

La crisis bursátil

Carlos Arenillas y David Vegara

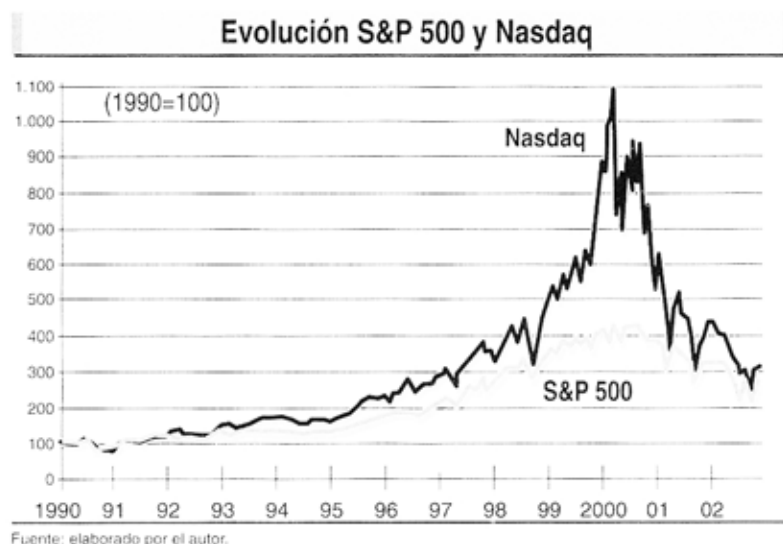
¿Fue la subida bursátil de los años noventa consecuencia de un comportamiento irracional de los inversores? Identificar una burbuja financiera no es fácil, pero desde finales de 1998 las cotizaciones experimentaron alzas sin justificación que favorecieron comportamientos irregulares.

La caída de los mercados bursátiles en los principales países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) desde marzo de 2000 sólo tiene parangón con la observada en la crisis de los años treinta, que vino precedida de aumentos de las cotizaciones igualmente espectaculares. Los descensos han sido de tal virulencia e intensidad que, aunque aparentemente todavía no han tenido un impacto muy notable sobre la producción y el empleo, cada vez son más los temores de que esta crisis de origen financiero afecte a esas variables de forma relevante.

Este artículo reflexiona, desde una perspectiva general, sobre los factores que llevaron a los inversores en los mercados de renta variable a anticipar un escenario en el que las empresas parecían tener una capacidad desconocida hasta entonces para generar beneficios, sobre la posterior caída de las cotizaciones y sus posibles efectos a medio y largo plazo en el crecimiento y lo que se ha llamado "gobierno empresarial". La atención se centrará en la economía y el mercado bursátil norteamericanos, aunque la mayor parte de los argumentos es aplicable a los países europeos.

El texto está organizado en cuatro secciones. En la primera se establece un sencillo marco de análisis que intenta averiguar si efectivamente existió una "burbuja financiera". En la segunda se identifican los principales factores que, en nuestra opinión, produjeron o apoyaron el impresionante aumento de las cotizaciones. No toda la subida de los precios de las acciones hasta principios de 2000 puede achacarse a un comportamiento

irracional de los inversores, aunque sí una buena parte de los ascensos a partir de finales de 1998. El tercer apartado tiene como objetivo describir los desequilibrios y los perversos esquemas de incentivos que fueron acumulándose en diversos ámbitos de la economía como consecuencia de unas cotizaciones disparadas, y que se mostraron con toda crudeza cuando los inversores empezaron a poner en duda la sostenibilidad del proceso. En el cuarto apartado se hacen algunas consideraciones finales.



La ‘burbuja financiera’ de finales de los noventa

Identificar la existencia de una burbuja financiera no es tarea fácil y dependerá de qué se entienda por este concepto. Que los analistas e inversores tengan en un momento dado una visión muy optimista sobre la capacidad de las empresas de generar beneficios para sus accionistas en el futuro y suban las cotizaciones no tiene por qué ser considerado un indicio de la existencia de dicho fenómeno. Pueden estar, o no, en lo cierto, pero pensar que es posible realizar un diagnóstico del futuro más certero que el de los numerosos inversores y analistas que operan en los mercados sería, por lo menos, un ejercicio de imprudencia. Lo que sí puede hacerse es comparar alguna medida del optimismo de los agentes del mercado con el nivel de las cotizaciones, y si, aun considerando lo que se espera para el futuro, las cotizaciones no pueden explicarse por esta medida de optimismo, podríamos asegurar con cierta solvencia que nos encontramos ante una burbuja. Este planteamiento tendría la virtud de no discutir si el optimismo de los inversores y analistas está o no fundamentado, sino que analizaría la compatibilidad de dicho optimismo con las cotizaciones observadas.

Se precisa, por tanto, un marco de análisis que permita comparar el optimismo con el nivel del mercado. Aunque hay varias alternativas,¹ optamos por un procedimiento sencillo que compara los beneficios esperados de las empresas a un año vista con la rentabilidad de los bonos públicos a largo plazo.² Algunas compañías se dedican a recoger información sobre los beneficios que inversores y analistas esperan para las empresas que cotizan en bolsa. En particular, la medida de beneficios esperados que utilizaremos son los beneficios que, en cada momento, el conjunto de analistas consultados preveía durante los 12 meses siguientes para todas las empresas pertenecientes al índice estadounidense más relevante, el Standard & Poors 500.³

Dado que el valor de una acción es parecido al flujo de beneficios al que da derecho dicha acción, descontado a alguna tasa de interés, una forma de aproximar un valor razonable para el índice de renta variable analizado es dividir los beneficios esperados para el año siguiente entre el tipo de interés de la deuda pública a 10 años (tipo de interés sin riesgo). Así, si los beneficios esperados por unidad de índice S&P 500 fueran de 50 dólares y el tipo a 10 años cotizara al 5%, un nivel del índice “razonable”, y compatible con estas expectativas de beneficios y nivel de tipos de interés, sería 1.000 (50/5%). Este nivel de 1.000 puede ser comparado con la cotización observada en el mercado: si la cotización es 1.500, tendríamos indicios de la existencia de una burbuja, puesto que teniendo en cuenta los beneficios esperados por el mercado y el nivel de los tipos de interés dicha cotización no es razonable. En este ejemplo particular, el mercado tendría una “sobrevaloración” aparente del 50%.

El aumento de las bolsas desde 1998 vino precedido de cuatro años de alzas que duplicaron el valor de las empresas

El siguiente gráfico muestra la evolución de esta sencilla medida o proxy de sobrevaloración o infravaloración relativa para el índice S&P 500 desde 1982. Obsérvese que, dado el nivel de los beneficios esperados y de los tipos de interés, dicho índice no mostraba una sobrevaloración o infravaloración relativa importante hasta finales de 1986. La brusca sobrevaloración alcanzada en 1987, según esta medida, fue corregida con la misma rapidez tras el conocido *crash* de 1987. Pero a partir de noviembre de 1998 (después del descenso de las bolsas debido a las crisis

1. Marc D. Hayford y Anastasias G. Malliaris, *Asset prices and the Federal Reserve behavior*. Chicago: Loyola University, 2001.

2. Edward Yardeni, “Fed stock valuation model”, en www.yardeni.com, 2000.

3. El índice S&P 500 agrupa a las 500 empresas estadounidenses de mayor capitalización. Los datos de beneficios esperados para el año siguiente son de Thomson Financial-First Call.



rusa y del sureste asiático) la bolsa estadounidense experimentó, bajo el simple esquema de análisis propuesto, un proceso de sobrevaloración espectacular, que le llevó a niveles del 63% en marzo de 2000,⁴ cuando se alcanzaron los máximos en la mayoría de las bolsas internacionales.

En consecuencia, lo que hoy conocemos como “burbuja financiera de los noventa” es un fenómeno que, aparentemente, empezó a gestarse de forma acusada en noviembre de 1998. Aunque desde principios de 1995 hasta esa fecha la rentabilidad del índice S&P 500 alcanzara el 118% (23% en términos anuales, sin incluir los dividendos repartidos por las empresas), este incremento parece justificado, al menos en una parte significativa, por la evolución de los beneficios esperados por los inversores y el nivel de los tipos de interés de la deuda pública norteamericana. El 53% adicional que subió la bolsa desde finales de 1998 hasta marzo de 2000 vino acompañado por un incremento de los tipos de interés a largo plazo de casi dos puntos porcentuales lo que, junto con la relativa estabilidad de los beneficios esperados, provocó la espectacular sobrevaloración identificada (la burbuja). El comportamiento del S&P 500 desde marzo de 2000 (con una caída cercana al 50%) ha corregido con creces la sobrevaloración relativa acumulada.⁵

¿Por qué subieron las bolsas?

El análisis de la sección anterior parece corroborar que algo parecido a una burbuja estaba presente a principios de 2000 en la bolsa de EE UU

4. Obsérvese que en diciembre de 1996, cuando el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, advierte en su famosa intervención de la posible existencia de un fenómeno de “exuberancia irracional” en los mercados de acciones, la sobrevaloración/infravaloración medida de esta forma no era relevante. Las valoraciones parecían justificarse por los beneficios esperados de las empresas y el nivel de los tipos de interés de ese momento.

5. No obstante, ello no significa que la bolsa esté “barata”, sino que cotiza con un descuento con relación a los beneficios esperados por los inversores y el nivel actual de los tipos de interés. Si los beneficios esperados se ajustan a la baja o los tipos de interés aumentaran, dicha sobrevaloración desaparecería, aunque el índice no subiera.

cuando las cotizaciones empezaron a caer. ¿Qué factores pudieron contribuir a su formación?, ¿puede considerarse toda la subida bursátil de los años noventa como la consecuencia de un comportamiento irracional de los inversores?

El aumento de las cotizaciones desde finales de 1998 vino precedido de cuatro años de alzas que, como se ha comentado, duplicaron el valor de las empresas incluidas en el índice analizado. Este comportamiento pudo deberse al permanente aumento de los beneficios de las empresas y al mantenimiento, por parte de inversores y analistas, de previsiones de incrementos significativos de los beneficios en el futuro. Sin pretender ser exhaustivos, varios factores habrían justificado y reforzado esta tendencia.

La década de los noventa se caracterizó en EE UU, después de una breve recesión en 1991, por ser una de las etapas de crecimiento sostenido más dilatadas de la posguerra. El mayor control de la inflación, la reducción de los tipos de interés a largo plazo (tanto en términos nominales como reales), el descenso de los precios reales del crudo (especialmente a raíz de las crisis del sureste asiático y de Rusia en 1998), el significativo aumento del comercio internacional y la mayor disciplina fiscal, junto con el llamado "dividendo por la paz" después de la caída del muro de Berlín, configuraron un escenario especialmente propicio para la asunción de riesgos que supone, en definitiva, la inversión en bolsa.

EE UU: INDICADORES ECONÓMICOS Y FINANCIEROS

	Crec. PIB (%)	Inflación (%)	Déficit público (% PIB)	Tipos a 10 años (%)
1985-1989	3,7	3,6	-3,5	8,8
1990-1993	1,7	3,9	-4,0	7,3
1994-2000	3,8	2,5	-1,2	6,2

Fuente: elaborado por el autor.

Adicionalmente, la notable expansión de la industria de fondos de inversión y fondos de pensiones privados (estos últimos con un horizonte de inversión dilatado, algo especialmente adecuado para la inversión en renta variable) contribuyó a aumentar la demanda de acciones, al incrementarse la proporción de riqueza financiera que se invertía en renta variable.

Sin embargo, estos factores no son suficientes para justificar la escalada de las cotizaciones que tuvo lugar a partir de finales de 1998. En nuestra opinión, cuatro elementos adicionales se conjugaron para ello. En primer lugar, el dilatado periodo de expansión de la economía y la ausencia de conflictos geopolíticos relevantes configuraron un escena-

rio en el que, en cierta forma, los inversores confiaban en el crecimiento permanente de los beneficios empresariales a tasas elevadas. En segundo lugar, a medida que el valor de las acciones aumentaba y las carteras generaban elevadas plusvalías, mayor era la atención dedicada por los medios de comunicación a los mercados bursátiles, reforzando la sensación general de ausencia de riesgos.⁶ En tercer lugar, las pérdidas producidas por las crisis rusa y del sureste asiático afectaron gravemente a los flujos de inversión hacia los denominados "países emergentes", lo que condujo a los inversores a buscar alternativas, principalmente en los países desarrollados, tanto en renta fija como

Se pensó que el impulso tecnológico permitiría aumentos constantes de la productividad y el crecimiento

variable. Finalmente, la llamada "revolución tecnológica", de la que la extensión del uso de Internet a partir de 1997 fue su mayor exponente pero en la que no hay que olvidar los avances en las comunicaciones, redes, fibra óptica, etcétera, reforzó esta tendencia a pensar que nos encontrábamos ante un nuevo paradigma de crecimiento económico (la "nueva economía").

Sin minusvalorar los notables efectos que sin duda el desarrollo de Internet pudo tener y tendrá, hay dos aspectos que deben resaltarse. Primero, se extendió la idea generalizada de que Internet cambiaría radical y rápidamente la manera de hacer negocios entre las empresas y entre éstas y los consumidores, y que sólo aquéllas con capacidad tecnológica suficiente podrían sobrevivir. Este hecho tuvo como consecuencia una gran inversión en tecnología (*hardware* y *software*);⁷ que se vio reforzada por la idea extendida entre gestores y economistas de que este impulso tecnológico permitiría un aumento permanente de la productividad de la economía, garantizando elevados ritmos de crecimiento sin inflación de forma permanente. Segundo, es discutible que la fiebre de Internet hubiera tenido las dimensiones observadas si no se hubiera producido en una época de elevado crecimiento de los beneficios empresariales como la de finales de los noventa, lo que reforzó la idea de que ambos fenómenos estaban estrechamente relacionados.

En marzo de 2000 el índice S&P 500 alcanzó su máximo histórico (1.527 puntos), los mercados bursátiles empezaron a retroceder e inme-

6. Robert J. Shiller, *Irrational exuberance*. Nueva York: Broadway Books, 2001.

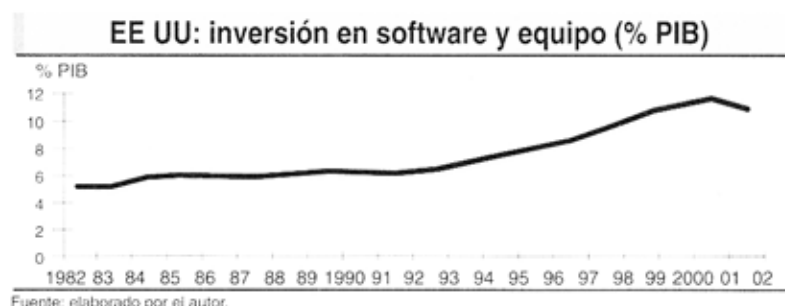
7. En este proceso no puede olvidarse el impacto que tuvo el llamado "efecto 2000", que forzó un espectacular proceso de inversión en *software* hasta que se produjo el cambio de fecha.

diatamente comenzó a manifestarse una serie de fenómenos que se había larvando a la sombra de la subida.

La sobreinversión y el 'triángulo de los noventa'

De los múltiples efectos que un proceso como el experimentado por los mercados bursátiles ha tenido (y posiblemente tendrá) sobre la economía, las empresas y los consumidores estadounidenses, nos centraremos en los dos que nos parecen más relevantes.

En primer lugar, desde una perspectiva macroeconómica, la espectacular subida de las cotizaciones provocó un acusado descenso en el coste del capital de las empresas. Como argumenta Shiller, "si se exagera el valor presente y futuro del mercado de acciones, entonces la sociedad puede estar invirtiendo mucho en el lanzamiento de nuevos negocios y demasiado poco en infraestructuras, educación y otras formas de capital humano". Algo parecido ha podido ocurrir en la economía estadounidense en los últimos años: la proporción que la inversión en *software* y equipo representa sobre el PIB aumentó de forma espectacular en la década de los noventa, especialmente desde 1992 y durante unos años en los que se observó un notable crecimiento del PIB. Esta tendencia bien podría ser una señal de un proceso de sobreinversión de las empresas como consecuencia de la subida de las cotizaciones y el consiguiente descenso en el coste de su capital.



Medir el exceso de capacidad de una economía es una tarea difícil,⁸ pero si la señal que se extrae del gráfico anterior es correcta, las consecuencias para el crecimiento de la economía de EE UU en los próximos años podrían ser relevantes, y hasta que se elimine dicho exceso sería difícil observar crecimientos significativos de la economía.

8. Se dispone de estimaciones del grado de utilización de la capacidad productiva en la industria, que se situaba en niveles del 75,2% en octubre de 2002, desde un máximo del 84,5% en 1995.

El segundo aspecto que merece consideración por su impacto es el perverso esquema de incentivos sobre el que se asentaba el funcionamiento de un importante número de organizaciones y relaciones empresariales, en lo que podría denominarse el “triángulo de los noventa”: directivos, auditores y banca de inversión.

De forma muy esquemática, y entendiendo que no se trató de comportamientos generalizados –pero los conocidos han tenido unas dimensiones y efectos muy importantes–, en el primer vértice del triángulo tendríamos el comportamiento de algunos directivos de grandes empresas cotizadas. La separación entre propiedad y gestión es una vieja preo-

cupación de la teoría de la gestión empresarial,⁹ y una de las aportaciones de la literatura es la posibilidad de hacer compatibles los intereses de gestores y accionistas por la vía de vincular a los primeros con la propiedad mediante las opciones sobre acciones (*stock options*). La experiencia de los años noventa no invalida la utilización de este instrumento para remunerar a los directivos y hacerles partí-

cipes de las ganancias de los accionistas, pero algunos aspectos de su instrumentación se mostraron claramente ineficientes.

Por una parte, la emisión de opciones sobre acciones no era generalmente contabilizada como un gasto para la empresa hasta que, obviamente, estas opciones se ejecutaban, por lo que no suponían ningún coste a priori para las compañías. Por otra parte, solía ser un proceso controlado por los propios directivos, lo que reducía sustancialmente los incentivos a revelar de forma clara y concisa toda la información.¹⁰ Además, en muchos casos, los plazos de ejecución de las opciones y los periodos en los que podían venderse en el mercado las acciones adquiridas eran relativamente cortos, sobre todo en aquellas empresas que salían a cotizar en bolsa. Con todo ello, la tentación de centrarse en los beneficios a corto plazo y en la “creatividad”, cuando no mera falsificación, de los estados contables parecen claros a la vista de los resultados.

En el segundo vértice del triángulo tendríamos a algunas empresas de auditoría y consultoría. A la luz de los escándalos conocidos (Enron, WorldCom) parece claro que un negocio que pivotaba sobre dos servi-

9. Para una excelente panorámica del denominado “gobierno de la empresa”, véase Vicente Salas, *El gobierno de la empresa*. Barcelona: Colección de Estudios Económicos, Servicio de Estudios de La Caixa, 2000.

10. Aunque no hay datos exactos, se ha calculado con posterioridad que en los momentos álgidos del mercado el saldo vivo de opciones sobre acciones podría haber superado el 10% de la capitalización del S&P 500.

Los duros ajustes en los balances de las empresas y el exceso de capacidad productiva lastrarán el crecimiento de EE UU

cios, auditoría y consultoría, donde el segundo suponía la mayor parte de la facturación de estas empresas y era, a gran distancia, significativamente más rentable, podría acabar afectando a la calidad del servicio de las auditorías. Calidad entendida, claro está, como la consecución de los objetivos del servicio; es decir, un fiel reflejo de la situación contable y financiera de las empresas y de sus prácticas en estos menesteres.

Finalmente, en el tercer vértice del triángulo tendríamos a los bancos de inversión. Como se sabe, estas instituciones desempeñan un papel clave en los procesos de salidas a bolsa, así como en las fusiones y adquisiciones que tan relevantes fueron en la última parte de los años noventa. Pero también son importantes en la generación de expectativas sobre la evolución de los beneficios de las compañías, a través de sus poderosos departamentos de análisis que, a su vez, utilizan información de los auditores.

Tenemos, pues, que una aplicación errónea de los incentivos de remuneración, junto a problemas de funcionamiento relacionados con aspectos de regulación en empresas de servicios, favorecieron comportamientos irracionales y fraudulentos a la sombra del alza de los mercados bursátiles, retroalimentando el proceso.

El resultado de todo ello es conocido: con el descenso de las cotizaciones se empiezan a manifestar las dificultades de una multitud de empresas para rentabilizar las inversiones realizadas y afloran los escándalos financieros y contables. Las numerosas quiebras,¹¹ irregularidades, auditorías incorrectas, revelación de conflictos de intereses, etcétera, generaron una desconfianza entre los inversores que afectaba negativamente a las cotizaciones bursátiles. La incertidumbre aumentó aún más con los atentados en Nueva York y Washington el 11 de septiembre de 2001 y el impago de la deuda argentina en enero de 2002.

Consideraciones finales

El análisis realizado apunta a que no toda la revalorización de las acciones en los años noventa puede calificarse de burbuja, aunque desde finales de 1998 a principios de 2000 las cotizaciones experimentaron alzas que, en nuestra opinión, no tenían justificación razonable y que conllevaron la acumulación de un exceso de inversión y favorecieron comportamientos irregulares por parte de numerosos agentes económicos.

Las consecuencias potenciales del descenso de las cotizaciones son sin duda notables. El exceso de capacidad productiva en la economía,

11. En los dos últimos años la tasa de quiebras y suspensiones de pagos elaborada por Moody's desde 1919 ha sido una de las más elevadas de su historia, y el promedio correspondiente a los últimos 10 años el más alto desde la década de los treinta. Además, se han producido las mayores suspensiones de pagos de la historia de EE UU y Alemania.

los efectos que sobre el consumo pueda tener la fuerte destrucción de riqueza financiera, la crisis de confianza (agravada por el deterioro de la situación geopolítica) y el duro proceso de ajuste en los balances de las empresas para adecuar el valor de sus activos son elementos que pueden lastrar significativamente el crecimiento económico en los próximos años en la primera economía del mundo.

No obstante, hay factores que permiten cierto grado de optimismo. Por un lado, las autoridades de EE UU han reaccionado con rapidez relajando fuertemente las condiciones monetarias y la política fiscal, lo que parece actuar en la dirección adecuada. Por el momento, el consumo no ha mostrado la debilidad que muchos esperaban y los inevitables ajustes en el empleo y los balances de las empresas se han realizado con celeridad, sin que la tasa de paro haya alcanzado niveles muy elevados.

En lo que se refiere a las cuestiones relacionadas con el gobierno de las empresas y los conflictos de interés en bancos de inversión y empresas de auditoría y consultoría, los cambios se están produciendo con firmeza, y aquéllos que los protagonizaron están pagando un elevado coste. Recuérdese, por ejemplo, la quiebra de muchas empresas emblemáticas, la desaparición de Arthur Andersen, una de las mayores compañías de auditoría y consultoría del mundo, o las elevadas multas a las que están haciendo frente muchos bancos de inversión.