Economía

SHILLER, R. (2015) *Exuberancia irracional*, Bilbao, Deusto, 538 pp.

R. SHILLER, autor del libro, premio Nobel de Economía en 2013, es profesor de la Universidad de Yale, y también tiene importantes actividades en la empresa privada: así, trabaja o asesora a Standard & Poor's, la Bolsa Mercantil de Chicago y el Barclays Bank, entre otras. Se trata por lo tanto de un destacado "teórico" pero también de una persona muy ligada a la realidad. Entre sus obras, destaca el título *Animal Spirits*, escrito en colaboración con G. Akerlof. En cuanto a su especialidad, hay que subrayar que además de economista, ha tenido un gran interés por la psicología, que incluso práctica profesionalmente y que le ha llevado a destacar como uno de los principales representantes de la escuela de pensamiento de psicología económica.

El libro que reseñamos tiene un contenido de gran actualidad: las burbujas económicas o financieras. En la contraportada del libro se refieren a la orientación del texto:

Exuberancia irracional se ha convertido en un clásico contemporáneo para analizar las tendencias más peligrosas de los mercados financieros y los indicadores de burbujas y crisis en ciernes... Quince años después de su primera edición, Robert Shiller actualiza los postulados que planteó entonces y demuestra que sus criterios de análisis siguen siendo totalmente válidos en la actualidad. Y no sólo eso, sino que los mercados, especialmente el inmobiliario y el de valores, muestran de nuevo síntomas de esa exuberancia irracional que tan a menudo termina en una crisis económica... diagnostica las causas de las burbujas de activos y recomienda cambios urgentes en las políticas económicas y financieras para

disminuir la probabilidad de que se repitan o, por lo menos, su gravedad...

La obra contiene un párrafo de Manuel Conthe, expresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, además de varios prefacios a las distintas ediciones. En el correspondiente a esta tercera edición (actualizada y ampliada) afirma que existen pruebas que demuestran que las burbujas se han venido precipitando desde las crisis; también es interesante observar su discrepancia con Fama, también premio Nobel, que ha mantenido que no existen burbujas especulativas. En otro párrafo alude a la expresión "espíritus animales" que rescató de Keynes y que ha dado lugar a la teoría de que el mundo económico sufre, en parte, inestabilidades psicológicas esenciales; como hemos indicado esta idea forma parte esencial de los planteamientos de Shiller.

Vamos a dar un vistazo a los contenidos de los diferentes capítulos.

En el capítulo 1 "El mercado de valores desde una perspectiva histórica" hace un recorrido histórico, sobre todo a lo largo del siglo XX de las burbujas que se han producido en los mercados de valores; utiliza especialmente un índice que en la literatura española se conoce como el PER. Se refiere a los "booms" de 1920, de 1929 (de gran trascendencia, como es sabido), de 1966 y, sobre todo, de lo que llama el "boom" del milenio, de 2000, que considera un acontecimiento único en la historia económica. Por supuesto, alude a la crisis actual aunque el objetivo de este capítulo y los siguientes es el análisis de las causas determinantes de los movimientos de los mercados en general.

El capítulo 2 "El mercado de bonos desde una perspectiva histórica", que es una novedad de esta edición, tiene un contenido equivalente al del capítulo 1, referido a los mercados de renta fija. En primer lugar, recuerda la teoría de que los bajos tipos de interés deberían conducir a un incremento de las cotizaciones de las acciones, valores que serían más atractivos que los bonos; sin embargo, el autor ha comprobado que en un largo periodo, de ciento cincuenta años, no se observa esta relación. Tampoco ha observado que exista una relación clara entre el rendimiento de los bonos y la información sobre la tasa futura de inflación, lo que le lleva a insistir en que existe un elemento especulativo en el precio de los bonos. La previsión de un incremento de los tipos de interés reales y, por consiguiente, un aumento de los precios de los bonos es para el autor un motivo de preocupación.

En el capítulo 3 "El mercado inmobiliario desde una perspectiva histórica" hace de nuevo un análisis de mercado, en este caso del inmobiliario. En el estudio de los precios de la vivienda durante ese largo periodo de ciento cincuenta años llega a la conclusión de que sus incrementos no han ido "desbocados", hasta el punto de que no llega a aclarar si la inversión inmobiliaria ha sido más rentable que la de las acciones. Sin embargo, los precios de las viviendas no parece que hayan estado determinados solamente por los costes, la demografía y los tipos de interés; sus datos muestran que ha habido un componente especulativo desde 1998, creando unos riesgos que no fueron considerados por los prestamistas hipotecarios; por ejemplo, las expresiones "exuberancia irracional", "boom" o "burbuja" con relación a este mercado no aparece en la literatura económica hasta 1987.

En los capítulos siguientes, el autor se detiene en la investigación sobre las causas de estas burbujas. En primer lugar, examina los llamados factores estructurales.

El capítulo 4 que se titula "Factores desencadenantes: Internet, la explosión capitalista y otros acontecimientos", enumera los factores que pueden desencadenar una burbuja. Esta enumeración aparece en los mismos subtítulos de este capítulo: "La llegada de internet en un momento de crecimiento sólido de los beneficios", "El triunfalismo y el declive de los rivales económicos extranjeros", "Cambios culturales y políticos que favorecerían el éxito empresarial", "Un congreso republicano y los recortes fiscales en las ganancias de capital", "El baby boom y sus efectos sobre los mercados", "La expansión de las noticias de economía en los medios de comunicación", "Las previsiones cada vez más optimistas de los analistas", "La expansión de los planes de pensiones de contribución definida", "El crecimiento de los fondos de inversión en renta variable", "La caída de la inflación y los efectos de la ilusión monetaria", "Expansión del volumen comercial...", "El aumento de las oportunidades de juego", "La sociedad propietaria", "Política monetaria de apoyo", "Del miedo a la depresión a la <nueva normalidad>", "Una política monetaria y relajación cuantitativa extremadamente sueltas", "Preocupación por el fin de la vida profesional", "Desigualdad creciente" y "El ascenso de los nacionalismos y la agitación bélica". Este largo capítulo termina con la afirmación de que exclusivamente estos factores no pueden explicar los cambios de los mercados. Por otra parte, debemos tener en cuenta que el autor se refiere en gran medida a Estados Unidos.

"Mecanismos de amplificación: Esquemas de Ponzi que ocurren de manera natural" es el título del capítulo 5. Trata de los cambios en la confianza del inversor, insistiendo que la repetición de ciertas informaciones pueden llevar al convencimiento de un aumento indefinido de las ganancias de capital, lo cual más tarde llevará a un derrumbe de esas expectativas; utiliza la expresión inglesa "feedback" para explicar este comportamiento que según el autor no corresponde a un proceso aleatorio, su punto de vista es que podría explicarse por la "teoría del caos". Tiene en cuenta también los casos de fraude y manipulación. Determina también un "feedback" cruzado entre el mercado de valores y el mercado inmobiliario, terminando el capítulo con la observación de que los precios pasados operan sobre los comportamientos, pero éstos están también condicionados por cambios auxiliares de tipo cultural.

Los capítulos siguientes tratan los aspectos culturales; comienza con "La prensa" (capítulo 6). Las conclusiones no son terminantes: afirma que la prensa desempeña un papel importante tanto sobre los movimientos de mercado como a su instigación; sin embargo, sus estudios sobre el crac de 1929 y el de 1987 no muestran una gran influencia de los medios. Al final del capítulo aparece la siguiente frase:

Los medios desempeñan un papel activo en la configuración de la atención pública y en las categorías de pensamiento, y crean el entorno en el que se desarrollan los acontecimientos del mercado especulativo... (pág. 254).

El capítulo 7: "El pensamiento económico de la nueva era", está dedicado a las percepciones optimista de la gente sobre el futuro; lo que denomina la "nueva era".

Este optimismo aparece según Shiller en 1901, la década de los veinte, los años cincuenta y sesenta, durante los noventa y a lo largo del "boom" inmobiliario. Su conclusión es que al final de las nuevas eras es difícil captar la atención del público con mensajes optimistas, ya que el público es receptivo a dichos mensajes unas veces sí y otras no.

En el capítulo 8 "Nuevas eras y burbujas en el mundo" contiene una frase poco optimista:

La posibilidad de que ocurran grandes burbujas especulativas, ahora y en el futuro, no puede ser ignorada (pág. 322).

Hay una tercera parte sobre "Factores psicológicos". Contiene dos capítulos.

El primero, el número 9, está dedicado a "Anclajes psicológicos para el mercado". Distingue los anclajes cuantitativos de los morales. Los primeros explican por qué los fondos de inversión que cotizan en bolsa se comportan como acciones, no respondiendo al valor de los activos subyacentes. Sobre los segundos alude a los motivos para conservar acciones en función de las señas de identidad como gente responsable. Concluye que las burbujas especulativas están relacionadas fundamentalmente con el exceso de confianza en los criterios propios.

El capítulo 10 "Comportamiento de rebaño y epidemias" remite a ciertos estudios en los que aparece que las personas están dispuestas a creer lo que afirma la mayoría; también subraya que los hechos que se pueden transmitir a través de conversaciones informales son los que pueden dar lugar al contagio de ideas. Al final aparece la siguiente frase:

Ha intentado resolver el rompecabezas esencial de la actual situación de los mercados: que vemos nuevas valoraciones altas pero no podemos detectar una causa de estas valoraciones que esté asociada con un pensamiento público racional (pág. 370).

Esta frase puede sorprender al lector europeo; recordemos que el autor se refiere sobre todo a la economía de USA.

En la parte cuarta "Intentos de racionalizar la exuberancia" se incluyen otros dos capítulos.

El capítulo 11 "Mercados eficientes, paseos aleatorios y burbujas" incluye la teoría defendida insistentemente por Shiller. Expone en primer lugar la teoría de los mercados eficientes: los precios de los activos financieros recogen exactamente toda la información disponible; según esta teoría los precios describen paseos aleatorios; de acuerdo con la misma, los inversores profesionales no son capaces de superar al mercado; dicha teoría fue defendida por el premio Nobel Eugenio Fama. Sin embargo, el autor demuestra que en determinados casos los profesionales han conseguido resultados positivos y en otros se ha visto que los precios no eran correctos según la información conocida; igualmente los llamados "Smart money" han buscado y encontrado activos con un precio equivocado; otra información en contra de la teoría de los mercados eficientes es que el incremento de beneficios y los aumentos de precios de algunas compañías no siempre se corresponden. Al final del capítulo, indica que los defensores de los mercados eficientes, admiten que no siempre lo han sido, pero que empiezan a ser eficientes "¡justo ahora"; como vemos se trata de una opinión demoledora.

En el capítulo 12 "Aprendizaje y <desaprendizaje> de los inversores" afirma que la superioridad de las acciones respecto de los bonos no es ningún hecho; en otro sentido, escribe que los fondos de inversión tienen sus limitaciones. Tiene una frase muy expresiva:

La sensación de que pronto todos estamos aprendiendo cosas importantes y que hemos alcanzado una nueva iluminación ha aparecido tantas veces en la historia que puede considerarse un componente predecible de la exuberancia irracional (pag. 422).

La última parte, con un solo capítulo, es una "Llamada a la acción".

Dicho capítulo, el 13, tiene un título muy significativo sobre la ideología del autor: "Volatilidad especulativa en una sociedad libre". Al principio, critica duramente la teoría de los mercados eficientes, la cual considera una "locura" que probablemente contribuyó a la sobrevaloración reciente de los activos. En otro sentido, piensa que una burbuja especulativa es un proceso lento sobre el que una política monetaria gradual no puede tener efectos previsibles; de aquí, que las políticas monetarias recientes (se refiere al año 2014) pueden llevar a una sobrevaloración peligrosa. Aporta varios consejos: "Los líderes de opinión deberían ofrecer opiniones estabilizadoras", "Las instituciones deberían alentar un comercio constructivo", "Debería ayudarse al público a cubrir los riesgos", "La política que aborda los planes de pensiones y de jubilación debería ser realista con respecto a las burbujas"; en el apartado final, se opone a un excesivo intervencionismo estatal y concluye con la siguiente frase:

La mayor parte del impulso de nuestras políticas nacionales para hacer frente a las burbujas especulativas debería adoptar la

forma de facilitar un mayor comercio libre, así como mayores oportunidades para que la gente tome posiciones en más mercados y más libres... (pp. 447 y 448).

Se deduce de estas páginas que el autor defiende un liberalismo con ciertos matices y que no lleve a una eliminación de los controles razonables; no se trata ciertamente de ningún revolucionario. Quizás, su aportación más importante es que la confianza en unos mercados eficientes y una reducción de las normas y los controles puede llevar a estas burbujas; también, su análisis de los factores y procesos de esos

“booms” es un planteamiento que no se puede olvidar a partir de su obra.

Se incluye en esta edición su Discurso de aceptación del premio Nobel que subtitula: “Los precios de los activos especulativos”.

En resumen, un estudio indispensable para conocer los comportamientos de los mercados financieros y, por lo tanto, de los fenómenos que se han observado durante la crisis actual.

[Adolfo RODERO FRANGANILLO]