

EL SEGÜENT

Joaquim M.Perramon Ayza, maig 2007
jperramon@economistes.com

Introducció

De molts és coneguda la llegenda del cirabotes que comentava amb el seu client, el magnat John Rockefeller, els diners que guanyava amb la revalorització de la Borsa. Quan el magnat arribà al despatx amb les sabates llustroses, ordenà la venda de les seves accions tot pensant que si al cirabotes, que no sabia res d'economia, li anava bé, això era un senyal inequívoc que havien d'estar sobrevalorades I, així, segons la llegenda, Rockefeller salvà la seva fortuna del devastador Crack Borsari de 1929. El cirabotes perdé els estalvis i l'economia s'enfonsà.

Probablement Rockefeller devia ser una persona admirada socialment, per la qual cosa tenia una gran capacitat d'influir i arrossegar els demés. El cirabotes, reinterpretant la llegenda, va ser qui va activar en aquest cas el *tipping point*¹ o moment a partir del qual una cosa única (la venda d'accions en moments d'alça) esdevé comú (tothom ven i el mercat s'enfonsa en caiguda lliure).

El cirabotes, i en general els inversors que prenen decisions amb escassos coneixements sobre la matèria, *contagiats* per un estat d'opinió general, tenen més interès analític del que pugui semblar a primera vista, perquè possiblement siguin ells la causa de les *bombolles* especulatives que es formen en els mercats de valors. Això és el que desprèn de les investigacions de Daniel Kahneman, premi Nobel d'Economia de l'any 2002, el qual ha investigat el fenomen de l'inversor que ell qualifica d'optimista sense haver-li atribuït un nom concret. Per aquest motiu a mi em sembla que seria apropiat anomenar-lo inversor *següent*, tot considerant que el diccionari de l'Enciclopèdia Catalana defineix *següent* com el que segueix, o ve darrere d'un altre, que és la característica essencial del cirabotes, que segueix l'opinió d'altres en contraposició al magnat Rockefeller, que seguia el propi criteri. I per què *següent* i no *seguidor*? Doncs perquè el terme *següent* em sembla més apte per a emprar-lo com a sobrenom.

L'inversor tradicional

En la meva tesi doctoral, i amb efectes analítics i no enunciatius, vaig dividir els inversors en actius empresarials en dos grans grups que utilitzaven la informació per invertir de manera diferent. El primer grup correspon a inversors en borsa, els quals s'enfronten amb una realitat que no poden predir, i el segon grup a inversors en projectes d'inversió, que coneixen l'empresa confien en llurs gestors i inverteixen fent propis uns objectius empresarials a llarg termini amb cert fonament respecte a la seva predictibilitat².

¹ Veure Malcolm Gladwell, 2000.

² Joaquim Perramon, 2003.

El quadre següent reflecteix la motivació i les diferències d'un i un altre tipus d'inversor.

	Anàlisi de mercat	Anàlisi de projectes
Entorn	Borsa	Empreses (no existeix propiament mercat)
Forma jurídica	Compra d'accions cotitzades	Compra d'accions
Detall de l'anàlisi	Estandaritzat	Cas per cas
Valor del projecte	Valor determinat pel mercat (oferta i demanda)	Valor en funció d'una decisió inversora i gestió econòmica (<i>valor intrínsec</i>)
Base de la decisió de l'inversor	Cotització de les empreses (anàlisi de probabilitats) o previsió de la psicologia (especulació)	Confiança en els gestors i existència d'oportunitats de negoci representats en un pla d'empresa
Models teòrics	<i>Pricing models</i> (CAPM, APT,...) i Anàlisi tècnic (sèries històriques de cotitzacions)	Anàlisi fonamental, <i>Security Analysis</i> , Mètode Valor Afagit
Hipòtesis complementàries dels models	Hipòtesi del mercat eficient (informació implícita)	Hipòtesis del inversor eficient (informació explícita)
Horitzó temporal de la inversió	Sense horitzó o a curt termini	Llarg termini
Objectius	Maximitzar l'esperança de beneficis i minimitzar el risc	Obtenció de rendiment per la creació de valor afagit
Estratègia resultant	Diversificar la inversió en carteres amb la mateixa proporció que el mercat	Invertir en poques empreses, ben conegudes i en les que es confii en el gestor

Tanmateix, aquests dos models de comportament de l'inversor, interessants a molts efectes, semblen insuficients per explicar l'evolució erràtica de la Borsa. Ja J.M.Keynes afirmava que sobre el nivell de preus a la Borsa que *“ens regim pel dubte més que no pas per la convicció, per la por més que no per la previsió, per la memòria del passat immediat i no pel coneixement de l'esdevenidor”*. Per tant, *“ el nivell de preus no reflecteix el que l'inversor coneix sinó el que no coneix”*³.

Descriguem el problema: ¿què passa quan en una empresa o en el valor o acció que el representa incideixen ambdós inversors? Fem una ficció: imaginem que Colom surt cap a les Índies i que hi ha dos tipus d'inversors amb possibilitats d'invertir en l'empresa (aquest mateix nom era emprat a l'època); uns inverteixen considerant que es poden assumir els objectius proposats, és a dir, assolir les Índies, i uns altres, que admeten que l'empresa té possibilitats de reeixir, tiren una moneda; si surt cara aposten per l'empresa, i si surt creu no aposten. En aquest cas el resultat serà que l'empresa seguirà el seu curs i l'inversor jugador hi afegirà únicament un element aleatori que pot ser més o menys rellevant per a la consecució del projecte. Passarà el mateix que en una carrera de cavalls, on uns corren i altres aposten, i el que facin els que aposten no determina de cap manera el resultat de la carrera. A la inversa, sí: el resultat de la carrera altera les apostes.

³ J.M.Keynes (1938).

Generalitzant, cas d'incidir el dos tipus d'inversors descrits a la vegada sobre el preu d'una acció, el resultat seria que en el nivell de preus a la Borsa hi hauria una part aleatòria derivada del comportament de l'inversor-jugador, però també hi ha una altra part del nivell de preus que correspondria al valor intrínsec de l'empresa. Una altra qüestió és el pes del component aleatori i el pes del component intrínsec en el nivell de preus.

Observi's que sigui quin sigui el pes del component aleatori i el pes del component intrínsec, tant l'inversor-jugador com l'inversor empresarial són, cadascú a la seva manera, molt racionals; per tant hom podria esperar un mercat estable. L'inversor empresarial observa el valor intrínsec a llarg termini, i l'inversor-jugador és un matemàtic de l'atzar. Contràriament, si observem les oscil·lacions del mercat, fa la impressió que es generen unes tendències i opinions molt fluctuants.

Així, tot considerant les aportacions de Daniel Kahneman, segons les quals els inversors es deixen influir excessivament per les notícies que es difonen, però no per un coneixement en profunditat de la realitat de les empreses⁴, resulta interessant introduir una tercera tipologia d'inversor que és la de l'anomenat inversor *següent*.

L'inversor *següent*

Un inversor que actua confiant en excés en les notícies, en principi, cerca un coneixement. Per tant la diferència amb l'inversor en projectes empresarials rau bàsicament en el mètode, en la professionalitat. L'inversor professional investiga i el *següent* no; encara que rep informació i segueix un estat d'opinió, no la contrasta.

La comprensió del *següent* requereix situar el seu comportament dins de l'àmbit d'anàlisi dels processos de divulgació de les modes. Un exemple recent d'anàlisi que persegueix aquest propòsit és el treball de Malcom Gladwell publicat amb el títol *The Tipping Point*, si bé té un abast més ampli que el dels mercats financers.

Els processos de '*contagi*' informatiu en els mercats financers tenen uns aspectes específics. L'inversor *següent* assoleix uns criteris d'inversió basant-se en una informació amb escàs fonament i rigor que li arriba per *contagi*, per exemple el cirabotes de la llegenda de Rockefeller en el *crack* del 29, que fa allò que ha fet algú que considera una autoritat.

La segona especificat dels mercats financers és que no són pocs els interessats en l'escàs coneixement del *següent*. Imaginem (això ha passat) que un banquer diu davant d'un auditori de milers de persones a la Junta General, que vol fer un '*regal*' als accionistes, per la qual cosa ha considerat que el seu banc emetrà accions alliberades.

En principi si un banc emet accions alliberades, matemàticament, el valor de l'acció queda devaluat en la proporció que s'hagi fet l'emissió d'accions. Però això ningú li diu

⁴ *Expansión*. 13-11-2006. Entrevista al Nobel Daniel Kahneman (R.T. Lucas)

al banquer i no solament ningú no diu res, sinó que la premsa dona la bona notícia del regal que acaba de fer el banc als seus accionistes. Com a conseqüència de l'entusiasme que la notícia provoca, la Borsa no devalua el preu de les accions, tal i com seria d'esperar.

Conclusió pel *següent*: quin bon regal! Aviam qui li explica que allò no funciona, que es tracta d'una il·lusió que es pot esfumar. El cas és que el predomini d'aquests inversors pot marcar la tendència del mercat. Així Segons Daniel Kahneman, l'excés de confiança d'aquests inversors insuficientment informats és la causa de les bombolles financeres.

Seguidisme

Tanmateix pel conegut financer George Soros, el comportament *seguidista* no és necessàriament irracional i “*de la mateixa que certs animals tenen bones raons pe a integrar-se en manades també les tenen els inversors. Només en punts d'inflexió els seguidistes inconscients resulten malparats i si estan suficientment alerta és possible que sobrevisquin. De la mateixa manera, els inversors solitaris que vinculen les seves fortunes amb els principis fonamentals poden ser atropellats*”. (1998,p.83).

Igual que la resta d'inversors caracteritzats – el jugador i l'empresari- G.Soros també es basa en una hipòtesi fonamental segons la qual **els fets manen**.

L'estratègia inversora del *següent* és seguir el criteri d'algú en el que hom confia, però l'estratègia d'aquells professionals que admeten el predomini d'aquesta mena d'inversors ,segons G.Soros, és identificar mitjançant l'associació a determinades pautes conegudes el moviment del conjunt i intentar obtenir beneficis d'aquest coneixement avançant-se als esdeveniments.

Aquesta metodologia s'anomena anàlisi tècnica i solament s'ocupa de cercar determinades pautes en les gràfiques de les sèries històriques de cotització de les accions sense cap altre consideració del que motiva o deixa de motivar als inversors.

G.Soros porta l'estratègia inversora una mica més enllà i intenta entendre quines repercussions tindran aquestes tendències a la Borsa i portar a terme accions que el puguin beneficiar. Per exemple, ell considera la bombolla tecnològica dels 90 o qualsevol bombolla un cop punxa no queden les coses tal com estaven sinó alguna cosa s'ha guanyat en conjunt.

En expressió de G.Soros (1998, p.66) “*veient el prestigi que s'atorga als economistes moderns especialment en la política i els mercats financers demostra que els alquimistes medievals (que lluitaren per convertir metall en or) es van equivocar d'objecte*.”

Alquímia financera

Per G.Soros l'explicació de l'alquímia financera rau “*en que el nostre pensament influeix activament en els fets en que participem i sobre els quals pensem*” (1998 p.36), per tant el *seguidisme* pot influir en la realitat. Aquesta possible influència és el que G.Soros cerca per a establir la seva estratègia financera.

Sigui per la raó exposada per G.Soros o no, fa temps se sap que l'acció col·lectiva pot crear riquesa. J.M. Keynes va mostrar els efectes multiplicadors de determinades accions econòmiques tal com un augment de la demanda. L'optimisme col·lectiu-fonamentat o no- pot generar riquesa per un efecte multiplicador.

Tanmateix després de J.M.Keynes el debat es va centrar sobre aspectes tècnics de les variables econòmiques i no sobre la influència de l'estat d'ànim o dels "*animal sperits*", com deia J.M.Keynes

En general la cooperació col·lectiva és més eficient que l'acció individual i cada cop se li dona més importància no solament en el creixement econòmic sinó en la l'evolució de l'espècie humana. Tanmateix, es molt difícil organitzar la cooperació col·lectiva a partir de subjectes egoistes per naturalesa. Els gurus i els alquimistes financers tenen aquesta habilitat dins del marc borsari

Tanmateix la il·lusió pot ser positiva però també pot ser la causa de *craks* borsaris i crisi econòmica. Al mateix G.Soros li fa por l'especulació a gran escala actualment possible en un mon globalitzat.

Tres tipologies d'inversors

Com a síntesi, amb la consideració del *seguidisme* amplièm el quadre on caracteritzem els diferents tipus d'inversor:

	Anàlisi de mercat	Anàlisi de projectes	Anàlisi de pautes
Entorn	Borsa	Empreses (no existeix propiament mercat)	Borsa
Forma jurídica	Compra d'accions cottitzades	Compra d'accions	Compra d'accions cottitzades
Detall de l'anàlisi	Estandaritzat	Cas por cas	Cas per cas i cistelles
Valor del projecte	Valor determinat pel mercat (oferta i demanda)	Valor en funció d'una decisió inversora i gestió econòmica (<i>valor intrínsec</i>)	Valor segons expectatives
Base de la decisió de l'inversor	Cotització de les empreses (anàlisi de probabilitats) o previsió de la psicologia (especulació)	Confiança en els gestors i existència d'oportunitats de negoci representades en un pla d'empresa	Intuïció / Confiança en "experts, gúrus,.../ seguiment de pautas
Models teòrics	<i>Pricing models</i> (CAPM, APT,...)	Anàlisi fonamental, <i>Security Analysis</i> , Mètode Valor Afegit	Models sociològics i psicològics (L'inversor optimista de Kahneman,...)
Autors	<i>Sharpe, Modigliani,...</i>	Keynes, Graham, Buffet	Kahneman, Soros
Hipòtesis complementàries dels models	Hipòtesi del mercado eficient (informació implícita)	Hipòtesi de l'inversor eficient (informació explícita)	Hipòtesi de que els fets manen (informació pròpia o reflexiva)
Horitzó temporal de la inversió	Sense horitzó o a curt termini	Llarg termini	Sense horitzó o a curt termini
Objectius	Maximitzar l'esperança de beneficis i minimitzar el risc	Obtenció de rendiment per la creació de valor afegit	Valor d'anticipar la psicologia i valor per creació de beneficis induïts
Estratègia resultant	Diversificar la inversió en carteres amb la mateixa proporció que el mercat	Invertir en poques empreses, ben conegudes i en les que es confii en el gestor	- Seguir la corrent del mercat - Anàlisi tècnica sense més connexions teòriques. - Anàlisis del benefici induït per la corrent(Soros)

BIBLIOGRAFIA

Gladwell, Malcom (2000). *The Tipping Point*. Ed. Little Brown, 2000

Kahneman, Daniel (2006). Entrevista publicada al diari econòmic Expansión (13-11-2006) realitzada per R.T.Lucas.

Kahneman, Daniel (2002). Maps of bounded rationality: a perspective on intuitive judgment and choice. Prize lecture, december 8, 2002. Princeton University, Department of Psychology, Princeton, N.J. 08544 USA

Keynes, John Maynard (1938), “*Speech to the Annual Meeting of the National Mutual*”, (20 de febrer). *The collected writings*, Vol XII, p.238. UK.

Perramon Ayza, Joaquim M. (2003). El mètode del valor afegit per a l'avaluació de projectes d'inversió. Tesi doctoral dirigida per Dídac Ramírez i Sarrió. Departament de Matemàtica, Facultat de Ciències Econòmiques, Universitat de Barcelona.

Soros, George (1998). La crisis del capitalismo global. Editorial Debate, Madrid 1999