nivel de ingresos, protegerse de las fluctuaciones en el valor de sus fuentes de ingresos personales e invertir en una cartera de valores diversificada en todo el mundo. Estos mercados serían mucho más grandes que cualquiera de los mercados existentes y permitirían compensar muchos más riesgos. Además, las instituciones minoristas –como los seguros de derecho-equidad o las opciones a planes de pensiones que mantienen una correlación negativa con el ingreso laboral o el valor de los inmuebles– contribuirían a que la gente emplee estas herramientas de administración de riesgos.³¹

Estoy convencido de que –más allá de los obvios beneficios de ofrecer nuevas oportunidades de administración de riesgos– la creación de estos mercados tendrá un efecto saludable sobre los excesos especulativos porque expandirá el espectro de participación en el mercado. Estos mercados nos ayudarán a averiguar los precios de muchos activos que hoy desconocemos. Nadie sabe cuánto vale la economía de los Estados Unidos, la de Japón o la de cualquier otro país. Tampoco sabemos el valor de las profesiones médica o la de abogado, ya que no se cotizan en ningún mercado. Según parece podría haber burbujas especulativas en los precios no observados, dado que la gente atraviesa etapas alternativas de optimismo y pesimismo por las economías de sus países, y dado que los individuos eligen sus profesiones a partir de las tendencias o modas imperantes en cada momento. Estas modas propician inversiones excesi-

vas de capital real y humano en determinados períodos y lugares e inversiones incorrectas en otros. La creación de mercados de reclamaciones de flujos de ingreso provocará la apertura de los mercados a la casi siempre sensata influencia del resto del mundo.

Por último, la creación de estos macromercados produciría un cambio fundamental en la atención del público: dejaríamos de preocuparnos por los riesgos menores de los beneficios de las empresas que operan en los actuales mercados de valores y comenzaríamos a pensar en los riesgos que corre nuestra subsistencia. Aunque cabe esperar que de vez en cuando se generen burbujas especulativas en los macromercados, la diversidad de opciones de inversión y la concentración de la atención en los riesgos básicos de las Bolsas de todo el mundo deberían estabilizar nuestras economías y también nuestras vidas.

Modificar el saber convencional sobre la diversificación y la compensación

Las autoridades públicas deberían aconsejar la diversificación de las inversiones para propiciar un adecuado manejo de los riesgos, sobre todo cuando se hayan establecido los nuevos mercados. En este libro intenté demostrar que los inversores se hallan bajo la influencia del supuesto saber de los expertos –el célebre “dicen que...”– y que no diversificarán sus inversiones a menos que los propios expertos los induzcan a hacerlo.

Aunque los especialistas en finanzas no paran de cantar loas a la diversificación, jamás explican lo que significa en realidad. Mucha gente sigue creyendo que sus inversiones están diversificadas solo porque tiene acciones de distintas compañías del mercado de valores o de cualquier fondo mutuo de los Estados Unidos. Sin embargo, para alcanzar la diversificación habría que invertir de manera más amplia y prestar atención a otros riesgos existentes.

Los expertos deberían hacerle comprender a la gente que diversificar significa, entre otras cosas, compensar los riesgos implícitos en sus inversiones.³² Esto equivale a invertir en activos que contribuyan a asegurar sus ingresos laborales y tiendan a aumentar de valor cuando sus haberes declinen, o por lo menos no tiendan a declinar también. Esto se podría lograr –luego de la creación de

los macromercados– tomando posiciones descubiertas en las reclamaciones de ingresos globales. Pero también se puede lograr hoy, aunque con menor eficacia, invirtiendo en activos existentes cuya correlación con los ingresos laborales sea negativa (o por lo menos no demasiado positiva).³³ La diversificación también implica invertir en activos que contribuyan a asegurar el derecho de propiedad de la vivienda y tiendan a aumentar de valor cuando baje el valor de los inmuebles. Esto se podría lograr tomando pólizas de seguro de vivienda o posiciones descubiertas en un mercado de futuros de viviendas familiares. Pero también se puede lograr hoy, aunque con menor eficacia, realizando inversiones que se muevan en dirección opuesta a los valores inmobiliarios de la ciudad donde vive el inversor.³⁴ Dado que el ingreso laboral y el derecho de propiedad inmueble constituyen los únicos bienes de la mayoría de la gente, la función esencial de la administración de riesgos es compensar los riesgos de estos.

El procedimiento denominado *compensación* es y ha sido una práctica fundamental para la correcta administración de los riesgos. Pero la mayoría de la gente no piensa en términos de compensación. Y fuera del ámbito profesional son pocos los que podrían definir el concepto. El análisis de la relación entre los rendimientos de las inversiones y los ingresos laborales o el valor de las propiedades es uno de los grandes ausentes en los debates públicos.

Es difícil modificar este esquema mental porque el público ha puesto todas sus esperanzas en el saber convencional y en la idea de que se pueden amasar grandes fortunas invirtiendo en el mercado de valores. Los medios no se cansan de difundir la opinión de celebridades cuya riqueza es evidente a todas luces y que sutilmente dan a entender que todos podríamos hacernos ricos siguiendo sus consejos. Insistir en la mundana tarea de defender el valor de los activos que poseemos equivaldría a contradecir esa ilusión tan atesorada. Quienes trabajan en los medios y en la comunidad de inversores no quieren empañar la ilusión popular de hacerse rico en pocos segundos, que han aprendido a explotar en beneficio propio. Pero podría haber un cambio de actitud generalizado si los líderes de la opinión pública se responsabilizaran de señalar cómo y en qué dirección debe cambiar nuestra manera de pensar. Cuando esta nueva preceptiva adquiera la jerarquía del célebre “dicen que...”, la gente dará los pasos necesarios para proteger sus bienes y compensar todos

los riesgos existentes, así como hoy en día se compra casi sin pensar un seguro de vivienda.

Políticas para contrarrestar la volatilidad especulativa

La tendencia de los mercados especulativos a generar burbujas ocasionales genera conflictos profundos a los responsables de la política económica. Quienes definen las políticas económicas deberán tener en cuenta lo que piensa el público sobre la naturaleza de las burbujas antes de decidir las medidas necesarias para resolver los problemas de estas. Lamentablemente, la naturaleza de las burbujas es tan compleja y cambiante que no podemos siquiera establecer cuál sería la mejor política para alcanzar el objetivo de bienestar económico a largo plazo.

Aunque en ciertas circunstancias puedan parecer útiles o acertadas, las políticas que interfieren con los mercados cerrándolos o limitándolos no deberían encabezar nuestra lista de soluciones a los problemas causados por las burbujas especulativas. Los mercados especulativos desempeñan un papel fundamental en la adjudicación de recursos (hecho que di por sentado y no analicé en este libro) y si los interferimos para domesticar una burbuja interferiremos también con esa función.

Por último, en una sociedad libre no podemos proteger a la gente de todas las consecuencias de sus propios errores. Esa clase de protección equivaldría a negarle la posibilidad de realizarse plenamente. No podemos proteger a la sociedad de todos los efectos de las olas de exuberancia irracional o pesimismo irracional, por tratarse de reacciones emocionales y ser parte esencial de la condición humana.

Las políticas que intentan contrarrestar la volatilidad especulativa se parecen en algo a las que pretenden contrarrestar la inestabilidad política. Nos preocupa que un partido político llegue al poder gracias a los más bajos instintos o el juicio imprudente de los votantes. Pero no contrarrestamos el riesgo mediante la proscripción de ciertos partidos políticos en épocas turbulentas ni obligándolos a pagar impuestos por estar activos. Por el contrario, apoyamos la absoluta libertad de expresión de todos los partidos políticos y esperamos que triunfe el sentido común de los votantes. Esto ha sido posible gra-

cias a la creación y el perfeccionamiento continuo de un conjunto de reglas para las campañas proselitistas y las elecciones.

De manera análoga, el conjunto de políticas nacionales destinadas a controlar las burbujas especulativas debería favorecer la libertad de las transacciones y ofrecer más oportunidades de inversión en mayor cantidad de mercados y también en mercados más libres. Para ello es esencial proponer mejores formas de seguro social y crear instituciones financieras que permitan una administración más eficaz de los riesgos. Debemos tomar conciencia de que, si bien el mercado de valores actual atraviesa una burbuja especulativa, no debemos permitir que ello nos distraiga de estas otras tareas más importantes.

NOTAS

I. EL MERCADO DE VALORES DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

¹ La información sobre precios de viviendas es cortesía de Case Shiller Weiss, Inc.

² Las series de precios, dividendos y beneficios fueron tomadas de las mismas fuentes descritas en el capítulo XXVI de mi libro anterior *Market Volatility*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1989-, aunque ahora utilizo datos mensuales en lugar de datos anuales. La información mensual sobre dividendos y beneficios se calculó a partir de los totales de los cuatro trimestres del S&P para cada trimestre a partir de 1926, con interpolación lineal a cifras mensuales. Los datos sobre beneficios y dividendos anteriores a 1926 fueron tomados de Cowles & Associates, *Common Stock Indexes*, 2da. edición, Bloomington, Ind., Principia Press, 1939, interpolados de información anual. Los datos sobre precios de acciones son promedios mensuales de los precios de cierre diarios hasta enero de 2000, fecha en que este libro entró en imprenta. El CPI-U (Consumer Price Index - All Urban Consumers) -en castellano IPC (Índice de Precios al Consumidor)- publicado por el Departamento de Estadística Laboral de los Estados Unidos comienza en 1913; para los años anteriores utilicé el IPC de Warren y Pearson, y lo multipliqué por la relación de los índices en enero de 1913. Los valores del IPC correspondientes a diciembre de 1999 y enero de 2000 fueron extrapolados. Ver Warren, George F. y Pearson, Frank A., *Gold and Prices*, Nueva York, John Wiley and Sons, 1935. La información incluida corresponde a su gráfico 1, págs. 11-14. Para los gráficos multipliqué las series corregidas según la inflación por una constante, de modo que su valor de enero de 2000 sea igual a su valor nominal; es decir que todos los precios están calculados en dólares norteamericanos a su valor del mes de enero de 2000.

En mis trabajos anteriores sobre las cotizaciones de las acciones (la mayoría en colaboración con John Campbell) utilicé el Producer Price Index (PPI), All Commodities -en castellano, Índice de Precios al Productor (IPP)- en lugar del IPC para calcular la deflación. Antes no había tanta diferencia entre el IPP y el IPC, excepto en las oscilaciones a corto plazo; pero desde mediados de la década de 1980 los niveles de las series han divergido sustancialmente. A menos que se diga lo contrario, todas las estadísticas del mercado de valores de los Estados Unidos incluidas en este libro provienen de la colección de datos descritos en esta nota. La información empleada (como la del capítulo XXVI de *Market Volatility*) se puede consultar en mi sitio en la Red: <http://www.econ.yale.edu/~shiller>.

³ Algunos profesionales me han pedido que use una escala de relaciones para el gráfico, de modo que el aumento en los precios que se aprecia al final no conduzca a "falsas interpretaciones". No creo que los gráficos de este tipo se presten a interpretaciones erradas. Cabe señalar que la serie de los beneficios -que forma parte del mismo gráfico- no da cuenta de ningún comportamiento inusual.

⁴ Debería quedar claro que es necesario suavizar las líneas; por ejemplo, consideraremos la posibilidad de que un año cualquiera produzca cero beneficios. Los beneficios por acción ajustados según el Índice Compuesto de S&P siempre han sido mayores que cero desde que

el Índice comenzó a utilizarse en 1871; no obstante, en algunas ocasiones se acercaron a cero y podrían estar por debajo de esa cifra en el futuro. Los beneficios empresariales totales (tras las correspondientes deducciones tributarias) arrojaron resultados negativos en las cuentas de ingresos nacionales de 1931 y 1932. Si los beneficios anuales son iguales a cero, ese año la relación precio-beneficios será *infinita*; esto indicaría que no hay una tendencia ascendente en el precio agregado del mercado de valores.

⁵ Los expertos señalan que, dado que no hubo un año cero, cada nuevo siglo comienza el 1 de enero de un año terminado en 1. En 1900 la gente respetaba este concepto y esperó un año para celebrar. Por el contrario, nosotros celebramos la llegada del tercer milenio el 1 de enero de 2000.

⁶ Durante treinta años hubo un aumento muy lento y gradual de los precios con relación a los beneficios (los beneficios reales aumentaron a un promedio del 2,3% anual desde julio de 1871 hasta julio de 1900, en tanto que los precios aumentaron a un promedio del 3,4% anual).

⁷ Estos son rendimientos geométricos promedio reales. Empleamos el Índice Compuesto de S&P y el Índice de Precios al Productor (dado que el Índice de Precios al Consumidor comienza en 1913) para su conversión a valores reales.

⁸ Ver también Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1999 Yearbook, Market Results for 1926-1998*, Chicago, Ibbotson Associates, 1999; gráficos 2-8 a 2-11, págs. 45-51. Al comparar los rendimientos señalados aquí con los de períodos similares incluidos en su libro a partir de 1926, hay que tener en cuenta que los rendimientos de Ibbotson Associates corresponden solamente a años calendario, y por lo tanto no destacan los picos y caídas del mercado.

⁹ Ver Campbell, John Y. y Schiller, Robert J., "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook", en *Journal of Portfolio Management*, 24, 1998, págs. 11-26.

¹⁰ Ver Campbell y Shiller, "Valuation Ratios", y mi anterior compilación de algunos de nuestros análisis en *Market Volatility*.

¹¹ Además de esta tendencia a largo plazo a revertir las modas imperantes existe una débil tendencia a corto plazo hacia el impetu, que hace que los precios de las acciones continúen moviéndose en la misma dirección. Ver Campbell, John Y., Lo, Andrew y Mackinlay, Craig, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton, N. J. Princeton University Press, 1997; Jegadeesh, Narasimham y Titman, Sheridan, "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", en *Journal of Finance*, 48, 1993, págs. 65-91; y Lehmann, Bruce N., "Fads, Martingales, and Market Efficiency", en *Quarterly Journal of Economics*, 60, 1990, págs. 1-28.

¹² Hace mucho se demostró que los dividendos tienden a comportarse, con el tiempo, como una serie larga de media móvil de beneficios. Ver Lintner, John, "The Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes", en *American Economic Review*, 46, 1956, págs. 97-113.

II. FACTORES PRECIPITANTES: INTERNET, EL 'BABY BOOM' Y OTROS

¹ Numerosos estudios internacionales han demostrado que los países con mercados financieros más desarrollados tienen un mayor crecimiento económico o distribuyen sus recursos de manera más eficaz. Ver King, Robert G. y Levine, Ross, "Finance and Growth: Schumpeter May Be Right", en *Quarterly Journal of Economics*, 108, 1993, págs. 717-737; La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio y Shleifer, Andrei, "Corporate Ownership around the World", en *Journal of Finance*, 54, 1999, págs. 471-518; y Wurgler, Jeffrey, "Financial Markets and the Allocation of Capital", artículo inédito, Universidad de Yale, 1999.

² Un estudio sostiene que los inversores particulares tienden a invertir menos en acciones durante los períodos más bajos de los ciclos de negocios, cuando se espera que los ren-

dimiento
rio, y po
cation D
1999. U
sionales'
te la fas
fondos r

Owain y Chougu, Charles et al.,

Lynch & Co., Global Securities Research and Economics Group, 1999.

³ Algunos modelos simples de crecimiento económico sugieren que un súbito progreso tecnológico no causará efecto sobre los precios de las acciones; para mayor información sobre estos modelos, ver Barro, Robert Barro y Sala y Martin, Xavier, *Economic Growth*, Nueva York, McGraw-Hill, 1995; Blanchard, Olivier y Fischer, Stanley, *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1989; o Romer, David, *Advanced Macroeconomics*, Nueva York, McGraw-Hill, 1996. Por ejemplo, el efecto teórico de un progreso tecnológico repentino podría estimular nuevas inversiones de capital, lo cual competiría con los beneficios extra que el progreso tecnológico podría generar para el capital existente.

⁴ Microsoft e Intel entran a formar parte del índice industrial Dow Jones el 1 de noviembre de 1999.

⁵ Encuesta realizada por Roper-Starch Worldwide, citada en Bowman, Karlyn, "A Reaffirmation of Self-Reliance? A New Ethic of Self-Sufficiency?", en *The Public Perspective*, febrero-marzo de 1996, págs. 5-8. La credibilidad de los cambios ocurridos en los valores materialistas con el correr del tiempo queda demostrada por la evidencia de notables diferencias en cuanto a esos valores en las distintas culturas. Ver Ger, Gülliz y Belk, Russell W., "Cross-Cultural Differences in Materialism", en *Journal of Economic Psychology*, 17, 1996, págs. 55-77.

⁶ Información provista por el Departamento de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos; encuesta a población común.

⁷ Ver Liang, J. Nellie y Sharpe, Steven A., "Share Repurchases and Employee Stock Options and Their Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected Returns", artículo inédito, Junta Directiva de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Washington, D.C., 1999.

⁸ Ibid. Los datos históricos confirman que los pagos de dividendos tienden a disminuir tras la adopción de planes e incentivos de opciones para ejecutivos; ver Lambert, Richard A., Lanen, W. y Larker, D., "Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy", en *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 24, 1985, págs. 409-425.

⁹ La recompra de acciones también se ha popularizado en los últimos años porque las firmas con más altos beneficios no quieren comprometerse a pagar dividendos más altos (cosa que los inversores tenderían a esperar), y porque los inversores están más informados sobre las ventajas impositivas de la recompra de acciones sobre los dividendos. Los directivos varían las recompras de acciones de un año a otro para recomprar cuando se esperan altos rendimientos globales del mercado de valores; por lo tanto, el alto nivel de las readquisiciones en los últimos años puede explicarse diciendo que los directivos se anticipaban al mercado alcista. Para mayor información sobre recompra de acciones y rendimientos siguientes, ver Nelson, William R., "Three Essays on the Ability of the Change in Shares Outstanding to Predict Stock Returns", tesis de doctorado no publicada, Universidad de Yale, 1999, y Baker, Malcolm y Wurgler, Jeffrey, "The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Market Return", artículo inédito, Universidad de Harvard, 1999.

¹⁰ Ver Cohen, Joel E., "A Global Garden for the Twenty-First Century", en *The Key Reporter*, primavera de 1998, pág. 1.

¹¹ Ver Banco Mundial, "Averting the Old Age Crisis", Nueva York, Oxford University Press, 1994.

a hacer lo contra-
olph, "Asset Alloc-
Business School,
de fondos profe-
americanas duran-
e los gestores de
un, Trevor, Evans,
", Londres, Merrill

¹² Bakshi, Gurdeep S. y Chen, Zhiwu, "Baby Boom, Population Aging and Capital Markets", en *Journal of Business*, 67, 1994, págs. 165-202. En este artículo, los autores demostraron una importante correlación entre la edad media de la población norteamericana mayor de 20 años y el Índice S&P real, en el período comprendido entre 1950 y 1992. Sin embargo Brooks, Robin planteó en "Asset Market and Savings Effects of Demographic Transitions", tesis de doctorado no publicada, Universidad de Yale, 1998, que el resultado de la investigación de Bakshi y Chen atenía al límite de edad (20) y, cuando extendió el análisis a otros siete países, descubrió que la correlación era menos significativa. Es probable que Bakshi y Chen estén en el camino correcto, pero las evidencias de una relación entre el *baby boom* y el nivel del mercado de valores siguen siendo débiles.

¹³ Los economistas sostienen que, dado el aumento reciente del mercado de valores, la media de ahorro es sorprendentemente alta; ver Gale, William G. y Sabelhaus, John, "Perspectives on the Household Saving Rate", en *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1999, págs. 181-224.

¹⁴ Ver Inglehart, Ronald, "Aggregate Stability and Individual-Level Flux in Mass Belief Systems", en *American Political Science Review*, 79(1), 1985: 97-116.

¹⁵ Parker, Richard, "The Media Knowledge and Reporting of Financial Issues", discurso dado durante la Brookings-Wharton Conference on Financial Services, Brookings Institution, Washington, D.C., 22 de octubre de 1998.

¹⁶ Información obtenida por cortesía de Mitchell Zacks, de Zacks Investment Research. De acuerdo con un artículo del *Business Week*, el cambio es aún más drástico: mediados de 1983, el 26,8% eran ventas, el 24,5% eran compras, y el 48,7% eran retenciones. Ver Laderman, Jeffrey, "Wall Street's Spin Game", en *Business Week*, 5 de octubre de 1998, pág. 7.

¹⁷ Ver Lin, Hsiou-Wei y McNichols, Maureen F., "Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations", en *Journal of Accounting and Economics*, 25(1), 1998, págs. 101-127.

¹⁸ Ver Grant, James, "Taking Up the Market", en *Financial Times*, 19 de julio de 1999, pág. 12. No obstante, las recomendaciones de los analistas son útiles si tomamos en cuenta su parcialidad. Womack, Kent -"Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?", en *Journal of Finance*, 51(1), 1996, págs. 137-167- demuestra que, cuando los analistas cambian su recomendación de mantener y aconsejan comprar, las acciones tienden a mejorar en lo sucesivo. Esto indicaría que los analistas tienen capacidad para pronosticar los rendimientos de las acciones. Cuando recomiendan vender en lugar de retener anuncian que los rendimientos serán pobres. Womack interpreta que este efecto asimétrico indica que, como los analistas son reacios a recomendar la venta de activos, solo lo hacen cuando tienen muy buenos motivos para hacerlo.

¹⁹ Ver Sharpe, Steven, "Stock Prices, Expected Returns and Inflation", artículo inédito, Junta Directiva de la Reserva Federal, Washington, D.C., 1999, gráfico 1.2. Los pronósticos de beneficios fueron proporcionados por I/B/E/S y son una combinación de pronósticos para firmas particulares y pronósticos del S&P 500. Los resultados de Sharpe no brindan pruebas contundentes de que la parcialidad en los pronósticos de los beneficios haya aumentado desde 1979.

²⁰ La percepción pública de la tendencia descendente estimuló la proliferación de "pronósticos-rumores" a través de Internet: es decir, pronósticos de beneficios de proveniencia desconocida.

²¹ Esta regulación impositiva fue incluida en la Ley de Rentas Internas de 1978, en la Sección 401(k); no obstante, en aquel momento no estaba clara su aplicación a los planes de pensiones empresariales. R. Theodore Benna -vicepresidente ejecutivo de Johnson Companies, una empresa consultora de subsidios para empleados- puso a prueba al Departamento de Rentas Internas (DRI) al crear el primer plan 401(k) en 1981. En febrero de 1982, el DRI anunció que se aplicarían los beneficios impositivos a esos planes.

²² Ver Bolsa de Nueva York, *The Public Speaks to the Exchange Community*, Nueva York, 1955.

²³ Benartzi, Shlomo y Thaler, Richard H., "Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Plans", artículo inédito, Universidad de Chicago, 1998.

²⁴ Investment Company Institute, *Mutual Fund Fact Book*, Washington, D.C., 1999. <http://www.ici.org>.

²⁵ Ver Bullock, Hugh, *The Story of Investment Companies*, Nueva York, Columbia University Press, 1959.

²⁶ Ver Weissman, Rudolph, *The Investment Company and the Investor*, Nueva York, Harper and Brothers, 1951, pág. 144.

²⁷ El flujo de dólares invertido en fondos mutuos parece tener una importante relación con el comportamiento del mercado, ya que se observa una reacción inmediata de flujos hacia los fondos mutuos en alzas del mercado de valores. Ver Warther, Vincent A., "Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns", *Journal of Financial Economics*, 39, 1995, págs. 209-235, y Goetzmann, William y Massa, Massimo, "Index Fund Investors", artículo inédito, Universidad de Yale, 1999.

²⁸ Ver mi artículo "Why Do People Dislike Inflation?", en Christina D. Romer y David H. Romer (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, Chicago, University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research, 1997, págs. 13-65.

²⁹ Ver Modigliani, Franco y Cohn, Richard A., "Inflation, Rational Valuation, and the Market", en *Financial Analysts' Journal*, 35, 1979, págs. 22-44; ver también Shiller, Robert J. y Beltratti, Andrea, "Stock Prices and Bond Yields: Can Their Comovements Be Explained in Terms of Present Value Models?", en *Journal of Monetary Economics*, 30, 1992, págs. 25-46.

³⁰ Ritter, Jay R. y Warr, Richard S., "The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982-1997", artículo inédito, Universidad de Florida, Gainesville, 1999- demostraron que la infravaloración de determinadas empresas está relacionada con el nivel de inflación y con el grado de influencia de la firma en el sector. Esta evidencia apoya la teoría que sostienen Modigliani y Cohn.

³¹ Para mayor información acerca del desconocimiento público de la inflación y sus efectos, ver Shafir, Eldar, Diamond, Peter y Tversky, Amos, "Money Illusion", en *Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 1997, págs. 341-374, y Shiller, Robert J., "Public Resistance to Indexation: A Puzzle", en *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1997, págs. 159-211.

³² *New York Stock Exchange Fact Book*, Nueva York, 1998, <http://www.nyse.com>. Los datos sobre transacción de acciones muestran un aumento más drástico aún, pero este se debe a la inflación y al aumento del valor del mercado, que en conjunto estimulan las participaciones y por consiguiente el aumento en el número total de acciones en circulación.

³³ Ver Morgenson, Gretchen, "Investing's Longtime Best Bet Is Being Trampled by the Bulls", en *New York Times*, 15 de enero de 2000, pág. 1.

³⁴ Comisión de valores y bolsas de los Estados Unidos, "Special Study: On-line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace", 1999, <http://www.sec.gov/pdf/cybrtrnd.pdf>.

³⁵ Ver French, Kenneth R. y Roll, Richard, "Stock Return Variances: The Arrival of Information and the Reaction of Traders", *Journal of Financial Economics*, 17, 1986, págs. 5-26; ver también Roll, Richard, "Orange Juice and Weather", en *American Economic Review*, 74, 1984, págs. 861-880.

³⁶ Ver Benartzi, Shlomo y Thaler, Richard H., "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle", en *Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 1995, págs. 73-92.

³⁷ Los datos fueron tomados de National Gambling Impact Study Commission (Comisión Nacional de Investigación del Impacto del Juego Legalizado), *Final Report*, Washington, D.C., 1999, http://www.ngisc.gov/reports/exsum_1-7.pdf.

³⁸ Ver también Thompson, William N., *Legalized Gambling: A Reference Handbook*, Santa Bárbara, California, ABC-CLIO, 1994, págs. 52-53.

³⁹ Es difícil obtener evidencia cuantitativa del comportamiento de los jugadores durante la década de 1920. Conté la cantidad de artículos sobre apuestas incluidos en la *Reader's Guide to Periodical Literature* y calculé el porcentaje de todos los artículos escritos sobre el tema (I y II indican respectivamente la primera y la segunda mitad del año 1938):

1919-1921	0%
1922-1924	0,004%
1925-1928	0,021%
1929-1932	0,035%
1933-1935	0,006%
1936-1938-1	0,003%
1938-II-1942	0,008%

Estos números indican claramente un aumento repentino y transitorio del interés público en el juego entre 1925 y 1932; por supuesto que no tienen valor cualitativo en lo que hace a la naturaleza modificada de la actitud pública hacia el juego. Para conocer más detalles sobre la historia de las apuestas y su relación con la especulación, ver Grant, James, *The Trouble with Prosperity: A Contrarian Tale of Boom, Bust, and Speculation*, Nueva York, John Wiley and Sons, 1996.

⁴⁰ El auge de Internet, la caída de los rivales económicos foráneos, los cambios culturales tendentes a celebrar el éxito en los negocios, la creciente difusión mediática de noticias financieras, los pronósticos cada vez más optimistas de los analistas, la caída de la inflación y la expansión de las transacciones bursátiles son factores que también están afectando a Europa, aunque no con tanta fuerza como a los Estados Unidos. Aunque después de la Segunda Guerra Mundial Europa no vivió un *baby boom* similar al que vivieron los Estados Unidos, experimentó un pronunciado *baby bust* desde mediados de la década de 1960. Europa tampoco muestra el mismo aumento en las opciones de juego que los Estados Unidos. Si bien no todos los factores precipitantes aquí mencionados afectan ese continente, su fuerte vínculo cultural con los Estados Unidos y los efectos de la demanda de acciones europeas por parte de los inversores norteamericanos podrían producir un veloz efecto de contagio.

III. MECANISMOS DE AMPLIFICACIÓN: ACONTECER NATURAL DE FRAUDES TIPO PONZI

¹ Desde mediados de la década de 1980 he realizado numerosas investigaciones y encuestas sobre inversores. En 1989 comencé una serie de encuestas regulares a inversores institucionales de los Estados Unidos y el Japón (en colaboración con Fumiko Kōn-Ya y Yoshiro Tsutsui). Mis encuestas a inversores particulares han sido intermitentes, y jamás pense en formular estas preguntas hasta 1996. Ver Shiller, Robert J., "Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence", en *Journal of Psychology and Markets*, 1(1), 2000, págs. 49-60. Encuesté a individuos de alto poder adquisitivo en vez de abocarme a una muestra casual del conjunto de la población, porque los ricos realizan más inversiones e influyen mucho más sobre los mercados que los individuos de menores recursos.

² El ejemplo es lo suficientemente amplio como para que el error estándar sobre el 96% sea solo del ±2%; los errores estándar de porcentajes incluidos en esta sección son, en todos los casos, inferiores al ±5%. Es posible que los resultados sean poco fiables por otras razones, más allá de la magnitud de la muestra; por ejemplo, podría pensarse que los que aceptaron responder la encuesta tienen más confianza en el mercado de valores que otras personas. Por otra parte, es probable que quienes respondieron el cuestionario sean inversores activos que ejercen influencia sobre los mercados; por lo tanto, estos individuos podrían representar a los inversores que están detrás del auge del mercado antes que a un conjunto de inversores ricos escogidos al azar.

³ También pude comprobar el exceso de confianza de los inversores en los mercados de bienes raíces. En 1988 realicé junto a Karl Casé una encuesta a compradores de viviendas en California durante un auge del mercado inmobiliario. Les preguntamos a los compradores de Anaheim (una ciudad próxima a Los Ángeles) si creían que los precios de las viviendas subirían

o bajarían durante los años siguientes; el 98% respondió que los precios subirían. Cuando les preguntamos si la compra de una vivienda entraña un riesgo, el 63% contestó que el riesgo era "ínfimo o nulo". Ver Case, Karl E. y Shiller, Robert J., "The Behavior of Home Buyers in Boom and Post-Boom Markets", en *New England Economic Review*, noviembre-diciembre de 1998, págs. 29-46. A propósito, los precios de las viviendas en el área de Los Ángeles declinaron drásticamente dos años después de que realizáramos la encuesta. Actualmente, a pesar de haberse recuperado ligeramente, los precios son todavía el 20% más bajos en términos reales (corregidos según la inflación) de lo que eran en 1988 (información proporcionada por Case Shiller Weiss, Inc.). Una baja del 20% en el valor real equivale aproximadamente al pago por adelantado que realizaría el típico comprador de viviendas. Por lo tanto, comprar una casa no era una inversión sin riesgos como pensaba la mayoría de los individuos encuestados.

⁴ No pregunté si creían seguro que el mercado bajaría, pero la información disponible acerca de las expectativas de los inversores indica que la mayoría no lo piensa.

⁵ Desde 1989 he formulado, cada seis meses, la misma pregunta a un grupo de inversores institucionales. He comprobado una tendencia alcista –aunque menos drástica que la observada entre los inversores particulares– en el porcentaje de aquellos que predicen un aumento. Ver Shiller, "Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence". En ese artículo también analicé otras maneras de medir la confianza de los inversores e incluí un índice de confianza. A partir de 1989, el índice no muestra ninguna tendencia definida entre los inversores institucionales.

⁶ Allen, Frederick Lewis, *Only Yesterday*, Nueva York, Harper and Brothers, 1931, pág. 309.

⁷ Elias, David, *Dow 40,000: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History*, Nueva York, McGraw-Hill, 1999, pág. 8.

⁸ Lee, Dwight R. y MacKenzie, Richard B., "How to (Really) Get Rich in America", en *USA Weekend*, 13 al 15 de agosto de 1999, pág. 6.

⁹ Crowther, Samuel, "Everybody Ought to Be Rich: An Interview with John J. Raskob", en *Ladies Home Journal*, agosto de 1999, págs. 9 y 36.

¹⁰ Schäfer, Bodo, *Der Weg zur finanziellen Freiheit: In sieben Jahren die erste Million*, Frankfurt, Campus Verlag, 1999; Niquet, Bernd, *Keine Angst vorm nächsten Crash: Warum Aktien als Langfristanlage unschlagbar sind*, Frankfurt, Campus Verlag, 1999.

¹¹ McGough, Robert, "Was Investor Survey a Rush to Judgment?", en *Wall Street Journal*, 27 de octubre de 1997, pág. C23.

¹² Ver Bell, David E., "Regret in Decision Making Under Uncertainty" en *Operations Research*, 30(5), 1982, págs. 961-981, y Loomes, Graham y Sudgen, Robert, "Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty", en *The Economic Journal*, 92, 1982, págs. 805-824.

¹³ Ver Thaler, Richard H. y Johnson, Eric J., "Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effect of Prior Outcomes on Risky Choices", en *Management Science*, 36, 1990, págs. 643-660.

¹⁴ Galbraith, John Kenneth, *The Great Crash: 1929*, 2da. edición, Boston, Houghton Mifflin, 1961, pág. 79.

¹⁵ Información tomada de la Red, proveniente de la National Association of Investors Corporation; <http://www.better-investing.org/member/history.html>.

¹⁶ Ver Statman, Meir y Thorley, Steven, "Overconfidence, Disposition, and Trading Volume", artículo inédito, Universidad de Santa Clara, 1999.

¹⁷ Barber, Brad M. y Odean, Terrance, "Online Investors: Do the Slow Die First?", artículo inédito, Universidad de California en Davis, 1999.

¹⁸ Barberis, Nicholas, Shleifer, Andrei y Vishny, Robert plantean una teoría psicológica que en cierto modo justifica la retroalimentación en su artículo "A Model of Investor Sentiment", publicado en el *Journal of Financial Economics*, 49, 1998, págs. 307-343.

¹⁹ Ver Campbell, John Y. y Cochrane, John H., "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior", en *Journal of Political Economy*, 107(2), 1999, págs. 205-251.

²⁰ Ver Shiller, Robert J., "Market Volatility and Investor Behavior", en *American Economic Review*, 80, 1990, págs. 58-62, y Shiller, *Market Volatility*, págs. 376-377.

²¹ Algunos teóricos de la economía sostienen que las burbujas negativas no pueden ocurrir debido a que el límite inferior de los precios es cero; por lo tanto los inversores saben que el precio no puede seguir bajando eternamente y deberían imaginar que es imposible que se produzca una burbuja negativa. Pero lo que en realidad quieren decir estos teóricos es que las burbujas no pueden ocurrir cuando todos son racionales y calculadores, y cuando todos suponen que los demás también lo son.

²² Por lo general, los escritos que aplican la teoría del caos a la economía no hacen hincapié en el modelo de retroalimentación de precios que analizamos aquí. No obstante pueden ayudarnos a comprender la complejidad de los mercados financieros. Ver Boldrin, Michael y Woodford, Michael, "Equilibrium Models Displaying Endogenous Fluctuations and Chaos: A Survey", en *Journal of Monetary Economics*, 25(2), 1990, págs. 189-222. Ver también Mandelbrot, Benoit, *Fractals and Scaling in Finance: Discontinuity, Concentration, Risk*, Nueva York, Springer-Verlag, 1997, y Arthur, Brian, Holland, John H., LeBaron, Blake, Palmer, Richard y Tayler, Paul, "Asset Pricing under Endogenous Expectations in an Artificial Stock Market", en W. B. Arthur, S. Durlauf y D. Lane (eds.), *The Economy as an Evolving Complex System II*, Reading, Mass., Addison-Wesley, 1997. Otra literatura se ocupa de mercados experimentales, donde la gente realiza sus transacciones en un ámbito diseñado de tal manera que no se puedan recibir noticias ni otros factores causantes de confusión. En estas circunstancias controladas suelen producirse movimientos de "burbuja" en los precios; ver Smith, Vernon L., Suchanek, Gary L. y Williams, Arlington W., "Bubbles, Crashes and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets", en *Econometrics*, 56, 1988, págs. 1119-1151.

²³ Rublin, Lauren R., "Party On! America's Portfolio Managers Grow More Bullish on Stocks and Interest Rates", en *Barrons*, 3 de mayo de 199, págs. 31-38.

²⁴ Ver Bulgatz, Joseph, *Ponzi Schemes, Invaders from Mars, and Other Extraordinary Popular Delusions, and the Madness of Crowds*, Nueva York, Harmony, 1992, pág. 13.

²⁵ Hinman, Mike, "World Plus Pleas: Guilty, Guilty", en *Anchorage Daily News*, 1 de julio de 1998, pág. 1F; y Richards, Bill, "Highflying Ponzi Schemes Angers and Awes Alaskans", en *Wall Street Journal*, 13 de agosto de 1998, pág. B1.

²⁶ Templeman, John, "Pyramids Rock Albania", en *Business Week*, 10 de febrero de 1997, pág. 59.

²⁷ Hope, Kerin, "Pyramid Finance Schemes", en *Financial Times*, 19 de febrero de 1997, pág. 3, y Perlez, Jane, "Albania Calls an Emergency as Chaos Rises", en *New York Times*, 3 de marzo de 1997, pág. A1.

²⁸ Perlez, Jane, "Albanians, Cash-Poor, Scheming to Get Rich", en *New York Times*, 27 de octubre de 1996, pág. A9.

²⁹ Esta voluntad de creer podría estar relacionada con la tendencia humana al exceso de confianza que analizamos en el capítulo VII; ver también Pressman, Steven, "On Financial Frauds and Their Causes: Investor Overconfidence", en *American Journal of Economics and Sociology*, 57, 1998, págs. 405-421.

³⁰ La expresión *condición no-Ponzi* ya es parte del léxico de la teoría de las finanzas; sin embargo, no alude a los ciclos repetitivos de retroalimentación sino a la suposición implícita de que los inversores no pueden continuar endeudándose *ad infinitum*.

IV. LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

¹ Es indudable que hubo movimientos bursátiles especulativos antes de que existieran los periódicos, pero debo señalar que -antes de la aparición de los mismos- no encontré noticias sobre el vuelco de la atención pública hacia estos movimientos, que los contemporáneos consideraban inexplicables o debidos pura y exclusivamente a la exuberancia de los inversores.

Los primeros periódicos comenzaron a aparecer a comienzos del siglo XV y se propagaron por numerosas ciudades de Europa cuando los editores descubrieron cómo generar interés público, aumentar la circulación y obtener ganancias.

Podríamos dar fecha de los inicios de medios masivos un poco antes, con la invención de la imprenta. Durante el siglo XIV se imprimieron numerosos panfletos y tratados políticos y religiosos. El historiador David Zaret -*Origins of Democratic Culture: Printing, Petitions, and the Public Sphere in Early-Modern England*, Princeton, N.J., Princeton University Press, 1999, pág. 136- advierte que "la imprenta colocó el comercio en el centro mismo de la producción de textos. A diferencia de la producción de los escribas, la economía de la producción de textos implicaba cálculos, toma de riesgos y otros comportamientos de mercado que los editores utilizaban para definir sus estimaciones de la demanda pública de textos impresos". La invención de la imprenta combatió el analfabetismo; en el siglo XV la mayoría de los habitantes de las ciudades sabía leer.

Las historias de manías o modas especulativas -por ejemplo, Kindleberger, Charles P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 2da. edición, Londres, Macmillan, 1989-, no mencionan casos de burbujas especulativas antes del año 1600. Mis encuestas a historiadores locales arrojaron el mismo resultado. Sin embargo, debo confesar que no he estudiado a fondo la historia.

Es probable que algunos relatos *puedan ser la excepción a mi regla*, según la cual la aparición de las primeras manías y los primeros periódicos coinciden en el tiempo. Pero también podrían aceptarse otras interpretaciones. El historiador de Yale Paul Freedman me sugiere que la pimienta podría ser un ejemplo de la excepción posible: en ocasiones su precio parecía muy alto y en el siglo XIV fue muy volátil. En la Antigüedad y la Edad Media los precios de los granos subieron en los períodos de hambruna. También hubo movimientos notables en los precios de la tierra. Por ejemplo, en una carta dirigida a Nepo alrededor del año 95, Plinio el Joven escribió: "¿Has escuchado decir que el precio de la tierra subió, particularmente en las afueras de Roma? Las razones de este aumento repentino han desatado interminables debates". (Plinio el Joven, *Cartas y panegíricos*. Traducción al inglés de Betty Radice, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1969, Libro 6, núm. 19, págs. 437-438.) Al decir que había muchos debates Plinio alude al efecto de la comunicación de boca en boca, pero en realidad no cuenta la historia de una moda o una manía.

² La moda de los tulipanes -una burbuja especulativa del precio de los tulipanes holandeses en la década de 1630- se analizará en el capítulo IX.

En 1618 ya había periódicos en Holanda, un país que, a diferencia de otros, permitía que se publicaran noticias locales y no solo información foránea. Para mayores datos sobre los primeros periódicos holandeses, ver Desmond, Robert W., *The Information Process: World News Reporting to the Twentieth Century*, Iowa City, University of Iowa Press, 1978.

La principal fuente de información sobre la manía de los tulipanes es un panfleto publicado en Holanda en pleno furor del fenómeno. Este documento anónimo fechado en 1637 ofrece noticias detalladas de la especulación en forma de diálogo entre dos hombres. También se conservan otros panfletos publicados luego de que la moda llegara a su fin; ver Garber, Peter, *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, Cambridge, Mass., MIT Press, 2000. Estos panfletos confirman la existencia de numerosas imprentas capaces de divulgar información sobre la moda de los tulipanes en el momento mismo en que se desarrolló.

³ 3143, MacNeil/Lehrer NewsHour, WNET/Thirteen, Nueva York, 14 de octubre de 1987, pág. 10.

⁴ Niederhoffer, Victor, "The Analysis of World News Events and Stock Prices", en *Journal of Business*, 44(2), 1971, pág. 205; ver también Cutler, David, Poterba, James y Summers, Lawrence, "What Moves Stock Prices?", en *Journal of Portfolio Management*, 15(3), 1989, págs. 4-12.

⁵ Shiller, Robert J. y Feltus, William J., "Fear of a Crash Caused the Crash", en *New York Times*, 29 de octubre de 1989, sección 3, pág. 3, col. 1.

⁶ Cutler, Poterba y Summers, "What Moves Stock Prices?", pág. 10.

⁷ Es decir, no hay ninguna a menos que tomemos en cuenta el ataque cardíaco sufrido por el presidente Dwight D. Eisenhower el 26 de septiembre de 1955.

⁸ "The Tokyo Earthquake: Not 'If' but 'When'", en *Tokyo Business Today*, abril de 1995, pág. 8.

⁹ Santry, David, "The Long-Shot Choice of a Gambling Guru", en *Business Week*, 12 de mayo de 1980, pág. 12; "The Prophet of Profits", en *Time*, 15 de septiembre de 1980, pág. 69.

¹⁰ Los profesores Gur Huberman y Tomer Regev, de la Universidad de Columbia, redactaron y documentaron el caso del precio ascendente de las acciones de una empresa en respuesta a una noticia publicada por los diarios que, aunque muy bien escrita, no revelaba ninguna novedad. El precio de las acciones de EntreMed subió de 12 a 85 puntos desde el cierre del mercado el día anterior hasta su apertura al día siguiente, cuando el *New York Times* publicó en primera plana la noticia de que ese laboratorio estaba en condiciones de producir una medicina para curar el cáncer. Huberman y Regev demostraron que toda la información difundida ese día ya había sido publicada, aunque en otro formato, cinco meses atrás. Ver Huberman, Gur y Regev, Tomer, "Speculating on a Cure for Cancer: A Non-Event that Made Stock Prices Soar", manuscrito inédito, Columbia University Graduate School of Business, 1999. Es probable –aunque los autores no lo documentan– que muchos de los que ese día compraron acciones de EntreMed supieran que la noticia no era novedosa, y que no obstante las hayan comprado con la convicción de que una noticia bien escrita y destacada haría subir las cotizaciones.

¹¹ (Nueva Orleans) *Times-Picayune*, 29 de octubre de 1929, pág. 1, col. 8; *New York Times*, 29 de octubre de 1929, pág. 1; *Wall Street Journal*, 29 de octubre de 1929, pág. 1, col. 2.

¹² Wanniski, Jude, *The Way the World Works*, 2da. edición, Nueva York, Simon and Schuster, 1983, capítulo VII.

¹³ Meltzer, Allan H., "Monetary and Other Explanations of the Start of the Great Depression", en *Journal of Monetary Economics*, 2, 1971, págs. 460.

¹⁴ Dornbusch, Rüdiger y Fischer, Stanley Fischer, "The Open Economy: Implications for Monetary and Fiscal Policy", en Robert J. Gordon (ed.), *The American Business Cycle: Continuity and Change*, Chicago, National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, 1986, págs. 459-501.

¹⁵ *New York Times*, 28 de octubre de 1929, pág. 1.

¹⁶ *Wall Street Journal*, 28 de octubre de 1929, pág. 1.

¹⁷ Mather, O. A., *Chicago Tribune*, 27 de octubre de 1929, pág. A1; *New York Times*, 25 de octubre de 1929, pág. 1, col. 8; encuesta citada en el *New York Times*, 28 de octubre de 1929, pág. 37, col. 3.

¹⁸ La lista de correo de inversores particulares estaba integrada por inversores activos con un alto nivel de ingresos (la cualidad de "activo" está indicada por la suscripción a publicaciones de inversiones y al mantenimiento de cuentas con corredores de Bolsa), adquirida a W. S. Ponton, Inc. La lista de inversores institucionales fue tomada de un conjunto aleatorio publicado en la sección de gestores de inversión de *The Money Market Directory of Pension Funds and Their Investment Managers*. Durante la semana del 19 de octubre se envió un total de 3.000 encuestas: 2.000 a inversores particulares y 1.000 a inversores institucionales. No hubo seguimiento ni recordatorio posterior de ninguna clase. Recibí 605 respuestas completas de inversores particulares y 284 respuestas completas de inversores institucionales. Para el análisis de los resultados, escrito en noviembre de 1987, ver Shiller, *Market Volatility*, págs. 379-402.

¹⁹ Dado que la encuesta fue respondida *después* del *crash*, parte de la preocupación expresada por la sobrevaloración del mercado podría deberse al *crash* mismo. Tampoco podemos confiar por completo en la autoclasificación –compradores versus vendedores el 19 de octubre– de los encuestados. El hecho de que se respetara el anonimato, se pidiera honestidad y se comunicara que la encuesta sería utilizada como herramienta para la investigación científica del *crash* debería garantizar un alto promedio de objetividad en las respuestas. No obstante, no se puede confiar por completo en el resultado de ninguna encuesta.

²⁰ Presidential Task Force on Market Mechanisms, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms (Brady Commission Report)*, Washington, D.C., US Government Printing Office, 1988, pág. v.

²¹ Mitchell, Mark L. y Netter, Jeffrey M. –"Triggering the 1987 Stock Market Crash: Antitakeover Provisions in the Proposed House Ways and Means Tax Bill", en *Journal of Financial Economics*, 24, 1989, págs. 37-68 –afirman que las noticias causaron un impacto directo sobre algunas acciones. Es posible que –aunque ya hubieran sido olvidadas el día del *crash*– hayan actuado como disparadores al generar bajas iniciales en los precios –como afirma la Comisión Brady–.

²² Leland, Hayne, "Who Should Buy Portfolio Insurance", en *Journal of Finance*, 35, 1980, pág. 582.

²³ Ver Shiller, Robert J., "Portfolio Insurance and Other Investor Fashions as Factors in the 1987 Stock Market Crash", en *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, Mass., National Bureau of Economic Research, 1988, págs. 287-295.

²⁴ "Repeating the 1920s? Some Parallels but Some Contrasts", en *Wall Street Journal*, 19 de octubre de 1987, pág. 15. El recuadro del gráfico media doce por veinticinco centímetros y acompañaba a una historia de Crossen, Cynthia (publicada en la misma página): "Market Slide Has Analysts Eating Crow; Justification of Summer Rally Questioned".

V. IDEOLOGÍA DE UNA NUEVA ERA ECONÓMICA

¹ Foust, Dean, "Alan Greenspan's Brave New World", en *Business Week*, 14 de julio de 1997, págs. 44-50.

² Zitner, Aaron, "Shhhh, Listen: Could That Be the Ghosts of '29?", y Gosselin, Peter, "Dow at 10,000: Don't Laugh Yet", en *Boston Globe*, 22 de junio de 1997, pág. E1; Krugman, Paul, "How Fast Can the US Economy Grow?", en *Harvard Business Review*, 75, 1997, págs. 123-129.

³ La búsqueda de la expresión *economía de la nueva era* realizada a través de Nexis arrojó cuarenta y ocho resultados; todos incluían las palabras *mercado de valores*.

⁴ Ver Katona, George, *Psychological Economics*, Nueva York, Elsevier, 1975.

⁵ Dana Noyes, Alexander, *Forty Years of American Finance*, Nueva York, G. P. Putnam's Sons, 1909, págs. 300-310.

⁶ *Boston Post*, 1 de enero de 1901, pág. 3.

⁷ Fleming, Thomas, *Around the Pan with Uncle Hank: His Trip through the Pan-American Exposition*, Nueva York, Nutshell, 1901, pág. 50.

⁸ "A Booming Stock Market: Strength of the Underlying Conditions", en *New York Daily Tribune*, 6 de abril de 1901, pág. 3.

⁹ Housman, A. A., "Reasons for Confidence", en *New York Times*, 26 de mayo de 1901, pág. v.

¹⁰ Allen, *Only Yesterday*, pág. 135.

¹¹ Sutliff, Tracy J., "Revival in All Industries Exceeds Most Sanguine Hopes", en *New York Herald Tribune*, 2 de enero de 1925, pág. 1.

¹² Moody, John, "The New Era in Wall Street", en *Atlantic Monthly*, agosto de 1928, pág. 260.

¹³ Dice, Charles Amos, *New Levels in the Stock Market*, Nueva York, McGraw-Hill, 1929, págs. 75-183.

¹⁴ Fisher, Irving, *The Stock Market Crash - And After*, Nueva York, Macmillan, 1930, págs. 101-174.

¹⁵ Hazelwood, Craig B., "Buying Power Termed Basis for Prosperity", en *New York Herald Tribune*, 2 de enero de 1929, pág. 31.

¹⁶ Citado en *Commercial and Financial Chronicle*, 9 de marzo de 1929, pág. 1.444.

¹⁷ "Is 'New Era' Really Here", en *US News and World Report*, 23 de diciembre de 1955, pág. 59.

¹⁸ "The Stock Market: Onward and Upward?", en *Newsweek*, 12 de diciembre de 1955, pág. 59.

¹⁹ "The US Prosperity Today", en *Time*, 28 de noviembre de 1955, pág. 15.

²⁰ "The Stock Market: Onward and Upward?", pág. 59.

²¹ "Why Business Men Are Optimistic?", en *US News and World Report*, 23 de diciembre de 1955, pág. 18.

²² "Is 'New Era' Really Here", pág. 21.

²³ "The New America", en *Newsweek*, 12 de diciembre de 1955, pág. 58.

²⁴ "Investors Bet on a Kennedy-Sparked Upturn", en *Business Week*, 4 de febrero de 1961, pág. 84; Ammer, Dean S., "Entering the New Economy", en *Harvard Business Review*, 1967, págs. 3-4.

²⁵ "Investors Bet on a Kennedy-Sparked Upturn", pág. 84; "The Bull Market", en *Business Week*, 18 de marzo de 1961, pág. 142.

²⁶ "Battling Toward 900", en *Business Week*, 23 de enero de 1965, pág. 26; "Year of the White Chips?", en *Newsweek*, 1 de febrero de 1965, pág. 57; "On Toward 1000", en *Time*, 14 de enero de 1966, pág. 78.

²⁷ Browning, E. S. y Sessa, Danielle, "Stocks Pass 10,000 before Slipping Back", en *Wall Street Journal*, 17 de marzo de 1999, pág. C1.

²⁸ Este es un rendimiento geométrico medio real basado en el Índice Compuesto de S&P.

²⁹ Mandel, Michael, "The Triumph of the New Economy", en *Business Week*, 30 de diciembre de 1996, págs. 68-70.

³⁰ Ver Bruno, Michael y Easterly, William, "Inflation Crises and Long-Run Growth", en *Journal of Monetary Economics*, 41(1), 1998, págs. 2-26. Es necesario considerar temas complejos con relación al tiempo: un mercado de valores podría bajar si se difundieran noticias de un posible índice más alto de inflación en el futuro, y luego volver a subir a medida que aumentaran los precios al consumidor. La reflexión exhaustiva sobre los tiempos del mercado es demasiado técnica para la mayoría de los discursos públicos, y por lo tanto es probable que el tema jamás se resuelva en la mente del público inversor (ni tampoco de manera definitiva en la de los propios economistas).

³¹ Bootle, Roger, *The Death of Inflation: Surviving and Thriving in the Zero Era*, Londres, Nicholas Brealey, 1998, págs. 27, 31.

³² Weber, Steven, "The End of the Business Cycle?", en *Foreign Affairs*, 76(4), 1997, págs. 65-82.

³³ "When the Shoeshine Boys Talk Stocks", en *Fortune*, 15 de abril de 1996, pág. 99; *US News and World Report*, 14 de julio de 1997, pág. 57; *Forbes*, 18 de mayo de 1998, pág. 325; *Fortune*, 22 de junio de 1998, pág. 197.

³⁴ Atwood, Albert W., "Vanished Millions: The Aftermath of a Great Bull Market", en *Saturday Evening Post*, septiembre de 1921, pág. 51.

³⁵ Romer, Christina, "The Great Crash and the Onset of the Great Depression", en *Quarterly Journal of Economics*, 105, 1990, págs. 597-624.

³⁶ Lange, Oscar, "Is the American Economy Contracting?", en *American Economic Review*, 29(3), 1939, pág. 503.

³⁷ Klehr, Harvey, *The Heyday of American Communism: The Depression Decade*, Nueva York, Basic Books, 1984.

³⁸ Okun citado en *Time*, 14 de enero de 1974, pág. 61; Burns citado en *US News and World Report*, 10 de junio de 1974, pág. 20.

³⁹ Ver Bruno y Easterly, "Inflation Crises".

VI. NUEVAS ERAS Y NUEVAS BURBUJAS

¹ La información de treinta de los países proviene del Fondo Monetario Internacional (FMI), Estadísticas Financieras Internacionales. Los países cuyos datos comienzan en enero de 1957 son: Austria, Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Finlandia, India, Italia, Japón, Holanda, Noruega, Filipinas, Sudáfrica, Estados Unidos y Venezuela. Los países restantes de esta fuente

de información y sus fechas de inicio son los siguientes: Brasil, agosto de 1991; Chile, noviembre de 1978; Colombia, octubre de 1963; Dinamarca, febrero de 1969; Israel, noviembre de 1982; Jamaica, julio de 1969; Corea, enero de 1978; Luxemburgo, enero de 1980; México, julio de 1985; Paquistán, julio de 1960; Perú, septiembre de 1989; Portugal, enero de 1988; España, enero de 1961; Suecia, enero de 1976, y Reino Unido, diciembre de 1967. La información de los seis países restantes fue tomada de Datastream, y sus fechas de comienzo son las siguientes: Australia, marzo de 1973; Hong Kong, julio de 1974; Indonesia, enero de 1996; Singapur, febrero de 1986; Taiwán, enero de 1986, y Tailandia, enero de 1984.

Para cada país, el índice mensual de cotizaciones se dividió por el Índice de Precios al Consumidor correspondiente al mismo mes para obtener un índice real de cotizaciones. Los cambios reportados en el índice real de cotizaciones son los cambios más grandes ocurridos de un mes a otro en los índices reales correspondientes a los períodos analizados, con excepción de aquellos períodos que ocurrieron en un intervalo inferior a tres años. Excluimos los períodos cuyo índice de inflación en los precios al consumidor superaba el 4% mensual, debido a que en épocas de inflación alta las inexactitudes en el cálculo del Índice de Precios al Consumidor o la defectuosa apreciación de los tiempos del mercado podrían producir alzas ficticias en los índices de las cotizaciones.

Los cuadros también muestran, sobre el extremo derecho, el cambio ocurrido en los porcentajes del índice real de cotizaciones durante períodos de igual extensión (doce meses o cinco años) que comienzan en el mismo mes en que finaliza el período mostrado en el cuadro. Por ejemplo, si observamos el cuadro 6.1 veremos que el mercado de valores filipino subió el 683,4% en términos reales, corregidos según la inflación, desde diciembre de 1986 hasta diciembre de 1987. Otro ejemplo: si observamos el cuadro 6.4 veremos que el mercado de valores español cayó el 86,6% en términos reales, corregidos según la inflación, desde diciembre de 1974 hasta diciembre de 1979, y luego subió el 0,1% desde diciembre de 1979 hasta diciembre de 1984.

² Si observamos la columna de la extrema derecha del cuadro 6.2, veremos que el mercado de valores de Corea experimentó un alza notable en 1999, y que esta alza lo hubiera posicionado otra vez en el cuadro 6.1 si el año 1999 hubiera sido parte del ejemplo observado.

³ "Casino Times: After 280% Increase This Year, Taiwan's Stock Market May Be Poised for a Plunge", en *Asian Wall Street Journal Weekly*, 12 de octubre de 1987.

⁴ "Obsessed with Numbers, the Taiwanese Are Forsaking Work, Health and Sanity", en *Asian Wall Street Journal Weekly*, 14 de septiembre de 1987.

⁵ Brooke, James, "Venezuela Isn't Exactly Wild for Another Boom", en *New York Times*, 2 de septiembre de 1990, pág. IV.3.

⁶ Robinson, Eugene, "As Venezuela Restructures, Even Gas Prices Must Rise", en *Toronto Star*, 21 de mayo de 1990, pág. C6.

⁷ "Bonanza for Bombay?", en *Far Eastern Economic Review*, 29 de mayo de 1992, pág. 48.

⁸ *La Repubblica*, citado por Graber, Ruth, "Milan Stock Market Has Gone to the Bulls", en *Toronto Star*, 25 de mayo de 1986, pág. F1.

⁹ Friedman, Alan, "Milan's Bulls Run Wild: Italy's Stock Market Boom", en *Financial Times*, 25 de marzo de 1986, pág. 125.

¹⁰ Marsh, David, "The New Appetite for Enterprise: the French Bourse", en *Financial Times*, 14 de julio de 1984, pág. 114.

¹¹ Aunque el mercado alcista francés ha sido extraordinario, el entusiasmo por las inversiones bursátiles no parece haber invadido la cultura francesa como invadió el estilo de vida norteamericano. Ver Mo, J., "Despite Exceptional Performance, the Stock Market Does Not Attract the French", en *Le Monde*, 25 de noviembre de 1999, edición electrónica.

¹² De Bondt, Werner y Thaler, Richard H., "Does the Stock Market Overreact?", en *Journal of Finance*, 40(3), 1985, págs. 793-805. Para mayor información sobre la correlación serial de los rendimientos, ver Campbell y otros, *The Econometrics of Financial Markets*, págs. 27-82, 253-289.

¹³ Resulta tentador emplear solo los resultados de los cuadros para juzgar si una gran alza o una gran baja en los precios auguran bajas o alzas futuras. Por ejemplo, si analizamos el cuadro 6.3 veremos que, de los veinte episodios cuyos grandes aumentos en las cotizaciones ocurrieron hace suficiente tiempo como para poder observar los cambios quinquenales subsiguientes producidos en las mismas, trece (el 65%) de los cambios subsiguientes fueron bajas y que el promedio real de cambio en las cotizaciones (es decir, el promedio de todos los episodios incluidos en el cuadro 6.3) fue del -10%. Si analizamos el cuadro 6.4 veremos que de los veintiún episodios cuyas grandes bajas en las cotizaciones ocurrieron hace suficiente tiempo como para poder observar los cambios quinquenales subsiguientes producidos en las mismas, diecisésis (el 76%) fueron positivos y que el promedio real de aumento en las cotizaciones (es decir, el promedio de todos los episodios incluidos en el cuadro 6.4) fue del 130%.

No obstante la interpretación de estos resultados como una prueba de que los mercados son predecibles conlleva un problema, dado que utilizamos información subsiguiente a los períodos quinquenales incluidos en los cuadros para establecer que en esos quinquenios habían ocurrido los mayores cambios. Para encontrar pruebas del carácter predecible de los mercados deberíamos emplear un método de identificación de las grandes alzas en las cotizaciones, que permita identificar estos períodos en el momento mismo en que suceden. Los resultados a los que llegamos emplean la información que sustenta los cuadros, pero están basados en la identificación de todos los períodos cuya extensión permite que integren los cuadros. (A partir de ahora, cuando hablemos de cambios reales en los precios, nos estaremos refiriendo a *grandes cambios*.) Entonces, por cada período de grandes cambios identificamos un período subsiguiente de la misma extensión, que comienza en el mismo mes en que terminó el período de grandes cambios. Para cada país, calculamos la variación media subsiguiente real de las cotizaciones promediando los períodos subsiguientes de cotizaciones; ya se tratará de períodos subsiguientes a períodos de grandes alzas en los precios o bien de períodos subsiguientes a períodos de grandes bajas en los precios. Luego informamos (por separado de los períodos subsiguientes a alzas y los períodos subsiguientes a bajas) la fracción de países cuyo promedio es positivo, e informamos el promedio de cambio real en las cotizaciones de cada país con relación a los demás países.

Por ejemplo, el alza quinquenal más baja incluida en el cuadro 6.3 es del 230,9% (correspondiente a Hong Kong, número de orden 25). Cuando contábamos con la información necesaria para hacerlo, identificamos en cada uno de los países todos los grandes aumentos en las cotizaciones ocurridos durante períodos de sesenta meses (períodos de sesenta meses cuyo aumento real en los precios fuera del 230,9% o más, muchos de los cuales se superponían entre sí). Luego calculamos, para cada uno de estos períodos, el porcentaje de cambio real en las cotizaciones para el subsiguiente período de sesenta meses. Por último, promediamos estos porcentajes de cambios reales en los precios para todos los períodos subsiguientes de cada país; de ese modo obtuvimos un promedio de cambios subsiguientes en las cotizaciones reales para cada país.

El valor promedio incluido en el texto –el promedio de los promedios de todos los países– equivale al rendimiento promedio que habríamos recibido de haber invertido montos iguales en todos los países después de los períodos de cambios en los precios. Cabe señalar que las diferencias observadas entre los promedios de los períodos subsiguientes a grandes alzas en los precios y los períodos subsiguientes a grandes bajas en los precios no son prueba fechaciente de que se puedan obtener ganancias invirtiendo en aquellos países cuyas cotizaciones bursátiles han bajado, ni tampoco vendiendo títulos al descubierto en aquellos países cuyas cotizaciones han subido. Todavía quedan por analizar algunos temas vinculados con las posibles diferencias entre los países y los tiempos de los mercados en lo que hace a los riesgos, los rendimientos y la liquidación de los dividendos. Además, aunque la diferencia entre los cambios quinquenales subsiguientes en las cotizaciones reales es muy significativa a nivel estadístico, mi decisión de analizar períodos de cotización quinquenales podría expre-

sar cierta parcialidad. Las investigaciones financieras siempre han tenido dificultades para encontrar pruebas rigurosas e indiscutibles de la existencia de oportunidades de obtener ganancias. Y no me refiero a un simple estudio sino a años de escrupulosas investigaciones sobre las inefficiencias de los mercados, hecho que inspira poca o ninguna confianza en la total y tan mentada eficiencia de los mismos. Para mayor información sobre estos temas, ver capítulo IX.

VII. ANCLAJES PSICOLÓGICOS DEL MERCADO

¹ Para información más amplia y reciente sobre el papel de la psicología en las finanzas, ver Shefrin, Hersh, *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Boston, Harvard Business School Press, 2000; o Shleifer, Andrei, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2000.

² Ver Tversky, Amos y Kahneman, Daniel, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases", en *Science*, 185, 1974, págs. 1124-1131.

³ Ver Shiller, Robert J., "Comovements in Stock Prices and Comovements in Dividends", en *Journal of Finance*, 44, 1989, págs. 719-729.

⁴ Ver Heston, Steven L. y Rouwenhorst, K. Geert, "Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification?", en *Journal of Financial Economics*, 36, 1994, págs. 3-27; Griffin, John M. y Karolyi, G. Andrew, "Another Look at the Role of Industrial Structure of Markets for International Diversification Strategies", en *Journal of Financial Economics*, 50, 1998, págs. 351-373; y Froot, Kenneth y Dabora, Emil, "How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade?", documento de trabajo W6572, Cambridge, Mass., National Bureau of Economic Research, mayo de 1998. Los inversores también parecen concentrar su atención en aquellos países con los que comparten el idioma, como sugiere la teoría de las anclas psicológicas; ver Grinblatt, Mark y Keloharju, Matti, "Distance Bias, Language Bias, and Investor Sophistication: Results from Finland", documento de trabajo inédito, Universidad de California, Los Ángeles, 1999.

⁵ Ver Petersen, James D. y Hsieh, Cheng-Ho, "Do Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds Explain Returns on Reits?", en *Real Estate Economics*, 25, 1997, págs. 321-345.

⁶ Pennington, Nancy y Hastie, Reid, "Reasoning in Explanation-Based Decision Making", en *Cognition*, 49, 1993, págs. 123-163.

⁷ Ver Bolen, D. W. y Boyd, W. H., "Gambling and the Gambler: A Review of Preliminary Findings", en *Archives of General Psychiatry*, 18(5), 1968, págs. 617-629. La apuesta estimula y entusiasma al apostador, y la gente que se siente atraída hacia los juegos de riesgo manifiesta una fuerte tendencia a buscar nuevas sensaciones; ver Zuckerman, Marvin, Kolin, Elizabeth, Price, Leah y Zoob, Ina, "Development of a Sensation-Seeking Scale", en *Journal of Consulting Psychology*, 28(6), 1964, págs. 477-482; Straub, William F., "Sensation Seeking among High- and Low-Risk Male Athletes", en *Journal of Sports Psychology*, 4(3), 1982, págs. 243-253; y Gilchrist, Helen, Povey, Robert, Dickenson, Adrian y Povey, Rache, "The Sensation-Seeking Scale: Its Use in a Study if People Choosing Adventure Holidays", en *Personality and Individual Differences*, 19(4), 1995, págs. 513-516.

⁸ Ver Keren, Gideon, "The Rationality of Gambling: Gamblers' Conceptions of Probability, Chance and Luck", en George Wright y Peter Ayton (eds.), *Subjective Probability*, Chichester, Inglaterra, John Wiley and Sons, 1994, págs. 485-499.

⁹ Ver Benartzi, Shlomo, "Why Do Employees Invest Their Retirement Savings in Company Stocks?", artículo inédito, Anderson School, Universidad de California, Los Ángeles, 1999. Segundo Benartzi, el empleado que invierte en acciones de la empresa lo hace bajo la influencia de los rendimientos de la misma en los últimos diez años. Benartzi demuestra que es raro que las compañías ofrezcan incentivos de descuentos a sus empleados para la compra de acciones, y que la decisión de los empleados de invertir no refleja que posean infor-

mación exclusiva o confidencial sobre los activos de la empresa, dado que el nivel de compra no sirve para pronosticar el rendimiento de las acciones en el futuro.

¹⁰ Shafir, Eldar, Simonson, Itamar y Tversky, Amos, "Reason-Based Choice", en *Cognition*, 49, 1993, págs. 11-36.

¹¹ Stanley, Thomas J. y Danko, William D., *The Millionaire Next Door: The Surprising Secrets of America's Wealthy*, Nueva York, Pocket Books, 1996.

¹² Fischhoff, Baruch, Slovic, Paul y Lichtenstein, Sarah, "Knowing with Uncertainty: The Appropriateness of Extreme Confidence", en *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 3, 1977, págs. 522-564.

¹³ Ver Gigerenzer, G., "How to Make Cognitive Illusion Disappear: Beyond 'Heuristic and Biases'", en *European Review of Social Psychology*, 2, 1991, págs. 83-115.

¹⁴ Ver Pitz, Gordon W., "Subjective Probability Distributions for Imperfectly Known Quantities", en Lee W. Gregg (ed.), *Knowledge and Cognition*, Potomac, Md., Lawrence Erlbaum Associates, 1975, págs. 29-41.

¹⁵ Ver Collins, Allan, Warnock, Eleanor, Acello, Nelleke y Miller, Mark L., "Reasoning from Incomplete Knowledge", en Daniel G. Bobrow y Allan Collins (eds.), *Representation and Understating: Studies in Cognitive Science*, Nueva York, Academic Press, 1975, págs. 383-415.

¹⁶ Ver Strahler, Dagmar y Maass, Anne, "Hindsight Bias: Impaired Memory or Biased Reconstruction", en *European Review of Social Psychology*, 8, 1998, págs. 105-132.

¹⁷ Ver Langer, E. J., "The Illusion of Control", en *Journal of Personality and Social Psychology*, 32, 1975, págs. 311-328; ver también Quattrone, G. A. y Tversky, Amos, "Causal versus Diagnostic Contingencies: On Self-Deception and the Voter's Delusion", en *Journal of Personality and Social Psychology*, 46(2), 1984, págs. 237-248.

¹⁸ Tversky y Kahnemann, "Judgment under Uncertainty".

¹⁹ Ver Barberis, Nicholas, Shleifer, Andrei y Vishny, Robert, "A Model of Investor Sentiment", en *Journal of Financial Economics*, 49, 1998, págs. 307-343. Para más debates teóricos sobre el exceso de confianza y el mercado de valores, ver también Barberis, Nicholas, Huang, Ming y Santos, Tano, "Prospect Theory and Asset Prices", artículo inédito, Universidad de Chicago, 1999; Daniel, Kenneth, Hirshleifer, David y Subrahmanyam, Avanidhar, "Investor Psychology and Security Market Over- and Underreaction", en *Journal of Finance*, 53(6), 1998, págs. 1.839-1.886; y Hong, Harrison y Stein, Jeremy, "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets", documento de trabajo, Mass. Institution of Technology, Sloan School of Management, 1998.

²⁰ Estas ideas están contenidas en Milgrom, Paul y Stokey, Nancy, "Information Trade, and Common Knowledge", en *Econometrica*, 49, 1982, págs. 219-222; y Geanakoplos, John, "Common Knowledge", en *Journal of Economic Perspectives*, 6(4), 1992, págs. 53-82.

²¹ Shafir, Eldar y Tversky, Amos, "Thinking through Uncertainty: Non-consequential Reasoning and Choice", en *Cognitive Psychology*, 24, 1992, págs. 449-474.

VIII. EPIDEMIAS Y COMPORTAMIENTO DE MASAS

¹ Asch, Solomon, *Social Psychology*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall, 1952, págs. 450-501.

² Deutsch, Morton y Gerard, Harold B., "A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgement", en *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 51, 1955, págs. 629-636.

³ Milgram, Stanley, *Obedience to Authority*, Nueva York, Harper and Row, 1974, págs. 13-54.

⁴ Milgram advirtió que los sujetos creían que el experimentador era un experto que sabía más que ellos. Cuando probó una variante del experimento en la que el experimentador no era un especialista en el tema, los sujetos mostraron una tendencia mucho menor a aplicar los choques eléctricos (*ibid.*, págs. 89-112). No obstante Milgram, al igual que Asch, no interpretó sus resultados a partir de la información con que contaban los sujetos. Más bien

creyó que revelaban un "instinto de obediencia" desarrollado a partir del principio evolutivo general de la "supervivencia de la jerarquía de valores" (*ibid.*, págs. 123-125).

⁵ Ver Bikhchandani, S. D., Hirshleifer, David y Welch, Ivo, "A Theory of Fashion, Social Custom and Cultural Change", en *Journal of Political Economy*, 81, 1992, págs. 637-654, y Banerjee, Abhijit V., "A Simple Model of Herd Behavior", en *Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 1992, págs. 797-817.

⁶ Ver Avery, Christopher y Zemsky, Peter, "Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets", en *American Economic Review*, 88(4), 1998, págs. 724-748; y Lee, In Ho, "Market Crashes and Informational Avalanches", en *The Review of Economic Studies*, 65(4), 1998, págs. 741-760.

⁷ Los encuestados fueron extraídos de una muestra azarosa de individuos con ingresos elevados en los Estados Unidos, provista por Survey Sampling, Inc. Clasificamos sus respuestas en diez categorías. Los porcentajes de los 131 consultados en cada categoría fueron los siguientes: 1) amigo o familiar (13%), 2) trabajó para la compañía (21%), 3) alguien involucrado con la empresa (3%), 4) corredor de Bolsa (33%), 5) escisión de una compañía exitosa (2%), 6) IPO-publicidad (2%), 7) diarios-periódicos (6%), 8) cliente de la empresa (2%), 9) las acciones fueron heredadas o donadas (2%), 10) desempeño de una empresa similar (0%). Las restantes respuestas no pudieron ser clasificadas en categorías. Ver Shiller, Robert J. y Pound, John, "Survey Evidence on the Diffusion of Interest and Information Among Investors", en *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12, 1989, págs. 47-66. Si hoy repitiéramos este estudio tendríamos que incluir Internet y la televisión (que brinda información financiera con regularidad) en nuestra lista. En *Psychological Economics*, el psicólogo y economista George Katona ofreció pruebas de la necesidad de un proceso reiterado de interacción humana para promover el tipo de "aprendizaje social" que impulsa a actuar a la gente. Robin Barlow y sus colegas encontraron evidencias similares a las nuestras en cuanto a que los inversores particulares suelen tomar sus decisiones luego de haber conversado con otros inversores; ver Barlow, Robin, Brazer, Harvey E. y Morgan, James N., *Economic Behavior of the Affluent*, Washington, D.C., Brookings Institution, 1966.

⁸ Feldman, Amy y Egbert, Bill, "Mess of an Invest: Little People in Big Trouble with 1.3 Million Scam", en *New York Daily News*, 27 de mayo de 1999, pág. 5.

⁹ Ver Reid, A. A. L., "Comparing Telephone with Face-to-Face Contact", en Ithiel de Sola Poole (ed.), *The Social Impact of the Telephone*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1977, págs. 386-414.

¹⁰ Para mayor información sobre el fraude de las garantías en la década de 1920 y la legislación contemporánea destinada a limitarlo, ver Stein, Emmanuel, *Government and the Investor*, Nueva York, Farrar and Reinhart, 1941.

¹¹ International Data Corporation, "Press Release: New Technologies Make for Better Viewing Experience", <http://www.idc.com/Data/Personal/content/PSO82399PR.htm>, 1999.

¹² Ver Bailey, Norman T., *The Mathematical Theory of Epidemics*, Londres, C. Griffin, 1957.

¹³ La curva logística es $P = 1/(1+e^{-rt})$. P es la proporción de la población infectada, r es la tasa de contagio por unidad de tiempo, y t es tiempo. Esta expresión es una solución para la ecuación diferencial $dP/P = r(1-P) dt$, y $(1-P)$ es la proporción de la población susceptible al contagio.

¹⁴ Kirman, Alan, "Ants, Rationality and Recruitment", en *Quarterly Journal of Economics*, 108(1), 1993, págs. 137-156.

¹⁵ Ver Bartholomew, David J., *Stochastic Models for Social Processes*, Nueva York, John Wiley and Sons, 1967.

¹⁶ Ver Burnam, Tom. *More Misinformation*, Filadelfia, Lippincott and Crowell, 1980, págs. 20-21.

¹⁷ John Kenneth Galbraith acabó con el mito del suicidio. Sin embargo, el índice de suicidios aumentó en la ciudad de Nueva York en la década de 1930 con el advenimiento de la Gran Depresión. Ver Galbraith, *The Great Crash: 1929*, págs. 132-137.

¹⁸ Las cantidades de los ejemplos fueron 30 (control) y 40 (experimento); ver Shiller y Pound, "Survey Evidence", pág. 54.

¹⁹ Ver Maier, N. R. F., "Reasoning in Humans. II. The Solution of a Problem and Its Appearance in Consciousness", en *Journal of Comparative Psychology*, 12, 1931, págs. 181-194; ver también Nisbett, Robert E. y DeCamp Wilson, Timothy, "Telling More Than We Can Know: Verbal Reports on Mental Processes", en *Psychological Review*, 84(3), 1977, págs. 231-259.

IX. EFICIENCIA, RUMBO CASUAL Y BURBUJAS DE LOS MERCADOS

¹ Ver Fama, Eugene, "Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work", en *Journal of Finance*, 25, 1970, págs. 383-417.

² Gibson, George, *The Stock Markets of London, Paris and New York*, Nueva York. G. P. Putnam's Sons, 1889, pág. 11.

³ Stagg Lawrence, Joseph, *Wall Street and Washington*, Princeton, N.J., Princeton University Press, 1929, pág. 179.

⁴ Seguir el consejo de los analistas profesionales parece implicar ciertas ventajas, siempre y cuando no tomemos en cuenta los costes de las transacciones implícitos en responder a sus frecuentes cambios de opinión. Ver Womack, "Brokerage Analysts' Recommendations"; y Barber, Brad, Lehay, Reuven, McNichols, Maureen y Trueman, Brett, "Can Investors Profit from the Prophets? Consensus Analyst Recommendations and Stock Returns", artículo inédito, Universidad de California en Davis, 1998. Estos últimos sostienen que, a pesar de los costes de las transacciones, "las recomendaciones consensuadas siguen siendo valiosas para los inversores que consideran la posibilidad de comprar o vender" (pág. 25).

⁵ Chevalier, Judith y Ellison, Glenn, "Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance", en *Journal of Finance*, 54(3), 1999, págs. 875-899.

⁶ Edgecliffe, Andrew, "eToys Surges after Listing", en *Financial Times*, 21 de mayo de 1999, pág. 29.

⁷ Aunque el término *Nifty Fifty* (Cincuenta sin igual) ya se utilizaba antes, la fecha exacta de identificación de la lista de las *Nifty Fifty* es el año 1977, con el artículo publicado en *Forbes*. Sin embargo, cabe notar que en ese artículo se incluye la lista de acciones con relación precio-beneficios más alta de 1972 y que Siegel establece el año 1970 como punto de partida para su análisis.

⁸ Siegel, Jeremy J., *Stocks for the Long Run*, 2da. edición, Nueva York, McGraw-Hill, 1998, págs. 105-114.

⁹ Mackay, Charles, *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, Londres, Bentley, 1841, pág. 142.

¹⁰ Garber, Peter, *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, Cambridge, Mass., MIT Press, 2000.

¹¹ Siegel, *Stocks for the Long Run*, pág. 107.

¹² Ver Siegel, Jeremy J., "Are Internet Stocks Overvalued? Are They Ever", en *Wall Street Journal*, 19 de abril de 1999, pág. 22. Este artículo parece haber causado un mini-crash en las acciones de Internet el día de su publicación: el NASDAQ –mercado que se especializa en acciones de tecnología de avanzada– cayó el 5,6% ese día (en promedio, su tercera caída mayor en diez años).

¹³ Garber, Peter, "Tulipmania", en *Journal of Political Economy*, 97(3), 1989, pág. 557.

¹⁴ Basu, Sanjoy, "The Investment Performance of Common Stocks Relative to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Markets", en *Journal of Finance*, 32(3), 1977, págs. 663-682; Fama, Eugene y French, Kenneth, "The Cross Section of Expected Stock Returns", en *Journal of Finance*, 47, 1992, págs. 427-466. Según parece, los gestores de las firmas saben cuándo sus acciones están relativamente sobrevaloradas en el mercado y tienden a emitir nuevos

activos con menos frecuencia. Así, la financiación del capital de las firmas es una señal negativa de futuros rendimientos; ver Baker, Malcolm y Wurgler, Jeffrey, "The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns", artículo inédito, Universidad de Harvard, 1999.

¹⁵ De Bondt, Werner y Thaler, Richard H., "Does the Stock Market Overreact?", en *Journal of Finance*, 40(3), 1985, págs. 793-805; ver también Poterba, James y Summers, Lawrence, "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications", en *Journal of Financial Economics*, 22, 1988, págs. 26-59.

¹⁶ Ritter, Jay J., "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", en *Journal of Finance*, 46(1), 1991, págs. 3-27.

¹⁷ El anuncio publicitario con la cita de Lynch apareció en numerosos lugares, por ejemplo en *Mutual Funds*, septiembre de 1999, pág. 37. El anuncio dice que la información corresponde al Índice de S&P 500, pero no especifica el período de muestra. Puedo reproducir los resultados allí citados para investigar el período de mayor crecimiento de los beneficios, sin hacer correcciones de acuerdo a la inflación. Para maximizar el crecimiento de los beneficios se elige una fecha inicial inmediatamente posterior a la Segunda Guerra Mundial, cuando los beneficios todavía estaban deprimidos por la guerra y la recesión había tocado fondo en octubre de 1945. Desde el segundo trimestre de 1946 hasta el tercer trimestre de 1997 los beneficios trimestrales totales del S&P subieron 48 veces. Entre junio de 1946 y abril de 1998, el S&P 500 subió 60 veces. Por lo tanto, estos períodos confirman en cierto modo los resultados básicos de Lynch. Pero, si elegimos otros períodos, los resultados serán muy distintos. Entre el cuarto trimestre de 1947 y el cuarto trimestre de 1998, los beneficios aumentaron solo 23 veces, y entre diciembre de 1947 y abril de 1999 el S&P 500 aumentó 83 veces. Estos períodos de muestra –a pesar de no ser demasiado diferentes entre sí– ofrecen una visión muy distinta de la que daba aquel anuncio publicitario: estos resultados demuestran que los precios aumentaron más que los beneficios.

Durante el período comprendido entre 1946 y 1997 el Índice de Precios al Productor (IPP) aumentó siete veces, por lo que los beneficios reales solo aumentaron siete veces durante dicho período. Un aumento de siete veces en los beneficios equivale a una tasa de crecimiento de los beneficios reales de aproximadamente el 4% anual. Entre el cuarto trimestre de 1947 y el cuarto trimestre de 1998, la tasa de crecimiento de los beneficios reales fue de solo el 3% anual. El crecimiento de los beneficios –corregido según la inflación– durante este período no fue impresionante: de hecho no superó al tipo de interés corriente de los bonos del gobierno, indexados según la inflación. Pero el anuncio publicitario –al elegir ejemplos adecuados a sus propósitos, informar cambios ocurridos durante períodos prolongados y no corregir las cifras de acuerdo a la inflación– alimenta la falsa impresión de que los enormes aumentos en los precios de las acciones están garantizados por enormes aumentos en los beneficios.

¹⁸ Barsky, Robert y Bradford De Long, J., "Why Have Stock Prices Fluctuated?", en *Quarterly Journal of Economics*, 108, 1993, págs. 291-311.

¹⁹ Froot, Kenneth y Obstfeld, Maurice, "Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices", en *American Economic Review*, 81, 1991, págs. 1.189-1.214. La correspondencia entre el "precio garantizado" y el precio real no es mejor que la correspondencia entre los dividendos y precio real, salvo porque el modelo de Froot y Obstfeld –al hacer que las cotizaciones respondan mejor a los dividendos cuando estos son altos– logra que el precio garantizado se acerque más a corresponder al precio real después de 1950.

²⁰ Para mayor información sobre estas anomalías, ver Siegel, *Stocks for the Long Run*, págs. 91-104, 254, 259, 264-266.

²¹ La inconsistencia de las anomalías reportadas en los estudios sobre la eficiencia de los mercados también se debe a los diversos métodos estadísticos empleados en los distintos estudios; ver Loughran, Tim y Ritter, Jay R., "Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency", artículo inédito, Universidad de Notre Dame, 1999 (a ser publicado en *Journal of Financial Economics* [2000]).

²² Miller, Merton, "Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends", en Robin M. Hogarth y Melvin W. Reder (eds.), *Rational Choice: The Contrast between Economics and Psychology*, Chicago, University of Chicago Press, 1986, pág. 283.

²³ Shiller, Robert J., "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends?", en *American Economic Review*, 71(3), 1981, págs. 421-436; LeRoy, Stephen y Porter, Richard, "Stock Price Volatility: A Test Based on Implied Variance Bounds", en *Econometrica*, 49, 1981, págs. 97-113. Ver también Grossman, Sanford J. y Shiller, Robert J., "The Determinants of the Variability of Stock Market Prices", en *American Economic Review*, 71, 1981, págs. 222-227.

²⁴ Para calcular el valor actual de los dividendos de cualquier mes dado, sumamos a cada mes subsiguiente el valor actual descontado del mes dado de los dividendos reales pagados en ese mes subsiguiente. El valor actual descontado del mes dado de un dividendo real pagado en el mes subsiguiente equivale al dividendo real dividido por $(1+r)^t$, donde r es el tipo de descuento real mensual y t es la cantidad de meses entre el mes dado y el mes subsiguiente. El valor actual de los dividendos del gráfico 9.1 fue calculado a partir de un tipo de descuento constante r igual al rendimiento real mensual geométrico promedio del mercado de valores desde julio de 1871 hasta junio de 1999, lo que equivale al 0,6% mensual. La hipótesis de que r se mantiene constante en el tiempo corresponde a una hipótesis de los mercados eficientes, según la cual los rendimientos esperados del mercado son constantes en el tiempo. De acuerdo con esta hipótesis, no habría malos ni buenos momentos para entrar en el mercado de valores en términos de rendimientos predecibles. Otras versiones más sofisticadas de la hipótesis de los mercados eficientes permiten que r varíe en el transcurso del tiempo, pero estas versiones implican que los rendimientos del mercado se pueden pronosticar. El valor actual calculado aquí es importante para la versión más difundida y valiosa del modelo de los mercados eficientes.

Por supuesto que no sabemos cómo serán los dividendos después del último año de información disponible. Para calcular el valor actual de los dividendos, supuse que los dividendos reales crecerán 1,25 veces a partir de su valor de diciembre de 1999 –y de acuerdo con su promedio de crecimiento histórico desde enero de 1871 hasta diciembre de 1999–, lo que equivale al 0,1% mensual. El factor 1,25 corrige el hecho de que, en los últimos años, las tasas de liquidación de dividendos han sido el 80% de su tasa de liquidación histórica promedio (los dividendos son una fracción del promedio decenal móvil de beneficios). La necesidad de imaginar el crecimiento real de los dividendos a partir de diciembre de 1999 indica que los valores más recientes del crecimiento real de los dividendos mostrados en el gráfico son poco fiables como indicadores del valor actual de los dividendos. Sin embargo, es probable que los números correspondientes al valor actual de los dividendos hace un par de décadas o más sean apropiados, dado que en aquellos años se descontaban los años subsiguientes al 2000 al calcular los valores actuales. Aunque es probable que el valor actual de los dividendos para el año 2000 incluido en el gráfico 9.1 sea medianamente acertado, si aceptamos que las posibilidades de crecimiento de los futuros dividendos se diferencian de las pasadas solo en que la liquidación de los dividendos es más baja.

²⁵ Cabe señalar que la teoría de los mercados eficientes no implica que la curva de las cotizaciones deba ser menos pronunciada que la del valor real de los dividendos. Pero sí debe ser menos volátil en conjunto, en un sentido que debemos definir con sumo cuidado. Me esforcé muchísimo para explicar este punto en mi primer artículo sobre el exceso de volatilidad; ver Shiller, Robert J., "The Volatility of Long-Term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure", en *Journal of Political Economy*, 87, 1979, págs. 1062-1088. Pero algunos críticos pasaron por alto mis explicaciones y creyeron haber descubierto la pólvora cuando volvieron a plantearlas como si fueran algo nuevo y original; ver especialmente Kleidon, Allan, "Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models", en *Journal of Political Economy*, 94, 1996, págs. 953-1.001. No se pueden extraer conclusiones definitivas acerca de los mercados eficientes mediante la sola observación de este gráfico. No obstante, creo que el gráfico refleja la falta de información a gran escala en lo que respecta a los mercados eficientes dentro del mercado de

valores global de los Estados Unidos. Este gráfico podría contribuir a despejar algunas ideas erradas sobre la naturaleza de la evidencia de la eficiencia de los mercados.

²⁶ Este argumento se relaciona con el establecimiento de dividendos en respuesta a los precios por parte de las firmas. Por lo tanto, refleja el carácter no estacionario de los dividendos; ver Marsh, Terry A. y Merton, Robert C., "Dividend Variability and Variance Bounds Tests for the Rationality of Stock Market Prices", en *American Economic Review*, 76(3), 1986, págs. 483-498. En mi respuesta afirmé que, si bien el modelo de Marsh y Merton era técnicamente correcto, no era relevante para la experiencia norteamericana del último siglo; ver Shiller, Robert J., "The Marsh-Merton Model of Managers' Smoothing of Dividends", en *American Economic Review*, 76(3), 1986, págs. 499-503. Este debate ha perdido vigencia, dado que las pruebas econométricas de exceso de volatilidad ya no están basadas en el supuesto carácter estacionario de los dividendos; ver, por ejemplo, Campbell, John Y. y Ammer, John, "What Moves Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns", en *Journal of Finance*, 48(1), 1993, págs. 3-38.

²⁷ Campbell y yo desarrollamos un modelo integrado de vector lineal autorregresivo que podía representar las distintas formas del modelo de los mercados eficientes. Ver Campbell, John Y. y Shiller, Robert J., "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors", en *Review of Financial Studies*, 1, 1998, págs. 195-228; Shiller, *Market Volatility*, y Campbell y otros, *Econometrics of Financial Markets*, págs. 253-337.

²⁸ Ver Campbell y Shiller, "The Dividend-Price Ratio".

²⁹ Ver Campbell y Ammer, "What Moves Stock and Bond Markets?"

³⁰ Ver Shiller, *Market Volatility*, págs. 197-214.

³¹ En los últimos tiempos hubo cierta preocupación porque la medición de los dividendos en la década de 1990 podría disminuir el flujo de caja de la empresa a sus inversores. Cole, Kevin, Helwege, Jean y Laster, David –"Stock Market Valuation Indicators: Is This Time Different?", en *Financial Analysts Journal*, 52, 1996, págs. 56-64– estiman que considerar la recompra de acciones como una forma de dividendo aumentaría aproximadamente 80 puntos las relaciones precio-dividendos a mediados de la década de 1990. Este ajuste mantendría las relaciones precio-dividendos en el Índice Compuesto de S&P muy por debajo de su récord de bajas históricas hasta el día de hoy. Liang y Sharpe –"Share Repurchases and Employee Stock Options"– señalan que la hipótesis de Cole y sus compañeros (según la cual las emisiones de acciones se hacen a precio de mercado) es desacertada porque se emiten muchas acciones para responder a la posible demanda de los empleados. La emisión de acciones por debajo del precio de mercado señalaría una disminución del valor terminal del valor actual de los dividendos, por debajo de la cantidad indicada en el gráfico 9.1.

X. LO QUE LOS INVERSORES DEBERÁN APRENDER... Y DESAPRENDER

¹ Los economistas debaten desde hace tiempo las razones por las que la prima de riesgo de las acciones ordinarias tenga un récord histórico tan alto. Se preguntan cómo es posible que, con el paso de los años, la gente no haya invertido más en acciones, dado que las acciones superan a las otras inversiones. Ver Mehra, Raj y Prescott, Edward C., "The Equity Premium Puzzle", en *Journal of Monetary Economics*, 15, 1998, págs. 145-161. Según la teoría de aprendizaje analizada en este capítulo la prima de riesgo de las acciones ordinarias sería cosa del pasado, ya que los inversores se habrían instruido sobre ello por fin.

² Smith, Edgar Lawrence, *Common Stocks as Long-Term Investments*, Nueva York, Macmillan, 1924.

³ Van Strum, Kenneth S., *Investing in Purchasing Power*, Boston, Barrons, 1925.

⁴ Fisher, *Stock Market Crash*, págs. 99, 202. Es sorprendente que incluya la frase "durante un período de depreciación del dólar", dado que en el resto del libro hace hincapié en que

la década de 1920 fue un período de precios excepcionalmente estables. Tal vez haya querido decir "incluso durante un período de depreciación del dólar", refiriéndose a una de las etapas de inflación leve durante los años veinte. No pudo haber aludido al tipo de cambio del dólar, dado que en aquellos tiempos nos regíamos por el patrón oro.

⁵ Dice, *New Levels in the Stock Market*, pág. 126.

⁶ Dame, Franklin L., "Public Interest in Business Is Found Growing", en *New York Herald Tribune*, 2 de enero de 1929, pág. 30.

⁷ Siegel, *Stocks for the Long Run*, pág. 15.

⁸ Ver Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation*, gráfico 2-9, pág. 46; o consultar la información en mi sitio en la Red: <http://www.econ.yale.edu/~shiller>.

⁹ De acuerdo con la información de Ibbotson Associates -*Stocks, Bonds, Bills and Inflation*, gráfico 2-11, pág. 50- desde 1926 no hubo un período de veinte años en que las acciones hayan estado por debajo de los tipos de interés a corto plazo. No incluyen información del período 1901-1921. Mis datos -tomados de mi libro *Market Volatility* y actualizados de acuerdo con el IPC para medir la inflación después de 1913- indican un desempeño ligeramente más bajo de las acciones respecto a los tipos de interés a corto plazo entre los años 1966 y 1986 y entre 1901 y 1921. La diferencia de resultados para el período 1966-1986 entre mis datos y los de Ibbotson podría atribuirse a una diferencia en el tipo de interés a corto plazo (efectos comerciales *versus* letras del Tesoro) y a diferencias menores en los tiempos del mercado.

¹⁰ Ver Jorion, Philippe y Goetzmann, William N., "Global Stock Markets in the Twentieth Century", en *Journal of Finance*, 54(3), 1999, págs. 953-980, y también Brown, Stephen J., Goetzmann, William N. y Ross, Stephen A., "Survival", en *Journal of Finance*, 50(3), 1995, págs. 853-873. Jeremy Siegel señala que en el caso de los rendimientos financieros el promedio suele ser mucho más bajo que el rendimiento medio, y que la valoración del tipo de rendimiento medio no es tan baja en esos países.

¹¹ Glassman, James K. y Hassett, Kevin A., "Are Stocks Overvalued? Not a Chance", en *Wall Street Journal*, 30 de marzo de 1998, pág. 18, y "Stock Prices Are Still Far Too Low", 17 de marzo de 1999, pág. 26. La cita pertenece al artículo de 1999.

¹² Glassman, James K. y Hassett, Kevin A., *Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*, Nueva York, Time Business/Random House, 1999, pág. 140.

¹³ Ver, por ejemplo, Goetzmann, William e Ibbotson, Roger, "Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance", en *Journal of Portfolio Management*, 20, 1994, págs. 9-17; Elton, Edwin J., Gruber, Martin y Blake, Christopher R., "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance", en *Review of Financial Studies*, 9(4), 1996, págs. 1097-1120, y "The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance", en *Journal of Business*, 69, 1996, págs. 133-137.

¹⁴ Dado que los fondos mutuos posibilitan que los inversores particulares diversifiquen sus inversiones, disminuyen también el riesgo de las acciones. Por lo tanto, su proliferación podría rebajar o incluso eliminar la prima de riesgo de las acciones ordinarias que requieren los inversores. John Heaton y Deborah Lucas opinan que la creciente diversificación "se queda a mitad de camino en cuanto a la justificación de la alta relación precio-dividendos actual en los Estados Unidos". Heaton y Lucas ponen énfasis en un tema válido y potencialmente significativo; no obstante su teoría es un tanto insatisfactoria, dado que considera que los individuos son racionales en todo momento pero no explica por qué la gente comenzó a invertir mucho dinero en fondos mutuos solo en los últimos años. Ver Heaton, John y Lucas, Deborah, "Stock Prices and Fundamentals", artículo inédito, Northwestern University, 1999.

XI. VOLATILIDAD ESPECULATIVA EN LAS SOCIEDADES LIBRES

¹ Se podría esperar un balance del bajo rendimiento de los dividendos debido a la sustitución de los mismos por las recompras de acciones (recordemos lo analizado en el capítulo II).

Pero con un neto anual de recompras del orden del 1% de las acciones los rendimientos de los dividendos son todavía muy bajos, incluso después de las recompras.

² "Internet Users Now Exceed 100 Million", en *New York Times*, 11 de noviembre de 1999, pág. C8.

³ Ver Forrester Research, "Net Investing Goes Mainstream", <http://www.forrester.com/ER/Research/Report/Analysis/0,1338,5876,FF.html>, 1999.

⁴ Ver Fair, Ray C., "How Much Is the Stock Market Overvalued?", artículo inédito, Cowles Foundation, Universidad de Yale, 1999.

⁵ Ver Nordhaus, William D. y Boyer, Joseph G., "Requiem for Kyoto: An Economic Analysis of the Kyoto Protocol", artículo de debate 1.201 de Cowles Foundation, New Haven, Conn., Yale University, noviembre de 1998.

⁶ La información sobre los valores de las viviendas se puede inferir con el tiempo y para cada estado a partir de los índices de precios inmobiliarios, el porcentaje de propietarios de viviendas, y el censo de los precios medios en fechas tomadas como referencia. Luego se puede comparar el valor nacional así calculado con la capitalización del mercado de valores. Ver Case, Karl E. y Shiller, Robert J., "The Stock Market, the Housing Market, and Consumer Spending", artículo presentado en los encuentros de American Economic Association-American Real Estate and Urban Economics Association, Boston, 9 de enero de 2000.

⁷ Advisory Committee On Endowment Management, *Managing Educational Endowments: Report to the Ford Foundation* (Baker Report), Nueva York, Ford Foundation, 1969; Teltsch, Kathleen, "Streamlining the Ford Foundation", en *New York Times*, 10 de octubre de 1982, pág. 41. Tobias, Andrew -"The Billion-Dollar Harvard-Yale Game", en *Esquire*, 19 de diciembre de 1978, págs. 77-85- analiza el impacto del *crash* del mercado de valores de 1973-1974 sobre el capital de las fundaciones de Harvard, Rochester y Yale. Según parece este artículo dio origen a una muy difundida historia, según la cual Yale -alertada por el informe 1969 de la Ford Foundation- invirtió sus fondos de donación en el mercado de valores antes del *crash* de 1973-1974, decisión que luego generó enormes dificultades. Pero si leemos con atención el artículo de Tobias veremos que la información allí incluida no nos conduce a esa conclusión. De hecho, aunque sufrió el impacto del *crash* de 1973-1974, Yale no aumentó el nivel de sus inversiones tras la publicación del informe de la Ford Foundation. Además, la exposición del capital de la fundación de Yale a los riesgos del mercado de valores se redujo poco antes del *crash* de 1973-1974.

⁸ Triano, Christine, *Private Foundations and Public Charities: Is It Time to Increase Payout?*, National Network of Grantmakers, 1999, http://www.nng.org/html/ourprograms/campaign/payoutppr_table.html#fulltext.

⁹ He intentado comprender por qué el público no se interesa por la indexación de sus contratos. La falta de interés podría estar vinculada con la ilusión monetaria -es decir, la tendencia a considerar que las divisas son el indicador de valor fundamental (ver capítulo II)- y con la dificultad de apreciar los riesgos de los cambios de nivel en las cotizaciones, a lo que se sumaría cierta desconfianza en las fórmulas y los índices de precios; ver Shiller, Robert J., "Public Resistance to Indexation: A Puzzle", en *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1997, págs. 159-211.

¹⁰ Ver VanDerhei, Jack, Galer, Russell, Quick, Carol y Rea, John, "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity", en *Perspective*, Investment Company Institute, Washington, D.C., 5(1), 1999: 2. Los resultados provienen de una muestra que comprende 6,6 millones de participantes activos.

¹¹ De acuerdo con el estudio Ici/Ebry (VanDerhei y otros, "401(k) Plan Asset Allocation"), el 24,5% de los participantes de la muestra de 1996 había invertido el 80% o más del balance de sus planes de pensiones en fondos de capital. Esta cifra subestima su exposición al mercado de valores, ya que la categoría de los fondos de capital excluye las inversiones en acciones de la propia compañía y la exposición de los fondos equilibrados al mercado de valores. De acuerdo con un estudio realizado por Tiaa-Cref sobre las primas de adjudicación de sus propios participantes, el porcentaje de los mismos que adjudicaban el 100% a

acciones ordinarias había aumentado de manera constante durante una década: del 3,3% de participantes en 1986 al 22,2% en 1996. Según información de períodos recientes brindada por John Ameriks, la asignación del 100% a acciones ordinarias alcanzó el 28,8% en junio de 1999. Ver Ameriks, John, King Francis P. y Warshawsky, Mark, "Premium Allocations and Accumulations in Tiaa-Cref - Trends in Participants Choices among Asset Classes and Investment Accounts", en *Tiaa-Cref Research Dialogues*, 51, 1997, pág. 2.

¹² Para mayor información sobre los activos de los jubilados, ver Gustman, Alan L. y Steinmeier, Thomas L., "Effects of Pensions on Savings: Analysis with Data from the Health and Retirement Survey", en *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 50, 1999, págs. 271-324.

¹³ Ver US Department of labor, Pension and Welfare Benefits Administration (Administración de la Secretaría de Trabajo, Jubilación y Beneficios Sociales de los Estados Unidos), "Participant Investment Education: Final Rule", 29 CFR Part 2509, Interpretive Bulletin 96-1, en *Federal Register*, 61(113), 1996, págs. 29, 90-585, http://www.dol.gov/dol/pwba/public/reg/fedreg/96_14093.htm.

¹⁴ Ver Shiller, Robert J., "Social Security and Institutions for Intergenerational and International Risk Sharing", en *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 50, 1999, págs. 165-204.

¹⁵ También queda por definir - si decidimos adoptar un plan de Seguridad Social de contribución definida- quién pagará las obligaciones existentes a los jubilados actuales; ver Geanakoplos, John, Mitchell, Olivia S. y Zeldes, Stephen P., "Social Security Money's Worth", en Olivia S. Mitchell, Robert J. Myers y Howard Young (eds.), *Prospects for Social Security Reform*, Filadelfia, University of Pennsylvania Press, 1999, págs. 79-151.

¹⁶ Ver Shiller, "Social Security and Institutions".

¹⁷ Para mayor información sobre estos eventos, ver Noguchi, Yukio, *Baburu no Keizaigaku* [La economía de la burbuja], Tokio, Nihon Kaizai Shimbun Sha, 1992. También es razonable suponer que la burbuja habría estallado a pesar de la política monetaria, y de hecho, hubo cambios en las expectativas especulativas que indicarían otros orígenes para el desplome del mercado de valores japoneses; ver Shiller, Robert J., Kon-Ya, Fumiko y Tsutsui, Yoshiro, "Why Did the Nikkei Crash? Expanding the Scope of Expectations Data Collection", en *Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1996, págs. 156-164.

¹⁸ Ver Eichengreen, Barry, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression: 1919-1939*, Nueva York, Oxford University Press, 1992, gráfico 12.1, pág. 351.

¹⁹ "Courtesyou puts in \$25,000,000", en *New York Times*, 24 de octubre de 1907, pág. 1; "Worst Stock Crash Stemmed by Banks", en *New York Times*, 25 de octubre de 1929, pág. 1.

²⁰ "Will History Repeat the '29 Crash?", en *Newsweek*, 14 de junio de 1965, pág. 78.

²¹ El cierre respondió a los cierres de las Bolsas europeas al declararse la Primera Guerra Mundial y al pánico de venta de los accionistas europeos. La Bolsa de Nueva York era el único mercado de valores importante que permanecía abierto a fines de julio de 1914: el único lugar donde las acciones se podían convertir en efectivo, aunque se pensaba que la situación pronto sería insostenible. De hecho, en aquella época pudo haber habido un *crash* de los mercados de valores de proporciones récord a nivel mundial. Pero jamás lo sabremos, dado que el cierre de los mercados impidió que ocurriera el fenómeno.

²² Ver Tobin, James, "The New Economics One Decade Older", en *The Eliot Janeway Lectures on Historical Economics in Honor of Joseph Schumpeter*, Princeton, N. J., Princeton University Press, 1974; Tobin, James, "A Proposal for International Monetary Reform", en *Eastern Economic Journal*, 4, 1978, págs. 153-159; y Eichengreen, Barry, Tobin, James y Wyplosz, Charles, "Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance", en *Economic Journal*, 105, 1995, págs. 162-172. ul Haq, Mahbub, Kaul, Inge y Grunberg, Isabelle han editado el volumen de artículos sobre la propuesta de Tobin: *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Nueva York, Oxford University Press, 1996.

²³ Summers, Lawrence H. y Summers, Victoria P., "When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transactions Tax", en *Journal of Financial Services Research*, 3(2-3), 1998, págs. 163-188.

²⁴ Ver Frankel, Jeffrey, *On Exchange Rates*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1993, y "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?", en ul Haq y otros, *The Tobin Tax*, págs. 41-81.

²⁵ Ver Shiller, "Measuring Bubble Expectations".

²⁶ Ver Roll, Richard, "Price Volatility, International Markets Links, and Their Implication for Regulatory Policies", en *Journal of Financial Services Research*, 2(2-3), 1989, págs. 211-246.

²⁷ Ver Shiller y otros, "Why Did the Nikkei Crash?".

²⁸ Brennan, Michael, "Stripping the S&P 500", en *Financial Analysts' Journal*, 54(1), 1998, pág. 14.

²⁹ Shiller, Robert, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*, Oxford, Oxford University Press, 1993. He estado trabajando en mi firma -Case Shiller Weiss, Inc.- con mi colega Allan Weiss y otros especialistas en el desarrollo de algunos de estos nuevos mercados. Ver Case, Karl E., Shiller, Robert J. y Weiss, Allan N., "Index-Based Futures and Options Trading in Real Estate", en *Journal of Portfolio Management*, 19(2), 1993, págs. 83-92; Shiller, Robert J. y Weiss, Allan N., "Home Equity Insurance", en *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 19, 1999, págs. 21-47, y Shiller, Robert J. y Weiss, Allan N., "Moral Hazard in Home Equity Conversion", artículo que será publicado en el año 2000 en *Real Estate Economics*.

³⁰ Shiller, *Macro Markets*, págs. 42-46. Para mayor información sobre el sistema de macro acciones (proxy activos) que desarrollé con Allan Weiss, ver nuestra patente 5.987.435 (Proxy Asset Data Processor) en <http://www.uspto.gov/patft/>. Macro Securities LLC, empresa subsidiaria de Case Shiller Weiss, Inc., se ocupa del desarrollo de estas acciones.

³¹ Stefano Athanasoulis y yo hemos propuesto crear primero un mercado de inversiones a largo plazo en los ingresos nacionales combinados de todos los países del mundo: "The Significance of the Market Portfolio", de próxima publicación en *Review of Financial Studies*, 2000. Los que decidieran invertir en este mercado tendrían una cartera de valores completamente diversificada: la auténtica "cartera de valores del mercado" con la que los teóricos de las finanzas sueñan. Los trabajadores jóvenes y los inversores no adversos al riesgo podrían invertir a corto plazo en este mercado, y las personas mayores jubiladas podrían tomar posiciones a largo plazo y disfrutar de una cartera de valores absolutamente diversificada durante su retiro.

³² Ver Baxter, Marianne y Jermann, Urban, "The International Diversification Puzzle Is Worse Than You Think", en *American Economic Review*, 87, 1997, págs. 170-180.

³³ A través de un modelo financiero teórico calibrado con datos de la realidad, Athanasoulis y yo demostramos que el adecuado manejo o administración de los riesgos del ingreso nacional podría, por si solo, tener efectos duraderos sobre el bienestar económico. Ver Athanasoulis, Stefano y Shiller, Robert J., "World Income Components: Discovering and Implementing Risk Sharing Opportunities", artículo inédito, Universidad de Yale, 1999.

³⁴ Ver Shiller y Weiss, "Home Equity Insurance".

BIBLIOGRAFÍA

- Advisory Committee On Endowment Management, *Managing Educational Endowments: Report to the Ford Foundation* (Baker Report), Nueva York, Ford Foundation, 1969.
- Allen, Frederick Lewis, *Only Yesterday*, Nueva York, Harper and Brothers, 1931.
- Ameriks, John, King Francis P. y Warshawsky, Mark, "Premium Allocations and Accumulations in Tiaa-Cref – Trends in Participants Choices among Asset Classes and Investment Accounts", en *Tiaa-Cref Research Dialogues*, 51, julio de 1997.
- Ammer, Dean S., "Entering the New Economy", en *Harvard Business Review*, septiembre-octubre de 1967, págs. 3-4.
- Arthur, Brian, Holland, John H., LeBaron, Blake, Palmer, Richard y Tayler, Paul, "Asset Pricing under Endogenous Expectations in an Artificial Stock Market", en W.B. Arthur, S. Durlauf y D. Lane (eds.), *The Economy as an Evolving Complex System II*, Reading, Massachusetts, Addison-Wesley, 1997.
- Asch, Solomon, *Social Psychology*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall, 1952.
- Athanasoulis, Stefano y Shiller, Robert J., "World Income Components: Discovering and Implementing Risk Sharing Opportunities", artículo inédito, Universidad de Yale, 1999.
- _____, "The Significance of the Market Portfolio", en *Review of Financial Studies*, de próxima aparición, 2000.
- Avery, Christopher y Zemsky, Peter, "Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets", en *American Economic Review*, 88(4), 1998: 724-748.
- Bailey, Norman T., *The Mathematical Theory of Epidemics*, Londres, C. Griffin, 1957.
- Baker, Malcolm y Wurgler, Jeffrey, "The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Market Return", artículo inédito, Universidad de Harvard, 1999.
- Bakshi, Gurdeep S. y Chen, Zhiwu, "Baby Boom, Population Aging and Capital Markets", en *Journal of Business*, 67, 1994, págs. 165-202.
- Banco Mundial, "Averting the Old Age Crisis", Nueva York, Oxford University Press, 1994.
- Banerjee, Abhijit V., "A Simple Model of Herd Behavior", en *Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 1992, págs. 797-817.
- Barber, Brad M. y Odean, Terrance, "Online Investors: Do the Slow Die First?", artículo inédito, Universidad de California en Davis, 1999.

- Barberis, Nicholas, Huang, Ming y Santos, Tano, "Prospect Theory and Asset Prices", artículo inédito, Universidad de Chicago, 1999.
- Barberis, Nicholas, Shleifer, Andrei y Vishny, Robert, "A Model of Investor Sentiment", en *Journal of Financial Economics*, 49, 1998, págs. 307-343.
- Barlow, Robin, Brazer, Harvey E. y Morgan, James N., *Economic Behavior of the Affluent*, Washington, D.C., Brookings Institution, 1966.
- Barro, Robert Barro y Sala Y Martin, Xavier, *Economic Growth*, Nueva York, McGraw-Hill, 1995.
- Barsky, Robert y Bradford de Long, J., "Why Have Stock Prices Fluctuated?", en *Quarterly Journal of Economics*, 108, 1993, págs. 291-311.
- Bartholomew, David J., *Stochastic Models for Social Processes*, Nueva York, John Wiley and Sons, 1967.
- Basu, Sanjoy, "The Investment Performance of Common Stocks Relative to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Markets", en *Journal of Finance*, 32(3), 1977, págs. 663-682.
- Batra, Ravi, *The Great Depression of 1990: Why It's Got to Happen, How to Protect Yourself*, edición revisada, Nueva York, Simon & Schuster, 1987.
- Baxter, Marianne y Jermann, Urban, "The International Diversification Puzzle Is Worse Than You Think", en *American Economic Review*, 87, 1997, págs. 170-180.
- Bell, David E., "Regret in Decision Making Under Uncertainty" en *Operations Research*, 30(5), 1982, págs. 961-981.
- Benartzi, Shlomo, "Why Do Employees Invest Their Retirement Savings in Company Stocks?", artículo inédito, Anderson School, Universidad de California, Los Ángeles, 1999.
- Benartzi, Shlomo y Thaler, Richard H., "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle", en *Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 1995, págs. 73-92.
- _____, "Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Plans", artículo inédito, Universidad de Chicago, 1998.
- Bikhchandani, S. D., Hirshleifer, David y Welch, Ivo, "A Theory of Fashion, Social Custom and Cultural Change", en *Journal of Political Economy*, 81, 1992, págs. 637-654.
- Blanchard, Olivier y Fischer, Stanley, *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press, 1989.
- Boldrin, Michael y Woodford, Michael, "Equilibrium Models Displaying Endogenous Fluctuations and Chaos: A Survey", en *Journal of Monetary Economics*, 25(2), 1990, págs. 189-222.
- Boilen, D. W. y Boyd, W. H., "Gambling and the Gambler: A Review of Preliminary Findings", en *Archives of General Psychiatry*, 18(5), 1968, págs. 617-629.
- Bolsa de Nueva York, *The Public Speaks to the Exchange Community*, Nueva York, 1955.
- Bootle, Roger, *The Death of Inflation: Surviving and Thriving in the Zero Era*, Londres, Nicholas Brealey, 1998, págs. 27, 31.
- Bowman, Karlyn, "A Reaffirmation of Self-Reliance? A New Ethic of Self-Sufficiency?", en *The Public Perspective*, febrero-marzo de 1996, págs. 5-8.
- Brennan, Michael, "Stripping the S&P 500", en *Financial Analysts' Journal*, 54(1), 1998, págs. 14.
- Brookes, Robin, "Asset Market and Savings Effects of Demographic Transitions", tesis de doctorado no publicada, Universidad de Yale, 1998.
- Brown, Stephen J., Goetzmann, William N. y Ross, Stephen A., "Survival", en *Journal of Finance*, 50(3), 1995, págs. 853-873.
- Bruno, Michael y Easterly, William, "Inflation Crises and Long-Run Growth", en *Journal of Monetary Economics*, 41 (1), 1998, págs. 2-26.
- Bulgatz, Joseph, *Ponzi Schemes, Invaders from Mars, and Other Extraordinary Popular Delusions, and the Madness of Crowds*, Nueva York, Harmony, 1992, pág. 13.
- Bullock, Hugh, *The Story of Investment Companies*, Nueva York, Columbia University Press, 1959.
- Burnam, Tom. *More Misinformation*, Filadelfia, Lippincott and Crowell, 1980, págs. 20-21.
- Campbell, John Y. y Ammer, John, "What Moves Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns", en *Journal of Finance*, 48(1), 1993, págs. 3-38.
- Campbell, John Y. y Cochrane, John H., "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior", en *Journal of Political Economy*, 107(2), 1991, págs. 205-251.
- Campbell, John Y., Lo, Andrew y Mackinlay, Craig, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton, N. J., Princeton University Press, 1997.
- Campbell, John Y. y Schiller, Robert J., "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook", en *Journal of Portfolio Management*, 24, 1998, págs. 11-26.
- _____, "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors", en *Review of Financial Studies*, 1, 1998, págs. 195-228.
- Case, Karl E. Jr. y Shiller, Robert J., "The Behavior of Home Buyers in Boom and Post-Boom Markets", en *New England Economic Review*, noviembre-diciembre de 1998, págs. 29-46.
- Case, Karl E., Shiller, Robert J. y Weiss, Allan N., "Index-Based Futures and Options Trading in Real Estate", en *Journal of Portfolio Management*, 19(2), 1993, págs. 83-92.
- Chevalier, Judith y Ellison, Glenn, "Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance", en *Journal of Finance*, 54(3), 1999, págs. 875-899.
- Cohen, Randolph, "Asset Allocation Decisions of Individual and Institutions", artículo inédito, Harvard Business School, 1999.
- Cole, Kevin, Helwege, Jean y Laster, David, "Stock Market Valuation Indicators: Is This Time Different?", en *Financial Analysts Journal*, 52, 1996, págs. 56-64.
- Collins, Allan, Warnock, Eleanor, Acello, Nelleke y Miller, Mark L., "Reasoning from Incomplete Knowledge", en Daniel G. Bobrow y Allan Collins (eds.), *Representation and Understanding: Studies in Cognitive Science*, Nueva York, Academic Press, 1975, págs. 383-415.
- Comisión de Valores y Bolsas de los Estados Unidos, "Special Study: On-line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace", 1999. <http://www.sec.gov/pdf/cybrtrnd.pdf>.
- Cutler, David, Poterba, James y Summers, Lawrence, "What Moves Stocks Prices?", en *Journal of Portfolio Management*, 15(3), 1989, págs. 4-12.

- Daniel, Kenneth, Hirshleifer, David y Subrahmanyam, Avanidhar, "Investor Psychology and Security Market Over- and Underreaction", en *Journal of Finance*, 53(6), 1998, págs. 1839-1866;
- De Bondt, Werner y Thaler, Richard H., "Does the Stock Market Over-react?", en *Journal of Finance*, 40(3), 1985, págs. 793-805.
- Dent, Harry S., *The Great Boom Ahead: Your Comprehensive Guide to Personal and Business Profit in the New Era of Prosperity*, Nueva York, Hyperion, 1993.
- _____, *The Roaring 2000s: Building the Wealth & Lifestyle You Desire in the Greatest Boom in History*, Nueva York, Simon & Schuster, 1998.
- _____, *The Roaring 2000s Investor: Strategies for the Life You Want*, Nueva York, Simon & Schuster, 1999.
- Desmond, Robert W., *The Information Process: World News Reporting to the Twentieth Century*, Iowa City, University of Iowa Press, 1978.
- Deutsch, Morton y Gerard, Harold B., "A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgement", en *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 51, 1955, págs. 629-636.
- Dice, Charles Amos, *New Levels in the Stock Market*, Nueva York, McGraw-Hill, 1929, págs. 75-183.
- Diggins, John Patrick, *The Proud Decades: America in War and in Peace 1941-1960*, Nueva York, W. W. Norton, 1988.
- Dornbusch, Rüdiger y Fischer, Stanley Fischer, "The Open Economy: Implications for Monetary and Fiscal Policy", en Robert J. Gordon (ed.), *The American Business Cycle: Continuity and Change*, Chicago, National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, 1986, págs. 459-501.
- Eichengreen, Barry, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression: 1919-1939*, Nueva York, Oxford University Press, 1992, gráfico 12.1, pág. 351.
- Eichengreen, Barry, Tobin, James y Wyplosz, Charles, "Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance", en *Economic Journal*, 105, 1995, págs. 162-172.
- Elias, David, *Dow 40,000: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History*, Nueva York, McGraw-Hill, 1999, pág. 8.
- Elton, Edwin J., Gruber, Martin y Blake, Christopher R., "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance", en *Review of Financial Studies*, 9(4), 1996, págs. 1097-1120.
- _____, "The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance", en *Journal of Business*, 69, 1996, págs. 133-137.
- Fair, Ray C., "How Much Is the Stock Market Overvalued?", artículo inédito, Cowles Foundation, Universidad de Yale, 1999.
- Fama, Eugene y French, Kenneth, "The Cross Section of Expected Stock Returns", en *Journal of Finance*, 47, 1992, págs. 427-466.
- Fama, Eugene, "Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work", en *Journal of Finance*, 25, 1970, págs. 383-417.
- Fischhoff, Baruch, Slovic, Paul y Lichtenstein, Sarah, "Knowing with Uncertainty: The Appropriateness of Extreme Confidence", en *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 3, 1977, págs. 522-564.
- Fisher, Irving, *The Stock Market Crash - And After*, Nueva York, Macmillan, 1930, págs. 101-174.
- Fleming, Thomas, *Around the Pan with Uncle Hank: His Trip through the Pan-American Exposition*, Nueva York, Nutshell, 1901, pág. 50.
- Foust, Dean, "Alan Greenspan's Brave New World", en *Business Week*, 14 de julio de 1997, págs. 44-50.
- Frankel, Jeffrey, *On Exchange Rates*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1993.
- _____, "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?", en Mahbub ul Haq, Inge Kaul e Isabelle Grunberg (eds.), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Nueva York, Oxford University Press, 1996, págs. 41-81.
- French, Kenneth R. y ROLL, Richard, "Stock Return Variances: The Arrival of Information and the Reaction of Traders", en *Journal of Financial Economics*, 17, 1986, págs. 5-26.
- Froot, Kenneth y Dabora, Emil, "How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade?", documento de trabajo W6572, Cambridge, Mass., National Bureau of Economic Research, mayo de 1998.
- Froot, Kenneth y Obstfeld, Maurice, "Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices", en *American Economic Review*, 81, 1991, págs. 1.189-1.214.
- Galbraith, John Kenneth, *The Great Crash: 1929*, 2da. edición, Boston, Houghton Mifflin, 1961.
- Gale, William G. y Sabelhaus, John, "Perspectives on the Household Saving Rate", en *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1999, págs. 181-224.
- Garber, Peter, "Tulipmania", en *Journal of Political Economy*, 97(3), 1989, págs. 557.
- _____, *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, Cambridge, Mass., MIT Press, 2000.
- Geanakoplos, John, "Common Knowledge", en *Journal of Economic Perspectives*, 6(4), 1992, págs. 53-82.
- Geanakoplos, John, Mitchell, Olivia S. y Zeldes, Stephen P., "Social Security Money's Worth", en Olivia S. Mitchell, Robert J. Myers y Howard Young (eds.), *Prospects for Social Security Reform*, Filadelfia, University of Pennsylvania Press, 1999, págs. 79-151.
- Ger, Gülliz y Belk, Russell W., "Cross-Cultural Differences in Materialism", en *Journal of Economic Psychology*, 17, 1996, págs. 55-77.
- Gibson, George, *The Stock Markets of London, Paris and New York*, Nueva York, G. P. Putnam's Sons, 1889, pág. 11.
- Gigerenzer, G., "How to Make Cognitive Illusion Disappear: Beyond 'Heuristic and Biases'", en *European Review of Social Psychology*, 2, 1991, págs. 83-115.
- Gilchrist, Helen, Povey, Robert, Dickenson, Adrian y Povey, Rache, "The Sensation-Seeking Scale: Its Use in a Study if People Choosing Adventure Holidays", en *Personality and Individual Differences*, 19(4), 1995, págs. 513-516.
- Glassman, James K. y Hassett, Kevin A., *Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*, Nueva York, Time Business/Random House, 1999, pág. 140.
- Goetzmann, William e Ibbotson, Roger, "Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance", en *Journal of Portfolio Management*, 20, 1994, págs. 9-17.
- Goetzmann, William y Massa, Massimo, "Index Fund Investors", artículo inédito, Universidad de Yale, 1999.

- Graham, Benjamin y Dodd, David, *Securities Analysis*, Nueva York, McGraw-Hill, 1934.
- Grant, James, *The Trouble with Prosperity: A Contrarian Tale of Boom, Bust, and Speculation*, Nueva York, John Wiley and Sons, 1996.
- Greetham, Trevor, Evans, Owain y Clough, Charles I. Jr., "Fund Manager Survey: November 1999", Londres, Merrill Lynch & Co., Global Securities Research and Economics Group, 1999.
- Griffin, John M. y Karolyi, G. Andrew, "Another Look at the Role of Industrial Structure of Markets for International Diversification Strategies", en *Journal of Financial Economics*, 50, 1998, págs. 351-373.
- Grinblatt, Mark y Keloharju, Matti, "Distance Bias, Language Bias, and Investor Sophistication: Results from Finland", documento de trabajo inédito, Universidad de California, Los Ángeles, 1999.
- Grossman, Sanford J. y Shiller, Robert J., "The Determinants of teh Variability of Stock Market Prices", en *American Economic Review*, 71, 1981, págs. 222-227.
- Gustman, Alan L. y Steinmeier, Thomas L., "Effects of Pensions on Savings: Analysis with Data from the Health and Retirement Survey", en *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 50, 1999, págs. 271-324.
- Heaton, John y Lucas, Deborah, "Stock Prices and Fundamentals", artículo inédito, Northwestern University, 1999.
- Heston, Steven L. y Rouwenhorst, K. Geert, "Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification?", en *Journal of Financial Economics*, 36, 1994, págs. 3-27.
- Hong, Harrison y Stein, Jeremy, "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets", documento de trabajo, Massachusetts Institution of Technology, Sloan School of Management, 1998.
- Huberman, Gur y Regev, Tomer, "Speculating on a Cure for Cancer: A Non-Event that Made Stock Prices Soar", manuscrito inédito, Columbia University Graduate School of Business, 1999.
- Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1999 Yearbook, Market Results for 1926-1998*, Chicago, Ibbotson Associates, 1999.
- Inglehart, Ronald, "Aggregate Stability and Individual-Level Flux in Mass Belief Systems", en *American Political Science Review*, 79(1), 1985, págs. 97-116.
- Investment Company Institute, *Mutual Fund Fact Book*, Washington, D.C., 1999. <http://www.ici.org>
- Jegadeesh, Narasimham y Titman, Sheridan, "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", en *Journal of Finance*, 48, 1993, págs. 65-91.
- Jorion, Philippe y Goetzmann, William N., "Global Stock Markets in the Twentieth Century", en *Journal of Finance*, 54(3), 1999, págs. 953-980.
- Katona, George, *Psychological Economics*, Nueva York, Elsevier, 1975.
- Keren, Gideon, "The Rationality of Gambling: Gamblers' Conceptions of Probability, Chance and Luck", en George Wright y Peter Ayton (eds.), *Subjective Probability*, Chichester, Inglaterra, John Wiley and Sons, 1994, págs. 485-499.
- Kindlberger, Charles P., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 2da. edición, Londres, Macmillan, 1989.
- King, Robert G. y Levine, Ross, "Finance and Growth: Schumpeter May Be Right", en *Quarterly Journal of Economics*, 108, 1993, págs. 717-737.
- Kirman, Alan, "Ants, Rationality and Recruitment", en *Quarterly Journal of Economics*, 108(1), 1993, págs. 137-156.
- Klehr, Harvey, *The Heyday of American Communism: The Depression Decade*, Nueva York, Basic Books, 1984.
- Kleidon, Allan, "Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models", en *Journal of Political Economy*, 94, 1996, págs. 953-1001.
- Krugman, Paul, "How Fast Can the U.S. Economy Grow?", en *Harvard Business Review*, 75, 1997, págs. 123-129.
- La Porta, Rafael, Lopez De Silanes, Florencio y Shleifer, Andrei, "Corporate Ownership around the World", en *Journal of Finance*, 54, 1999, págs. 471-518.
- Lambert, Richard A., Lanen, W. y Larker, D., "Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy", en *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 24, 1985, págs. 409-425.
- Lange, Oscar, "Is the American Economy Contracting?", en *American Economic Review*, 29(3), 1939, pág. 503.
- Langer, E.J., "The Illusion of Control", en *Journal of Personality and Social Psychology*, 32, 1975, págs. 311-328.
- Lawrence, Joseph Stagg, *Wall Street and Washington*, Princeton, N. J., Princeton University Press, 1929.
- Lee, In Ho, "Market Crashes and Informational Avalanches", en *The Review of Economic Studies*, 65(4), 1998: 741-760.
- Lehmann, Bruce N., "Fads, Martingales, and Market Efficiency", en *Quarterly Journal of Economics*, 60, 1990: 1-28.
- Leland, Hayne, "Who Should Buy Portfolio Insurance", en *Journal of Finance*, 35, 1980, pág. 582.
- LeRoy, Stephen y Porter, Richard, "Stock Price Volatility: A Test Based on Implied Variance Bounds", en *Econometrica*, 49, 1981, págs. 97-113.
- Liang, J. Nellie y Sharpe, Steven A., "Share Repurchases and Employee Stock Options and Their Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected Returns", artículo inédito, Junta Directiva de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Washington, D.C., 1999.
- Lin, Hsiou-Wei y McNichols, Maureen F., "Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations", en *Journal of Accounting and Economics*, 25(1), 1998: 101-127.
- Lintner, John, "The Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings and Taxes", en *American Economic Review*, 46, 1956, págs. 97-113.
- Loomes, Graham y Sudgen, Robert, "Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty", en *The Economic Journal*, 92, 1982, págs. 805-824.
- Loughran, Tim y Ritter, Jay R., "Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency", artículo inédito, Universidad de Notre Dame, 1999 (a ser publicado en *Journal of Financial Economics* [2000]).
- Mackay, Charles, *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, Londres, Bentley, 1841, pág. 142.

- Maier, N. R. F., "Reasoning in Humans. II. The Solution of a Problem and Its Appearance in Consciousness", en *Journal of Comparative Psychology*, 12, 1931, págs. 181-194.
- Mandelbrot, Benoit, *Fractals and Scaling in Finance: Discontinuity, Concentration, Risk*, Nueva York, Springer-Verlag, 1997.
- Marsh, Terry A. y Merton, Robert C., "Dividend Variability and Variance Bounds Tests for the Rationality of Stock Market Prices", en *American Economic Review*, 76(3), 1986, págs. 483-498.
- Mehra, Raj y Prescott, Edward C., "The Equity Premium Puzzle", en *Journal of Monetary Economics*, 15, 1998, págs. 145-161.
- Meltzer, Allan H., "Monetary and Other Explanations of the Start of the Great Depression", en *Journal of Monetary Economics*, 2, 1971, pág. 460.
- Milgram, Stanley, *Obedience to Authority*, Nueva York, Harper and Row, 1974, págs. 13-54.
- Milgrom, Paul y Stokey, Nancy, "Information Trade, and Common Knowledge", *Econometrica*, 49, 1982, págs. 219-222.
- Miller, Merton, "Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends", en Robin M. Hogarth y Melvin W. Reder (eds.), *Rational Choice: The Contrast between Economics and Psychology*, Chicago, University of Chicago Press, 1986, pág. 283.
- Mitchell, Mark L. y Netter, Jeffrey M., "Triggering the 1987 Stock Market Crash: Antitakeover Provisions in the Proposed House Ways and Means Tax Bill", en *Journal of Financial Economics*, 24, 1989, págs. 37-68.
- Modigliani, Franco y Cohn, Richard A., "Inflation, Rational Valuation, and the Market", en *Financial Analysts' Journal*, 35, 1979, págs. 22-44.
- Nelson, William R., "Three Essays on the Ability of the Change in Shares Outstanding to Predict Stock Returns", tesis de doctorado no publicada, Universidad de Yale, 1999.
- Niederhoffer, Victor, "The Analysis of World News Events and Stock Prices", en *Journal of Business*, 44(2), 1971, págs. 205.
- Niquet, Bernd, *Keine Angst vorm nächsten Crash: Warum Aktien als Langfristanlage unschlagbar sind*, Frankfurt, Campus Verlag, 1999.
- Nisbett, Robert E. y DeCamp Wilson, Timothy, "Telling More Than We Can Know: Verbal Reports on Mental Processes", en *Psychological Review*, 84(3), 1977, págs. 231-259.
- Noguchi, Yukio, *Baburu no Keizaigaku*, Tokio, Nihon Kaizai Shimbun Sha, 1992.
- Nordhaus, William D. y Boyer, Joseph G., "Requiem for Kyoto: An Economic Analysis of the Kyoto Protocol", artículo de debate 1201 de Cowles Foundation, New Haven, Conn, Yale University, noviembre de 1998.
- Noyes, Alexander Dana, *Forty Years of American Finance*, Nueva York, G. P. Putnam's Sons, 1909.
- Orman, Suze, *The 9 Steps to Financial Freedom*, Nueva York, crown, 1997.
- _____, *The Courage to Be Rich: Creating a Life of Material and Spiritual Abundance*, Rutherford, N. J., Putnam, 1999.
- Pennington, Nancy y Hastie, Reid, "Reasoning in Explanation-Based Decision Making", en *Cognition*, 49, 1993, págs. 123-163.
- Petersen, James D. y Hsieh, Cheng-Ho, "Do Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds Explain Returns on REITs?", en *Real Estate Economics*, 25, 1997, págs. 321-345.
- Pitz, Gordon W., "Subjective Probability Distributions for Imperfectly Known Quantities", en Lee W. Gregg (ed.), *Knowledge and Cognition*, Potomac, Md., Lawrence Erlbaum Associates, 1975, págs. 29-41.
- Plinio el Joven, *Cartas y panegíricos*. Traducción al inglés de Betty Radice, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 1969.
- Poterba, James y Summers, Lawrence, "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications", en *Journal of Financial Economics*, 22, 1988: 26-59.
- Presidential Task Force on Market Mechanisms, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms (Brady Commission Report)*, Washington, D.C., us Government Printing Office, 1988, pág. v.
- Pressman, Steven, "On Financial Frauds and Their Causes: Investor Overconfidence", en *American Journal of Economics and Sociology*, 57, 1998, págs. 405-421.
- Quattrone, G. A. y Tversky, Amos, "Causal versus Diagnostic Contingencies: On Self-Deception and the Voter's Delusion", en *Journal of Personality and Social Psychology*, 46(2), 1984, págs. 237-248.
- Reid, A. A. L., "Comparing Telephone with Face-to-Face Contact", en Ithiel de Sola Poole (ed.), *The Social Impact of the Telephone*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1977, págs. 386-414.
- Ritter, Jay J., "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", en *Journal of Finance*, 46(1), 1991, págs. 3-27.
- Ritter, Jay R. y Warr, Richard S., "The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982-1997", artículo inédito, Universidad de Florida, Gainesville, 1999.
- Roll, Richard, "Orange Juice and Weather", en *American Economic Review*, 74, 1984, págs. 861-880.
- _____, "Price Volatility, International Markets Links, and Their Implication for Regulatory Policies", en *Journal of Financial Services Research*, 2(2-3), 1989, págs. 211-246.
- Romer, Christina, "The Great Crash and the Onset of the Great Depression", en *Quarterly Journal of Economics*, 105, 1990, págs. 597-624.
- Romer, David, *Advanced Macroeconomics*, Nueva York, McGraw-Hill, 1996.
- Schäfer, Bodo, *Der Weg zur finanziellen Freiheit: In sieben Jahren die erste Million*, Frankfurt, Campus Verlag, 1999.
- Shafir, Eldar y Tversky, Amos, "Thinking through Uncertainty: Non-consequential Reasoning and Choice", en *Cognitive Psychology*, 24, 1992, págs. 449-474.
- Shafir, Eldar, Diamond, Peter y Tversky, Amos, "Money Illusion", en *Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 1997, págs. 341-374.
- Shafir, Eldar, Simonson, Itamar y Tversky, Amos, "Reason-Based Choice", en *Cognition*, 49, 1993, págs. 11-36.
- Sharpe, Steven, "Stock Prices, Expected Returns and Inflation", artículo inédito, Junta Directiva de la Reserva Federal, Washington, D.C., 1999, gráfico 1.2.
- Shefrin, Hersh, *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Boston, Harvard Business School Press, 2000.

- Shiller, Robert J., "Comovements in Stock Prices and Comovements in Dividends", en *Journal of Finance*, 44, 1989, págs. 719-729.
- _____, "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends?", en *American Economic Review*, 71(3), 1981, págs. 421-436.
- _____, "Market Volatility and Investor Behavior", en *American Economic Review*, 80, 1990, págs. 58-62.
- _____, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*, Oxford, Oxford University Press, 1993.
- _____, "Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence", en *Journal of Psychology and Markets*, 1(1), 2000, págs. 49-60.
- _____, "Portfolio Insurance and Other Investor Fashions as Factors in the 1987 Stock Market Crash", en *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, Mass., National Bureau of Economic Research, 1988, págs. 287-295.
- _____, "Public Resistance to Indexation: A Puzzle", en *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1997, págs. 159-211.
- _____, "Social Security and Institutions for Intergenerational and International Risk Sharing", en *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 50, 1999, págs. 165-204.
- _____, *Market Volatility*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1989.
- _____, "The Marsh-Merton Model of Managers' Smoothing of Dividends", en *American Economic Review*, 76(3), 1986, págs. 499-503.
- _____, "The Volatility of Long-Term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure", en *Journal of Political Economy*, 87, 1979, págs. 1.062-1.088.
- _____, "Why Do People Dislike Inflation?", en Christina D. Romer y David H. Romer (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, Chicago, University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research, 1997, págs. 13-65.
- Shiller, Robert J. y Beltratti, Andrea, "Stock Prices and Bond Yields: Can Their Comovements Be Explained in Terms of Present Value Models?", en *Journal of Monetary Economics*, 30, 1992, págs. 25-46.
- Shiller, Robert J. y Feltus, William J., "Fear of a Crash Caused the Crash", en *New York Times*, 29 de octubre de 1989, sección 3, pág. 3, col. 1.
- Shiller, Robert J., Kon-Ya, Fumiko y Tsutsui, Yoshiro, "Why Did the Nikkei Crash? Expanding the Scope of Expectations Data Collection", en *Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1996, págs. 156-164.
- Shiller, Robert J. y Pound, John, "Survey Evidence on the Diffusion of Interest and Information Among Investors", en *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12, 1989, págs. 47-66.
- Shiller, Robert J. y Weiss, Allan N., "Home Equity Insurance", en *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 19, 1999, págs. 21-47.
- _____, "Moral Hazard in Home Equity Conversion", artículo que será publicado en el año 2000 en *Real Estate Economics*.
- Shleifer, Andrei, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2000.
- Siegel, Jeremy J., *Stocks for the Long Run*, 2da. edición, Nueva York, McGraw-Hill, 1998, págs. 105-114.
- Smith, Edgar Lawrence, *Common Stocks as Long-Term Investments*, Nueva York, Macmillan, 1924.
- Smith, Vernon L., Suchanek, Gary L. y Williams, Arlington W., "Bubbles, Crashes and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets", en *Econometrics*, 56, 1988, págs. 1.119-1.151.
- Spillman, Lyn, "Enriching Exchange: Cultural Dimensions of Markets", en *American Journal of Economics and Sociology*, 58(4), 1999, págs. 1047-1071.
- Stanley, Thomas J. y Danko, William D., *The Millionaire Next Door: The Surprising Secrets of America's Wealthy*, Nueva York, Pocket Books, 1996.
- Statman, Meir y Thorley, Steven, "Overconfidence, Disposition, and Trading Volume", artículo inédito, Universidad de Santa Clara, 1999.
- Stein, Emmanuel, *Government and the Investor*, Nueva York, Farrar and Reinhart, 1941.
- Sterling, William P. y Waite, Stephen R., *The Millionaire Next Door: The Surprising Secrets of America's Wealthy*, Nueva York, Pocket Books, 1996.
- Strahlberg, Dagmar y Maass, Anne, "Hindsight Bias: Impaired Memory or Biased Reconstruction", en *European Review of Social Psychology*, 8, 1998, págs. 105-132.
- Straub, William F., "Sensation Seeking among High- and Low-Risk Male Athletes", en *Journal of Sports Psychology*, 4(3), 1982, págs. 243-253.
- Summers, Lawrence H. y Summers, Victoria P., "When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transactions Tax", en *Journal of Financial Services Research*, 3(2-3), 1998, págs. 163-188.
- Thaler, Richard H. y Johnson, Eric J., "Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effect of Prior Outcomes on Risky Choices", en *Management Science*, 36, 1990, págs. 643-660.
- Thompson, William N., *Legalized Gambling: A Reference Handbook*, Santa Barbara, California, ABC-CLIO, 1994, págs. 52-53.
- Tobias, Andrew, "The Billion-Dollar Harvard-Yale Game", en *Esquire*, 19 de diciembre de 1978, págs. 77-85.
- Tobin, James, "A Proposal for International Monetary Reform", en *Eastern Economic Journal*, 4, 1978, págs. 153-159.
- _____, "The New Economics One Decade Older", en *The Eliot Janeway Lectures on Historical Economics in Honor of Joseph Schumpeter*, Princeton, N. J., Princeton University Press, 1974.
- Tversky, Amos y Kahneman, Daniel, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases", en *Science*, 185, 1974, págs. 1.124-1.131.
- Ul Haq, Mahbub, Kaul, Inge y Grunberg, Isabelle (eds.), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Nueva York, Oxford University Press, 1996.
- VanDerhei, Jack, Galer, Russell, Quick, Carol y REA, John, "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity", en *Perspective*, Investment Company Institute, Washington, D. C., 5(1), 1999, pág. 2.
- Van Strum, Kenneth S., *Investing in Purchasing Power*. Boston, Barrons, 1925.
- Wanniski, Jude, *The Way the World Works*, 2da. edición, Nueva York, Simon and Schuster, 1983, capítulo VII.

- Warren, George F. y Pearson, Frank A., *Gold and Prices*, Nueva York, John Wiley and Sons, 1935.
- Warther, Vincent A., "Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns", *Journal of Financial Economics*, 39, 1995, págs. 209-235.
- Weber, Steven, "The End of the Business Cycle?", en *Foreign Affairs*, 76(4), 1997, págs. 65-82.
- Weiss, Allan N. y Shiller, Robert J., "Proxy Asset Data Processor". US Patent 5,987,435, obtenida el 30 de octubre de 1997. Ver <http://www.uspto.gov/patft/>.
- Weissman, Rudolph, *The Investment Company and the Investor*, Nueva York, Harper and Brothers, 1951, pág. 144.
- Womack, Kent, "Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?", en *Journal of Finance*, 51(1), 1996, págs. 137-167.
- Wurgler, Jeffrey, "Financial Markets and the Allocation of Capital", artículo inédito, Universidad de Yale, 1999.
- Zaret, David, *Origins of Democratic Culture: Printing, Petitions, and the Public Sphere in Early-Modern England*. Princeton, N. J., Princeton University Press, 1999.
- Zuckerman, Marvin, Kolin, Elizabeth, Price, Leah y Zoob, Ina, "Development of a Sensation-Seeking Scale", en *Journal of Consulting Psychology*, 28(6), 1964, págs. 477-482.

ÍNDICE ANALÍTICO

- Acampora, Ralph 134
 acciones ganadoras 34-38, 81, 136-140, 152-154, 211-212, 221, 234, 268. *Ver también* mercado alcista
 acciones perdedoras 34-35, 67, 79-80, 83, 92-93, 107, 111-112, 123-130, 143-144, 167, 175, 185-186, 195-196, 217, 259, 268-270
 acciones, cotización de las. *Ver* precios
 acciones, opciones de 53-54
 activos proxy. *Ver* macroacciones
 ahorros 258, 260, 282n13; el *baby boom* y los 56-58; en Taiwán 167
 Albania 99, 100
Alegria para todos (Ta Chia Le)
 (juego de números) 163
 Alemania 31-32, 84, 115
 Allen, Frederick Lewis 80, 140
 Amazon.com 51-59
American Economic Review 154, 225, 230
 Ammer, John 230
 analistas, pronósticos optimistas de los 49, 61-62, 282n18, 284n40; valor del asesoramiento de los 296n4. *Ver también* inversores institucionales
 anclas cuantitativas 176-178
 anclas morales 178-182
 anclas psicológicas 175-188, 293-294n1-n21; decisiones futuras y 186-188; exceso de confianza y juicio intuitivo y 182-186
 anomalías financieras 224-225, 250, 297n20-21
 anualidades 263
 anuncios publicitarios 27, 60, 74, 221, 262, 297n17
 aprendizaje 233-243, 299-300n1-14; sobre fondos mutuos, diversificación y conservación 239-243; sobre riesgos 233-237; sobre acciones *versus* bonos 234-239; desaprender lo aprendido 242-243
 apuestas 48, 251, 283-284n39-n40, 293n7; aumento de las oportunidades de realizar 72-74; los relatos y las 180; en Taiwán 163-164
 Aquino, Corazón 162
 Argentina 115
 Arthur, Brian 286n22
 Asch, Solomon 189-192
 asiático, crisis financiera del sureste 168, 254, 256, 273
 Asociación Nacional de Grupos de Inversores (ANGI) 92
 Associated Press 117, 119
 atención, cascadas de 114-116, 122-123, 131
 atención 68, 71-72, 90-93; y el mercado alcista de la década de 1920 140-141; el lenguaje común y la 293n4; incapacidad para explicar los cambios en la 206-207; variaciones en la, debidas a cuestiones sociales 204-206

Athanassoulis, Stefano 303n31-n33
Atlanta Constitution 120
Atwood, Albert 154
Australia 32
automóviles 141, 147
autoridad, obediencia a la 191-192; de los líderes de opinión 268-269
Avery, Christopher 295n6

baby boom 47-48, 282n12; y el mercado alcista de las décadas de 1950 y 1960 147; en Europa 284n40; impacto futuro del; efectos percibidos sobre el mercado 55-59
baby bust 56, 284n40
Baker, Malcolm 281n9, 296-297n14
Bakshi, Gurdip 282n12
bancarias, crisis 167-169
Banco de Japón 267
Banco Mundial 281n11
Banerjee, Abhijit 295n5
Barber, Brad 14, 93
Barberis, Nicholas 184, 285n18
Barlow, Robin 295n7
Barro, Robert 281n3
Barrons 116
Barrons, encuesta Big Money Poll 97
Barsky, Robert 223
Baruch, Bernard 152
Basu, Sanjoy 220
Batra, Ravi 107
Baxter, Marianne 303n32
Beltratti, Andrea 283n29
Bell, David E. 285n12
Benartzi, Shlomo 65-66, 72, 293n9
beneficios definidos, planes de pensiones de 63-65, 258, 260-266
beneficios 32-42; la llegada de Internet y los 49-51; posibles nuevas influencias sobre los; cero 279n4. Ver también relación precio-beneficios
Beneficios, rumores de 282n20
Benna, R. Theodore 282n21

Bickchandani 295n5
bienes raíces 57, 66, 78, 88, 178, 271, 276, 284n3
Blake, Christopher 300n13
Blanchard, Olivier 281n3
Bloomberg Television 60
Boldrin, Michael 286n22
Bolsa de Nueva York 52, 64-67, 70-71, 92, 121, 269-270, 282n22, 302n21
Bolsa, salida a 216
Bolsa de Tokio 114
bolsas clandestinas 197
Bonham, Raejean 99-100
bonos 57; planes de jubilación 261-263; las acciones *versus* los 234-242; la Seguridad Social y los 264-265
Boom, Bust & Echo (Foot and Stoffman) 59
Boomeronomics (Sterling and Waite) 59
Bootle, Roger 151
Borah, William 120
Boston Globe 134
Boyer, Joseph 301n5
Brady, Nicholas 125
Brasil 32, 115
Brennan, Michael 273
Brooks, Robin 282n12
Brown, Stephen J. 300n10
Bruno, Michael 290n30
burbujas especulativas 19, 28-29, 77, 93-98, 171, 247; estallido de 29, 95-96, 137, 152, 169, 267-268, 273, 302n17; relación precio-dividendo y 223-224; mercados eficientes y 219-220; exceso de volatilidad y 231; teorías de retroalimentación y, ver sistemas de retroalimentación; crisis financieras y 169; intrínsecas 221; percepción de los inversores de las 96-97; los medios y 105, 130; la política monetaria y 267-268; entendidas como ocurrencia

natural de procesos de Ponzi 101-102; negativas, ver burbujas negativas; ideología de la nueva era y 134; exceso de confianza y 184, 186; políticas y 277-278; fraudes de Ponzi como modelos de 98-101; expansión de las transacciones y 272-275; interrupción de las transacciones y 269-272; comunicación de boca en boca y 198, 272
burbujas negativas 96, 286n21; el *crash* de 1929 y las 123; el *crash* de 1987 y las 125-126; los medios de difusión y las 123-125; en Filipinas 162-163
burbuja, índice de expectativas de 97
Burns, Arthur 155
Business Week 134, 149-150

Cable News Network (CNN) 59-60
CAC-40, índice 115
cambio de siglo, optimismo propio del 37, 136-138, 248-250
Campbell, John 13, 40, 95, 230, 279n2, 280n9-11, 285n19, 299n27
Canadá 32
caos, teoría del 96, 286n22
capital, impuesto a las ganancias de 54-55, 74-75, 127, 242
capitalismo administrado 150
cara a cara, comunicación 194-198
cascadas de atención 114-117, 123, 130; de información 192-194. Ver también sistemas de retroalimentación
Case, Karl 284-285n3
Centro de Renovación Industrial (Kansai, Japón) 114
cero, beneficios 279n4
cero, era 150-151
cine 142
Clayton, ley antimonopolios 139
Clinton, William 55, 251

Corea 32, 169, 291n1-n2
corporativas, ganancias 32, 50, 139, 253, 255
correlación serial 291n12. *Ver también* ímpetu
correo electrónico 193, 197
Courage to Be Rich, The (Orman) 84
crash del mercado de valores de 1907 140, 268
crash del mercado de valores de 1929 34, 67, 80, 83, 107, 117, 119, 122, 129, 143, 152-153, 178, 203, 268, 270; sociedades de inversiones posteriores al 66; noticias durante el 117-123; intentos de estabilización anteriores al 268-269
crash del mercado de valores de 1974 35, 217, 259
crash del mercado de valores de 1987 78, 92, 107, 178, 270; Francia y el 166-167; noticias durante el 123-130; exceso de confianza y 185-186; comunicaciones de boca en boca y 195-196
crash del mercado de valores de 1989 111
Crash del 29, El (Galbraith) 91
Craxi, Bettino 166
crimen organizado 74
crisis nacionales 110-111
cuentas de jubilación o de retiro individuales 67-68
curiosidad, valor 66
Cutler, David 112, 114

Chen, Zhiwu 282n12
Chevalier, Judith 215
Chicago Tribune 121
Chile 32
China 51, 256

Dabora, Emil 293n4
Daniel, Kenneth 294n19

Danko, William 84
• DAX, índice 31, 115
de boca en boca, comunicación de 116, 128, 135, 193-194, 272; modelos epidémicos aplicados a la 198-203; el procesamiento de la información y la 193-194; comunicación mediática *versus* 194-198
De Bondt, Werner 170, 220
De Forest, Lee 142
De Long, Brad 223
Death of Inflation, The (Bootle) 151
deflación 228
Dent, Harry S. 58
depresiones 37. *Ver también* Gran Depresión; recesiones
desaparición, tasa de 198-199, 201-202
descuentos, corredores de 71
Deutsch, Morton 190-191
día de la semana, efecto 224-225
Diamond, Peter 283n31
Dice, Charles Amos 142-143, 235
Dilbert (historieta) 151
diversificación 259; modificar el saber convencional acerca de la 275-277; aprender sobre la 239-242; de los planes de jubilación 261-263
dividendo-precio, relación 41-42, 248, 280n12, 281n8, 298-299n22-n31, 300n14-n1; exceso de volatilidad y 224-226, 231; cambios en los precios y 223-224
dividendos, valor actual de los 298-299n25; cálculo de 298n24; exceso de volatilidad y 225-231
Dodd, David 35-36
Dornbusch, Rudiger 119
Dow Jones, índice industrial 27, 50-51; mercado alcista de la década de 1920 y 143; mercado alcista de las décadas de 1950 y 1960 y 148-149; *crash* de 1929 y 117, 120, 122, 124, 129; *crash* de 1987 y 124, 129

expectativas de 82; los medios de difusión y 108-109, 111, 116-117, 120, 122, 124, 129; hitos del 148, 177; máximos anteriores superados por 17-20, 28, 32-36; interrupción de las transacciones y 269-270

Dow 36,000 (Glassman y Hassett) 239

Dow 40,000 (Elias) 82

Easterly, William 290n30

efecto invernadero 257

Eichengreen, Barry 302n18-n22

Eisenhower, Dwight 113, 288n7

electricidad 137

Elias, David 82

Elton, Edwin 300n13

Ellison, Glenn 215

Employee Benefits Research Institute 262

enero, efecto 224

EntreMed 288n10

envidía 89

epidemias 294-296n1-n19;

coexistencia de ideas conflictivas y 203-204; modelos de, aplicados a las comunicaciones de boca en boca 198-203

España 32

estanflación 155

eToys 216

Europa 75, 100, 284n40, 286-287n1

Evans, Owain 280-281n2

exceso de confianza. *Ver también* confianza

exceso de volatilidad 224, 230

expectativas, adaptables 94-95;

pruebas de la no disminución de las 86-88; reflexiones sobre 88-90

Exposición Panamericana 137, 139

extranjeras, divisas 270-271

extranjeros, caída de los rivales económicos 48, 51-52, 248, 252, 284n40

exuberancia irracional, definición 23; sistemas de retroalimentación y 102; inversores institucionales y 48; reacción pública al término 31-32; temor por 42
E*Trade.com 51

Fair, Ray 255

Fama, Eugene 212, 220, 296n1

Famous First Bubbles (Garber) 217-218

Feltus, William 111

Fidelity Investments 221

Filipinas 162

Financial News Network 60

Financial Times (Londres) 166

financieras, crisis 167-169

Fischer, Stanley 119, 281n3

Fischhof, Baruch 182

Fisher, Irving 143-144, 147, 235, 299-300n4

fondos mutuos 49, 75, 88, 283n27; crecimiento de los 66-68; aprendizaje sobre los 239-242

Foot, David K. 59

foráneos, resentimiento de los países 255-256

Forbes 217

Ford, Fundación 259, 301n7

Fordney-McCumber, arancel 119

Foreign Affairs 151

fortuna, rueda de la 177

Fortune 152

Francia 32, 56, 118, 166, 290n1

Frankel, Jeffrey 271

Freedman, Paul 286-287n1

French, Kenneth 220

Froot, Kenneth 223, 293n4

frugalidad 181-182

FT-SE 100, índice 31, 115

“FUDD” (miedo, inseguridad, duda, desesperación) (Cohen) 108

Fujimori, Alberto 165

fundaciones. *Ver* fondos de donación futuros, perpetuos 274

Galbraith, John Kenneth 91, 295n17
Gale, William 282n13
Gandhi, Rajiv 165
Garber, Peter 217-219
Gates, Bill 219
Geanakoplos, John 294n20, 302n15
generadores numéricos azarosos 96
Gerard, Harold 190-191
Gibson, George 212
Glassman, James 239-240
Goetzmann, William 236, 283n27, 300n10-n13
Goldman Sachs & Co. 108
Graham, Benjamin 35-36
Gran Depresión 35, 143, 159-161; valor actual de los dividendos y 228-229; ideología de la nueva era y 154; ley de arancelamiento Smoot-Hawley y 119
Grant, James 61
Granville, Joseph 116
Great Boom Ahead, The (Dent) 59
Great Depression of 1990, The (Batra) 107
Great Society, programa 148
Greenspan, Alan 31, 42-43, 134, 269
Greetham, Trevor 280-281n2
Griffin, John 293n4
Grinblatt, Mark 293n4
Grossman, Sanford 298n23
Gruber, Martin 300n13
Guaranty Survey 121
Guaranty Trust Company 121
guerra de Corea 110
guerra del Golfo Pérsico 59, 164

hábitos, formación de 95
Hang Seng, índice 31
Harvard Business Review 134
Hassett, Kevin 239-240
Hastie, Reid 179
Heaton, John 300n14
hedge funds 110, 230
Helwege, Jean 299n31
Heston, Steven 293n4

heurística de la representatividad 184-185
Hirshleifer, David 294n19, 295n5
Holland, John 286n22
Hong Kong 20, 31-32, 169
Hoover, Herbert 117, 120, 122
hormigas, experimentos con 200
Hsieh, Cheng-Ho 293n5
Huang, Ming 294n19
Huberman, Gur 288n10
Humphrey, George 146

Ibbotson Associates 280n8, 300n8n9
Ibbotson, Roger 300n13
IBM 195, 217, 241
ideas conflictivas 203-204
ímpetu 280n11. *Ver también* correlación serial
indexación 301n9
India 165
Índice de Precios al Consumidor (IPC) 33, 68-69, 85, 263, 266, 279n2
Índice de Precios al Productor (IPP) 279n2
Indonesia 32
inflación 32, 48, 283n28-n31; el mercado alcista de las décadas de 1950 y 1960 y la 145, 148; el mercado alcista de los años noventa y la 150-151; caída de la 68-70, 75, 284n40; planes de jubilación de beneficios definidos e 260-261; ideología de la nueva era e 154-156; perspectivas de la 50-51; en Perú 165; acciones *versus* bonos en períodos de 234; el valor verdadero desdibujado por la 85; las guerras y la 236
información 189-192
información de encuestas 97, 134; sobre elección de acciones particulares 206-207; sobre confianza 77-80; sobre el *crash* de

1987 123-126; sobre expectativas 86-90; sobre la buena vida 52; sobre inversores japoneses 272; sobre fondos mutuos 240-242; sobre percepciones de la retroalimentación y las burbujas 97; anclas cuantitativas e 176-177; sobre bienes raíces 284-285n3; sobre fuentes de atención 295n7; sobre acciones *versus* bonos 238; sobre UAL Corporation 111; sobre comunicaciones de boca en boca 193-194
información, cascadas de 192-193
información, procesamiento de la 193-194
Inglehart, Ronald 282n14
ingreso nacional per cápita 263, 266
interés, tasas de 236, 300n9; efectos de los aumentos en las 267-268; exceso de volatilidad en las 230; la inflación y las 68-70; nominal 69
interés, valor 66
International Data Corporation 198, 249
Internet 71, 75, 146, 202, 248-249, 252, 284n40; apuestas en 73; acciones; advenimiento de 49-51; dominio de los Estados Unidos sobre 255
“interruptores de circuitos” (en las Bolsas) 269
intrínsecas, burbujas 223
intuitivo/a, juicio u opinión 182-186
inversión, clubes de 92
inversiones a largo plazo 217, 239-242
inversiones, gestores de. *Ver* inversores institucionales
inversores astutos y bien informados 89, 113, 212, 213-215
inversores institucionales 27, 185-186, 196, 206, 214, 271-272, 280-281n2, 284, 285n5; los inversores particulares comparados con los

27; lista de correo de 288n18; desempeño por debajo de la media de los 214-215. *Ver también* analistas

inversores particulares. *Ver también* inversores institucionales

Iraí 164

irracional, exuberancia.

Ver exuberancia irracional

Italia 32, 166

Japón 15, 31-32, 51, 81, 163, 168, 272, 274; terremoto en 114-115; crisis financiera en 51, 267; pérdidas posibles en 155; tasa de nacimiento de posguerra en 56

Jegadeesh, Narasimhan 280n11

Jermann, Urban 303n32

Johnson, Eric 285n13

Johnson, Lyndon B. 38, 148

Jorion, Philippe 236-237

jubilación, planes 180, 259-263. *Ver también* beneficios definidos, planes de jubilación de; contribución definida, planes de jubilación de

Jueves Negro 120, 122, 143, 268

juicio intuitivo 182-186

justificación 180-181, 183

Kahneman, Daniel 177, 184

Karolyi, Andrew 293n4

Katona, George 295n7

Keloharju, Matti 293n4

Kennedy, John F. 38, 111, 147-148, 155

Keren, Gideon 293n8

Kindlberger, Charles 286-287n1

King, Robert 280n1

Kirman, Alan 200

Kleidon, Allan 298-299n25

Kobe, terremoto de 114-115

Kon-Ya, Fumiko 302n17

Kosovo 256

- Krugman, Paul 134
 Kuwait 164
 Kyoto, Convención de 256-257
- La Porta, Rafael 280n1
 Laderman, Jeffrey 282n16
Ladies' Home Journal 83
 Lambert, Richard 281n7
 Land, Edwin 219
 Lanen, W. 281n8
 Lange, Oscar 154
 Langer, E. J. 294n17
 Larker, D. 281n8
 Laster, David 299n31
 Lawrence, Joseph 212
 LeBaron, Blake 286n22
 Lee, In-Ho 295n6
 Lefevre, Edwin 141
 legislación antimonopolio 139, 254-255
 legislación de control de emisión y venta de valores 197
 Lehmann, Bruce 280n11
 Leland, Hayne 128
 LeRoy, Stephen 225
 Levine, Ross 280n1
 Ley de Haberes de Jubilación 67
 Ley de las Bolsas de valores de 1934 197
 Ley de los Títulos de 1933 197
 Ley de Rentas Internas de 1978 282n21
 Ley de Sociedades de Inversión 67
 Ley Seca 74
 Liang, J. Nellie 281n7, 299n31
 Lichtenstein, Sarah 182
 Lin, Hsiou-Wei 282n17
 Lo, Andrew 280n11
 logística, curva 198-199, 295n13
 Long Term Capital Management 230
 Loomes, Graham 285n12
 Lopez de Silanes, Florencio 280n1
 loterías 72-73
 Lotus Development Corporation 195
- Loughran, Tim 297n21
 Lucas, Deborah 300n14
 Lunes Negro 118
 Lynch, Peter 221, 297n17
- Maas, Anne 294n16
 Mackay, Charles 217
 Mackinlay, Craig 280n11
 MacNeil/Lehrer NewsHour 107
Macro Markets (Shiller) 274
 macroacciones 274, 303n30
 macromercados 273-275
 Maier, N. R. F. 207, 296n19
 Malasia 32
 Mandel, Michael 150
 Mandelbrot, Benoit 286n22
 manos fuertes, el tema de las 140, 146
 Marcos, Ferdinando 162
 Marsh, Terry 230, 299n26
 Martin, William McChesney 268
 Massachusetts Investors Trust 67
 máximo del mercado de valores de 1901 37, 222, 236; fin del 153-155; ideología de la nueva era y 139-142. *Ver también* mercado alcista
 máximo del mercado de valores de 1929 17, 36-39, 81, 212, 222-223, 228-229, 236. *Ver también* mercado alcista
 máximo del mercado de valores de 1966 38, 81, 149, 236. *Ver también* mercado alcista
 máximo del siglo XX. *Ver máximo del mercado de valores de 1901*
 máximo Kennedy-Johnson. *Ver máximo del mercado de valores de 1966*
 McDonald's 217
 McKinley, William 139
 McNichols, Maureen 282n17
 mecanismos de amplificación 77-101. *Ver también* atención; confianza, expectativas; sistemas de retroalimentación
- medios de difusión 105-131, 133, 203, 247, 250, 252-253, 284n40, 286-289n1-n24; cascadas de atención y 114-117; grandes cambios en las cotizaciones y ausencia de noticias 109-111; mercado alcista de la década de 1990 y 151; *crash* de 1929 y 117-122; *crash* de 1987 y 123-130; cultivo del debate en los 105-108; efecto de acontecimientos significativos a nivel mundial sobre los precios 109-111; epidemias y 201-203; información sobre la expansión de los negocios 49, 59-61; comunicación cara a cara *versus* 194-198; movimientos del mercado y 105-106; perspectivas del mercado y 108-109; ideología de la nueva era y 135; orígenes de 286-287n1; máximo de 1901 y 137-138; anclas psicológicas y 187; sobrecarga de récords y 109; burbujas especulativas y 130-131; seguir el rastro de las noticias y 111-112
- Mehra, Raj 299n1
 Mehta, Harshad ("Big Bull") 166
 Meksi, Aleksander 99
 Meltzer, Allan 119
 mercado alcista de la década de 1920 34-35, 37, 90-91; el valor actual de los dividendos y 226-227; aprender del 235; ideología de la nueva era y 130-145. *Ver también* máximos del mercado de valores
 mercado alcista de la década de 1990 35, 218, 222, 239; baja inflación y 68-69; ideología de la nueva era y 149-152. *Ver también* máximos del mercado de valores
 mercado alcista de las décadas de 1950 y 1960 35, 38, 222, 241; ideología de la nueva era y 145-149. *Ver también* máximos del mercado de valores
- mercados a la baja 170
 mercados eficientes 101, 113, 211-231, 233, 289-290n1-n31; argumentos que respaldan la teoría de los 212-213; definición 211; exceso de volatilidad y 226-231; valoración incorrecta de, *ver* valoración incorrecta; relación precio-beneficios en los 220-222
 merma, contracción 53, 151, 280-281n2
- Merrill, Lynch 27, 52
 Merton, Robert 230, 299n26
 México 32
 Microsoft 255, 281n4
 milenio, auge del 23, 32
 milenio. *Ver optimismo típico del cambio de siglo*
- Milgram, Stanley 191-192, 294-295n4
 Milgrom, Paul 294n20
 Miller, Merton 225
Millionaire Next Door, The (Stanley y Danko) 84-85, 181-182
- Mitchell, Mark L. 289n21
 Mitchell, Olivia 302n15
 Mitterrand, François 167
 Modigliani, Franco 69
 monetaria, ilusión 48, 68-70, 301n9
 monetaria, política 267-268
 monopolios 139
 Moody, John 142
 Moody's Investor Service 142
 morales, anclas 176, 178-182
 Morgan, J. P. 268
- NASDAQ 49, 69, 71, 296n12
 National Broadcasting Company 142
 National Network of Grantmakers 260
 nazismo 155, 190
 negocios: cambios culturales a favor del éxito en los 52-54; resentimiento hacia los 254-256

- Nelson, William 281n9
 Netter, Jeffrey 289n21
New Levels in the Stock Market (Dice) 142
New York Daily Tribune 138
New York Herald Tribune 235
New York Times 59, 84, 107, 110, 118-121, 144
Newsweek 145-146, 149
 Niederhoffer, Victor 110-112
 Nifty Fifty (Cincuenta sin igual) 217-219, 296n7
 Nikkei, índice 31, 81, 115, 272, 302n17
 Nisbett, Robert 296n19
No Fear of the Next Crash (Niquet) 84
 Noguchi, Yukio 302n17
 nominal, tipos de interés 69
 Nordhaus, William 301n5
 Northern Securities Company 139
 nueva era, ideología económica de la 28, 43, 133-156, 157, 252, 268-269, 289-290n1-n39; el mercado alcista de la década de 1920 y 130-145; el mercado alcista de las décadas de 1950 y 1960 y 145-149; el mercado alcista de la década de 1990 y 149-152; finales de 152-156, 167-169; crisis financieras y 167-169; en Francia 167; el máximo de 1901 y 136-140; en Perú 165; en Filipinas 162; creación de, en el mercado de valores 136; en Taiwán 163
9 Steps to Financial Freedom, The (Orman) 84

 Obstfeld, Maurice 223
 Odean, Terrance 93
 Okun, Arthur 155
 online, transacciones 71-72, 93, 249-250
Only Yesterday (Allen) 80, 140
 opciones de compra de acciones de incentivo 53-54

- optimismo: de los pronósticos de los analistas 61-63, 282n18, 284n40; el mercado alcista de la década de 1920 y el 140-145; el mercado alcista de los años noventa y el 151; el máximo de 1901 y el 136-140; típico del cambio de siglo 37, 136-138
 Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico 168.
 Orman, Suze 84

 PaineWebber/Gallup, encuestas 87
 Palmer, Richard 286n22
 parcialidad en los pronósticos 59-61
 parcialidad retrospectiva 183
 Parker, Richard 60
 patriotismo 52, 75, 272. *Ver también extranjeros, caída de los rivales económicos; triunfalismo*
 patrón oro 267, 299-300n4
 Pennington, Nancy 179
 pensamiento basado en los relatos:
 Ver relatos
 pensamiento mágico 183
 pequeña empresa, efecto 224
 per cápita, ingreso nacional 263, 266
 Pérez, Carlos Andrés 164-165
 perpetuos, futuros 274
 personajes públicos 108, 247-248
 personal, ingreso (per cápita) 32
 Perú 165
 peso mexicano, crisis del 168
 peso, crisis del 168
 Petersen, James 293n5
 petróleo, precio del 164
 Philips, curva de 89
 pico de Mehta 166
 pimienta, precios de la 286-287n1
 Pitz, Gordon 294n14
 planes 401(k) 49, 63-67, 89, 207, 261-263, 282n21, 301n10-n11
 planes 403(b) 64
 Plinio el Joven 286-287n1

- Polaroid Corporation 219
 Ponzi, Charles 98-100
 Ponzi, fraudes de 98-102, 286n30
 Ponzi, ocurrencia natural de fraudes de 77-102. *Ver también* sistemas de retroalimentación
 Porter, Richard 255
 Poterba, James 112, 114
 Pound, John 194, 206
 Prechter, Robert 124
 precio-beneficios, relaciones 35-43, 47, 83, 236-237; el *baby boom* y las 56-57; beneficios no afectados por 221-222; Internet y 49-51; rendimientos a largo plazo y 38-42; otros períodos de valores altos 37-38; en Filipinas 162; desempeño pobre y 219-220; anclas cuantitativas y 278; en Taiwán 163-164
 precios: falta de noticias en los días de grandes cambios en los 112-114; posteriores a eventos mundiales significativos 109-111; mayores bajas en los últimos quinquenios 161c; mayores alzas en los últimos quinquenios 160c; mayores alzas en los últimos períodos anuales 158c, 162-165; mayores bajas en los últimos períodos anuales 159c, 163; movimientos a largo plazo de los 165; pronóstico de cambios en los 292-293n13; anclas cuantitativas y 177-178; como rumbos casuales 211-213, 241; movimientos a corto plazo de los 270-271; fuentes de información para los 279n2; tendencias estadísticas a revertir los 169-171; noticias vinculadas con los más grandes cambios en los 161-167. *Ver también* relación precio-dividendos; mercados eficientes; sistemas de retroalimentación; relaciones precio-beneficios
 precipitantes, factores 47-75, 280-284n1-37. *Ver también* analistas, pronósticos optimistas de los; *baby boom*; factores culturales a favor del éxito en los negocios; impuesto a las ganancias de capital; planes de jubilación de contribución definida; caída de los rivales económicos extranjeros; aumento de las oportunidades de realizar apuestas por dinero; caída de la inflación; Internet; difusión mediática de la expansión de los negocios; ilusión monetaria; fondos mutuos; partido republicano; aumento del volumen de las transacciones
 Prescott, Edward 299n1
 presión de grupo 189-192
 presión económica elevada 154
 Pressman, Steven 286n29
 prima del riesgo de las acciones ordinarias 234
 Primera Guerra Mundial 36, 236
 Producto Interior Bruto (PIB) 32, 134, 222, 255
 Producto Nacional Bruto (PNB) 119
 profesionales, inversores. *Ver inversores institucionales*

 racionalidad de los mercados 175-176
 radio 137, 141-142, 146
 Raskob, John 285n9
 razonamiento, opciones basadas en el 180-181
 reacción exagerada (overreaction) 291n12
Reader's Guide to Periodical Literature 91, 283n39
 Reagan, Ronald 54, 125
 rebaño, comportamiento de 29, 175, 293-294n1-n17; teorías económicas de 192-193; experimentos sobre 189-192

recesiones 32, 35, 50, 62, 119, 153, 169, 221-222, 229. *Ver también* depresiones reclutamiento 200 recompra de acciones 54, 113, 220, 281n9, 299n31, 300-301n1 récords, sobrecarga de 109 recorridos al azar 211-213, 241 Red, la 49, 197, 202, 216, 255 Reed, David 119-120 reestructuración 151 Regev, Tomer 288n10 Regla 80B 269 Reino Unido 32, 56 relatos o noticias 82-83, 202-203; los mayores cambios en los precios y su relación con los 161-167; anclas morales y 179-180; sobre Polaroid 219 rendimientos a largo plazo 38-43, 234-235 republicano, partido 54, 75 Reserva Federal 25, 31, 40, 42, 62, 89, 143, 267-269, 281n7, 282n19 retroalimentación, sistemas de 93-97; confianza y 77, 81, 93-94; *crash* de 1987 y 125-126, 128-130; epidemias y 198; percepción de los inversores de los 96-97; exuberancia irracional y 102; medios de difusión y 112, 125-126, 128-130; ideología de la nueva era y 135; exceso de confianza y 184; fraudes de Ponzi como modelos de 98, 101 riesgo 49, 72-75; aprendizaje del 233-237; control del 275-277; la Seguridad Social y el 264-266 riqueza, impuesto a la 165 Ritter, Jay 220, 297n16-n21 *Road to Financial Freedom, The* (Schäfer) 84 *Roaring 2000s Investor, The* (Dent) 59 *Roaring 2000s, The* (Dent) 59 Rockefeller, John D. 268 Romer, Christina 290n35

Romer, David 281n3 Roosevelt, Theodore 139 Roper-Starch, encuesta 52 Ross, Stephen 300n10 Rostenkowski, Dan 127 Rouwenhorst, K. Geert 293n4 Rubinstein, Mark 128 Sabelhaus, John 282n13 Sala y Martin, Xavier 281n3 Salinas de Gortari, Carlos 168 Santos, Tano 294n19 *Saturday Evening Post* 154 Schäfer, Bodo 84 Segunda Guerra Mundial 35-36, 55-56, 113, 145, 153, 221, 236, 251, 284n40, 297n17 Seguridad Social 24, 56, 251, 258, 262, 264-266, 302n15-n16 seguro de cartera de valores 128-130 Sendero Luminoso 165 Shafir, Eldar 181, 186-187, 283n31 Sharpe, Steven 62, 281n7, 282n19, 299n31 Shefrin, Hersh 293n1 Sherman, ley antimonopolios 139 Shleifer, Andrei 184, 280n1, 293n1 Siegel, Jeremy 217-219, 234-235, 296n7 “Silly Putty Economy” (“economía tonta y fácil de manipular”) (Cohen) 108 Simonson, Itamar 181 Simpson, O. J. 90 sindicatos 53, 64, 144, 151, 254 Singapur 32 Singh, Manmohan 165 Sistema de Ejecución de Ordenes Pequeñas 71 sistemas de retroalimentación 93-97 Slovic, Paul 182 Smith, Edgar Lawrence 234-235 Smith, Vernon 286n22 Smoot, Reed 120 Smoot-Hawley, arancel 119-120

sobrevaloración. *Ver* valoración incorrecta socialismo 255 Standard & Poor's (S&P), Índice Combinado de 17-18, 33-34, 83, 236; el mercado alcista de la década de 1920 y 222; el mercado alcista de las décadas de 1950 y 1960 y 216; el mercado alcista de los años noventa y 217; caída desde 1929 hasta 1958 37; los medios de difusión y 110, 114 Standard & Poor's (S&P) 500, Índice 217 Stanley, Thomas 84 Statman, Meir 92^o Stein, Jeremy 294n19 Sterling, William 59 *Stock Market Crash - And After, The* (Fisher) 143, 299-300n4 *Stocks for the Long Run* (Siegel) 217 *Stocks Markets of London, Paris and New York, The* (Gibson) 212 Stoffman, Daniel 59 Stokey, Nancy 294n20 Strählberg, Dagmar 294n16 Subrahmanyam, Avanidhar 294n19 Suchanek, Gary 286n22 Sugden, Robert 285n12 suicidio 203, 295n17 Summers, Lawrence 112, 114, 271 Summers, Victoria 271 Survey Research Center de la Universidad de Michigan 86 S&P. *Ver* Standard and Poor's

Ta Chia Le (Alegria para todos) (juego de números) 163 Tailandia 169, 290-291n1 Taiwán 163-164, 169, 290-291n1 tasa de contagio o de infección 198-205 tasa de natalidad 55-56 tasas de valorización 237 Tayler, Paul 286n22 tecnología 135, 137, 141-142, 146, 150-151, 155, 163, 197-198, 201-202, 217, 219, 229, 237, 249, 251, 253, 255-256, 281n3, 296n12 teléfono 196-197, 201 televisión 49, 59-60, 68, 74, 84, 107, 146, 177, 194, 196, 250, 295n7 *Tesobono* 168 Test de Aptitud Universitaria (TAU) 215 Thaler, Richard 65-66, 72, 170, 220 Thorley, Steven 92 TIAA-CREF 66, 301n11 *Time* 116 tipos de cambio, crisis de los 167-168 Titman, Sheridan 280n11 Tobias, Andrew 301n7 Tobin, James 270-273 Tokai and Research Consulting Inc. 115 Toys “R” Us 216 transacciones al día 71 transacciones durante las veinticuatro horas 70-72 transacciones, coste de las 71. *Ver* también transacciones online; impuestos a las transacciones transacciones, impuestos a las 270-271 transacciones; expansión o estímulo de las 272-275; aumento del volumen de las 49, 71-72, 75, 251-252, 284n40; interrupción de las 269-272 transmisión, errores de 200 triunfalismo 51-52. *Ver también* patriotismo Tsutsui, Yoshiro 302n17 tulipanes, manía o moda de los 105, 152, 217-219, 287n2 Tversky, Amos 177, 181, 283n31

UAL Corporation 111, 112 Unión Soviética 51

United Airlines 111
United News 119-120
Universidad de Rochester 259
Universidad de Yale 143, 301n7
universitarias, fundaciones. *Ver*
fundaciones
us News and World Report 145
US Steel 118, 138
USA Today 155
USA Weekend 83

valor, inversión en 220
valoración incorrecta: ejemplos de
obvia 215-216; cuestionamiento de
ejemplos de 217-219; evidencia
estadística de 219-221
Van Strum, Kenneth 234
variaciones de la atención con
fundamento social 204-206
VEFA (compañía de inversiones
albanesa) 100
Venezuela 164
venta insensible al precio 126
ventas al descubierto 220, 270
videoconferencia, sistemas de 198,
201
Vietnam, guerra de 236
vigilancia 195
virus 201, 203
Vishny, Robert 184
viviendas, precio de las 28, 32, 85,
276, 279n1
volatilidad 71-72, 74, 92; epidemias
y 202; exceso de 224-231;
políticas hacia la 217-218; las
anclas cuantitativas y la 178

volumen de ventas 92-93
vórtice, efecto 166

Waite, Stephen 59
Wall Street Journal 88, 116, 118, 121,
129, 239
Wanniski, Jude 119
Warburg, Paul M. 144
Warr, Richard 283n30
Warther, Vincent 283n27
Watson, James 120
Weber, Steven 151
Weiss, Allan 274, 303n29-n30
Welch, Ivo 295n5
Williams, Arlington 286n22
Wilson, Timothy 296n19
Winfrey, Oprah 85
Womack, Kent 282n18
Woodford, Michael 286n22
World Wide Web 49, 197, 202, 216, 255
Wurgler, Jeffrey 280n1, 281n9, 296-
297n14

Xerox 217

yen 267
Y2K, virus 203

Zacks Investment Research 61
Zaret, David 286-287n1
Zeldes, Stephen 302n15
Zemsky, Peter 295n6
Zuckerman, Marvin 293n7

Exuberancia irracional,
de Robert J. Shiller,
ha sido compuesto en tipos
Baskerville Berthold, según
diseño de Enric Satué
y se terminó de imprimir
en Gráficas Muriel, en Madrid,
el 4 de septiembre de 2003