

## ¿CUÁNTO TARDARÁN EN RECUPERARSE LAS BOLSAS MUNDIALES?

Guillermo de la Dehesa, Presidente del CEPR, Centre for Economic Policy Research

Por las razones que sean, la memoria de los inversores tiende a ser bastante corta, unas veces porque la codicia triunfa sobre la aversión al riesgo, otras porque se espera que la historia no se repita, el hecho es que, gracias a su corta memoria, vuelven a invertir allí donde habían jurado no hacerlo nunca más, lo que, sin duda favorece la recuperación cíclica de los precios de los activos financieros y ayuda al crecimiento económico. A pesar de sus virtudes, esta falta de memoria, la mayor parte de las veces, hace que, invariablemente, la historia se repita por el mero hecho de que es cuando se olvida el pasado, cuando este tiene más probabilidades de repetirse. Esto es lo que ha ocurrido entre 1995 y 2000, años en los que los inversores se olvidaron de que todo lo que sube de precio tiende a caer al cabo de cierto tiempo y que todo aquello cuyo precio se dispara tiende a caer después precipitadamente; de que los ciclos económicos nunca dejaran de existir y de que las leyes económicas, aunque no son tan inalterables como las leyes físicas del universo, es difícil que cambien de un día para otro.

Un ejemplo claro de esta falta de memoria, o más bien, de racionalidad es que, a principios del año 2000, el valor de muchas de las empresas cotizadas en las principales bolsas del mundo, descontaba un aumento de sus beneficios futuros por acción de un 15% anual durante los próximos 15 años. Los inversores se habían olvidado de que la tasa de crecimiento de los beneficios de las empresas no puede nunca superar, a largo plazo, la tasa de crecimiento del PIB. Pueden crecer, eso sí, durante unos años más rápido que el PIB, pero no por muchos años. Se habían olvidado de que, por definición, la rentabilidad de las acciones tiende a ser mayor, pero mucho más volátil, que la de los bonos del Estado, por la sencilla razón de que estas representan un activo sobre empresas privadas, que lógicamente, tienen un riesgo mucho mayor que el de los bonos de los Estados, ya que estos últimos pueden recaudar recursos financieros de forma coercitiva para pagarlos y que, además, son una deuda subordinada, en último lugar, al pago de las demás deudas de la empresa. Por todo ello, no parecía lógico que la prima de riesgo de las acciones sobre los bonos estatales pudiese ser durante mucho tiempo del 7%, cuando la media histórica había sido del 3%. Finalmente, se habían olvidado de que, desde 1872 hasta 2000, los PER, es decir, el precio de la acción dividido por los beneficios por acción, han alcanzado una media histórica de 16 veces, y que en Marzo de 2000 se encontraban en 48 veces.

Al plantearse la pregunta de cuanto puede durar la actual debilidad del precio de las acciones o, lo que es lo mismo, cuanto puede durar la "resaca" de una de las mayores burbujas financieras de la historia de la humanidad, hay que volver a recurrir a la memoria histórica. Esta nos indica que existen tres tipos de situaciones de caída de los mercados bursátiles. El cíclico, que es el más normal y que está muy relacionado con la política monetaria, el derivado de acontecimientos exógenos, es decir de guerras, de crisis energéticas o de crisis financieras y el estructural, que es el que viene precedido de una gran burbuja financiera o bursátil.

El mercado bajista cíclico es la consecuencia natural de los llamados ciclos de los negocios. La actividad económica tiende a generar ciclos de crecimiento en los que tras años de un fuerte crecimiento de la demanda, empiezan a darse límites a la capacidad productiva instalada y empiezan a subir los precios y a producirse tensiones inflacionistas. Los bancos centrales o autoridades monetarias aumentan los tipos de interés para controlar dichas tensiones, con lo que se aumenta el coste del capital al tiempo que se reducen las expectativas de crecimiento. Los precios de las acciones caen para ajustarse a las menores expectativas de crecimiento de los beneficios futuros. Una vez que la inflación se ha controlado y la capacidad instalada es suficiente para atender la demanda prevista, empiezan los bancos centrales a reducir los tipos de interés y empiezan a aumentar el precio de las acciones al aumentar el valor presente de los mayores futuros beneficios esperados. La duración histórica media de este tipo de mercados bajistas cíclicos es de 28 meses, la mediana de 19 meses y la desviación estándar de 21 meses.

El mercado bajista producido por acontecimientos exógenos, desde las guerras napoleónicas hasta la guerra del Golfo o la crisis del "hedge fund" LTCM, pasando por la crisis energética de 1973 o la bursátil de 1987, provocada en parte por la contratación programada, tiende, en general, a tener una duración más corta, ya que en muchos casos, no existe, en ese momento, ningún problema de inflación o de crecimiento y los precios de las acciones no se consideran excesivos. Su duración histórica media es de 8 meses, la mediana es de 4 meses y la desviación estándar es de 10 meses. Ahora bien, existen casos, como el de la crisis del petróleo de 1973, en los que dicho mercado se transforma en un tipo cíclico o incluso estructural. Como el aumento de los precios del petróleo tiene un doble efecto sobre la economía, por un lado, aumenta la inflación y, por otro, reduce el crecimiento ya que es sinónimo a un aumento de los impuestos sobre los consumidores, que les reduce su capacidad adquisitiva, la reacción natural de los bancos centrales, como así fue en 1974, es la de subir los tipos de interés, con lo que se alarga la duración del mercado bajista. Lo contrario ocurrió después de la suspensión de pagos de Rusia tras el contagio de la crisis asiática, en la que la caída de los mercados bursátiles y las fuertes depreciaciones monetarias que siguieron provocaron una expansión monetaria global en un momento en que la demanda interna de muchos países era muy fuerte, lo que dio, posteriormente paso a la burbuja.

El tipo de mercado a la baja estructural es siempre la consecuencia de una burbuja financiera o de una excesiva sobre valoración bursátil previas. La caída media en este tipo de situaciones es del 55% frente a un 26% de las caídas en los mercados bajistas cíclicos. La recuperación de dichas situaciones es siempre más lenta ya que depende de cómo se ajustan los fuertes desequilibrios en los balances financieros de las familias y empresas que produce y mucho menos de la expansión monetaria de los bancos centrales que intentan evitar que acaben en una fuerte recesión. Los problemas subyacentes son estructurales y no cíclicos, ya que en todos los casos se ha producido una mala asignación masiva de recursos que necesita mucho tiempo en reasignarse. Algunos de ellos no vuelven a recuperar los precios iniciales en un siglo, como ocurrió en Inglaterra en la burbuja de 1825, que trajo consigo una caída del 70% en los dos años posteriores y aunque se dio una recuperación posterior el precio máximo de la burbuja no se superó durante más de 100 años. En EEUU, los cinco casos de mercados bajistas estructurales, anteriores al actual, tuvieron una duración media de 46 meses, una mediana de 43 y una desviación estándar de 24. La crisis bursátil de Septiembre de 1929 duró sólo 33 meses, pero la de Febrero de 1937 duró 62 meses. En otros países, la recuperación de los precios bursátiles ha durado diez años.

Es muy importante resaltar que este tipo de caídas de precios de las acciones, aunque finalmente se recuperan en términos nominales, no ocurre lo mismo si se mide su recuperación en términos reales, es decir, deducida la tasa de inflación. Por ejemplo, entre 1925 y 1980, el mercado de acciones español no tuvo ninguna mejora en términos reales, tampoco la tuvo el mercado italiano, entre 1905 y 1980, o el francés, entre 1929 y 1980.

Las principales características de estas caídas estructurales son, en primer lugar, que no son el resultado de un aumento de los tipos de interés, muchos de ellos han tenido lugar con tipos e inflación bajas, de ahí que la recuperación no dependa tanto del precio del dinero como de la demanda de dinero y de su disponibilidad. En segundo lugar, se mantienen hasta que los retornos futuros del capital aumentan lo suficiente para incentivar la inversión. Para ello tiene que desaparecer el exceso de capacidad instalada, lo que suele tardar mucho más que una caída de los tipos de interés. Otro factor común en las caídas estructurales es un choque de precios, ya sea inflacionista o deflacionista, aunque la mayor parte de las veces es de esta última característica. Las fuerzas deflacionistas suelen ser para las empresas el subproducto de haber vivido en una situación previa de caídas en el coste del capital y del sobre inversión. También son el resultado de haber sido precedidas de una creencia en que se estaba entrando en una "nueva era" de crecimiento sin inflación, como consecuencia de nuevos descubrimientos tecnológicos o de fuertes aumentos de la productividad, como ocurrió en Inglaterra en 1845, en EEUU en 1924 y en 1996 o en Japón en 1989. La equivocación está en que los crecimientos de la productividad, en mercados que son competitivos, se traducen en ganancias para los consumidores y no en aumentos de la rentabilidad del capital. Por último, siempre están precedidas de un período de fuerte crecimiento de la actividad económica y de los beneficios que los inversores tienden, erróneamente a extrapolar a todas las acciones, cuando sólo unas pocas son las que realmente ha producido la burbuja. Dicha extrapolación hace que se incurra en un proceso de sobre inversión ante la expectativa de que los retornos del capital van a seguir creciendo. Para llevar a cabo ese proceso de inversión aumenta fuertemente el apalancamiento con deuda de las empresas y las familias, lo que hace que el proceso posterior de ajuste sea mucho más traumático. Al final, la realidad se impone y la situación se revierte. De ahí que la caída de los beneficios en EEUU y en Europa haya sido, en estos tres últimos años, la mayor desde la Gran Depresión ya que, al final, la tasa de beneficios tiene necesariamente que acomodarse a la tasa de crecimiento del PIB. La prueba palpable de esta ley económica es que la participación de los beneficios en el conjunto del PIB tiende a ser constante a largo plazo en todos los países.

Nos encontramos, por lo tanto, en una situación bursátil bajista estructural de la que no va existe una salida rápida hasta que no se reabsorba la sobre inversión, no se reduzca el endeudamiento y empiece a aumentar a rentabilidad del capital. Es indudable que este proceso va a durar varios años. Existen, sin embargo, algunas diferencias con anteriores caídas estructurales que impiden ser muy pesimistas. La primera es que el sistema bancario se ha mantenido sólido y solvente, al revés de lo ocurrido en los países europeos en los años posteriores a las crisis del petróleo de los años setenta o en la burbuja japonesa de principios de los años noventa. La segunda es que el comercio internacional no se ha resentido como ocurrió con la ley Hawley-Smoot en 1930. La entrada de China y Taiwán en la OMC ha sido una importante ayuda. La tercera es que no se ha sufrido ningún choque de precios, ni inflacionista, como en los años setenta, ni deflacionista como en los años treinta. Los riesgos actuales son

claramente deflacionistas pero controlables, ya que afectan solamente a las manufacturas, pero son compensados por la mayor inflación en los servicios.