

Tres arquetips d'inversors en els mercats de valors. Retorn a Keynes

Joaquim Perramon Ayza

IAFI 6 de maig de 2011

En aquest article veurem de quina manera J.M.Keynes havia caracteritzat els inversors. Comprovarem com la descripció de l'inversor correspon als problemes del mercat de valors descrits per John Maynard Keynes, que a més de ser un gran teòric de l'economia, fou un analista d'inversions, continuen plenament vigents avui en dia.

En la obra de Keynes es poden contemplar tres arquetips d'inversors: l'inversor motivat per l'optimització del risc, l'empresari, i l'especulador intuïtiu. Aquestes modalitats d'inversió es troben presents en el mercat de valors i es poden analitzar i sistematitzar teòricament.

El predomini d'aquestes modalitats d'inversió varia segons les èpoques. La bombolla financera és un exemple de predomini de l'inversor irracional i especulatiu.

Paraules clau: inversió, empresa, inversor irracional, Keynes

In this paper, we see how J.M. Keynes had analyzed the investors. We can prove that the investor's description corresponds to the problems of the market of values described by John Maynard Keynes, which, in addition to being a great theorist of the economy, was an investor analyst.

In Keynes's work we can contemplate three architects of investors: the investor motivated by the optimization of the risk, the entrepreneur, and the intuitive speculator.

These modalities of inversion are presented in the market of values and can analyze and systematize theoretically.

The predominance of these modalities of inversion varies according to the times. The financial market is an example of an irrational and speculative investor predominance

Keywords: investment, enterprise, irrational investment, Keynes

Keynes defineix l'inversor com *'un home que compra una inversió o un bé de capital, adquirint el dret a una sèrie de rendiments probables que espera obtenir al llarg de la vida del bé...'* (1936, p.131). Per tant el problema que se li planteja a un inversor es saber davant d'una oportunitat de negoci quants recursos s'hi han de posar i quins rendiments es podran obtenir. Aquest problema s'anomena avaluació d'un projecte d'inversió.

La definició correspon bàsicament a la definició **d'inversor-empresari**, perquè exclou l'inversió especulativa ja que no contempla el rendiment esperat sinó l'evolució del mercat de valors. Observis que tal inversió es planteja a llarg termini. Aquesta és una diferència essencial entre l'inversionista amb esperit d'empresa i l'especulador.

L'avaluació de rendiments a llarg termini planteja el problema de que hom no té la capacitat de resoldre l'incertesa. Per J.M. Keynes (1936, p.142), *"el fet primordial és l'extrema precarietat de les bases del coneixement en què hem de recolzar les nostres estimacions pel que fa al rendiment probable. El nostre coneixement dels factors que regiran el rendiment d'una inversió d'aquí a alguns anys és habitualment molt pobre i, de vegades, nul"*.

A més afegeix (K,1936 p.144), *"s'està suposant que l'avaluació del mercat, s'hi hagi arribat com s'hi hagi arribat, és tant sols correcta en relació amb el coneixement que nosaltres tinguem dels fets que influiran en el rendiment de la inversió i que només canviarà en proporció a les variacions d'aquest coneixement tot i que, filosòficament parlant, no pot ésser correcte del tot perquè el nostre coneixement actual no ens proporciona una base suficient per a una expectativa matemàtica calculada"*.

Malgrat que Keynes plantejà seriosos problemes per a l'avaluació de projectes, mai va deixar de considerar que aquest no fos el millor mètode. La seva conclusió, de teòric que ha concebut l'economia com a desenvolupament de la filosofia pràctica i d'home a més amb experiència pràctica en l'anàlisi financer, era que el futur incert, a part que es

pugui preveure o no, sobretot s'ha d'afrontar¹. Un bon capità d'empresa prendrà les decisions en cada moment que permetin a l'empresa aconseguir un objectiu. Així, J.M. Keynes (1934) afirma: “*a mesura que passen els anys, estic més i més convençut de que el millor mètode d'invertir és col·locar grans sumes en empreses que hom creu conèixer i que confia en la seva direcció*”.

Per tant malgrat els problemes que planteja l'avaluació de projectes hi ha un experts amb capacitat de creure i tirar endavant un projecte. Tanmateix molts individus afronten el problema de la incertesa deixant de banda el mètodes racionals. En la seva carta de 7 de desembre de 1938 adreçada a Hugh Townshend (cita de M.A. Galindo (2008, p.66) “a l'hora de prendre una decisió ens trobem amb un conjunt d'alternatives que no es pot demostrar que siguin més racionals que altres en el sentit de poder avaluar els beneficis que es deriven de les seves conseqüències, es duen a terme actuacions «no racionals», basades en l'hàbit, l'instint, la preferència, el desig, la voluntat, etcètera”.

Queda doncs perfectament identificat el que en el present treball hem anomenat ***inversor irracional***. Allò que Keynes considera no racional és molt semblant al que plantejaren D. Kahneman, Amos Tversky i l'economia conductista 50 anys més tard. El concepte inversor irracional ha estat molt considerat en la psicologia però encara avui no hi ha una teoria d'acceptació general del mercat de capitals que incorpori aquest concepte.

.....

J.M. Keynes també va distingir entre l'inversor i l'home de negocis. Inversors son “aquells que cedien permanentment una part de la seva propietat real a canvi d'una anualitat perpètua fixa, o una anualitat temporal i el reemborsament del principal en diners al final del termini, com les hipoteques, els bons ... “ (Keynes, 1923, p. 5 citat a Galindo, 2008). Així doncs, els inversors compraven principalment bons i buscaven més aviat els guanys de capital a llarg termini que a curt termini. D'altra banda, tenim els homes de negocis que utilitzen els estalvis de familiars i amics, així com els beneficis retinguts, per invertir.

«La divisió no era tan dràstica entre els individus, ja que els homes de negoci podrien ser també inversors ..., però, la divisió va ser real ... »(Galindo 2008-Keynes, 1923, p.

¹ Robert Skidelsky, 1996 i Joaquim Perramon, 2011

5). Tanmateix la motivació i la posició en front de la incertesa, com hem vist en el treball, és radicalment diferent, la qual cosa fa que el mètode d'inversió pugui ser diferent en un cas o en un altre. L'inversor irracional, per exemple, no és home empresari, per tant l'hem de classificar com a inversor. Això no vol dir que l'inversor hagi de ser necessàriament irracional. És molt racional fer com feia Keynes en conèixer a fons una empresa i confiar en el seu director, però qui pot detectar un bon director? Es necessita criteri i mètode. Per tant l'inversor conceptualment diferenciat de l'home de negocis, pot derivar tant cap a l'**inversor-matemàtic o jugador**, teoritzat amb posterioritat a Keynes, i que reparteix les seves inversions per a minimitzar el risc o bé en l'**inversor irracional**.

Aquesta superposició d'arquetips és molt freqüent en Keynes, de manera que a la Borsa més que enfrontar-se tipus d'inversor el que s'enfronta són ambients, com ara quan predomina l'esperit especulador o quan predomina l'esperit d'empresa. L'augment de la incertesa, per exemple, pot decantar fàcilment la balança de l'esperit d'empresa cap a l'esperit especulador.

La distinció entre inversor i home de negocis també és molt rellevant a efectes de veure com s'aborda i quines conseqüències té el problema de la incertesa. L'home de negocis afronta la incertesa i pren decisions adaptant-se als esdeveniments. Per exemple, si li sorgeixen problemes prendrà mesures per a superar-los o si se li presenten oportunitats intentarà aprofitar-les. És a dir, l'home de negocis sobretot actua i les seves decisions poden tenir bons o mals resultats. L'inversor que Keynes oposa a l'home de negocis per contra no actua a l'empresa sinó que observa els fets. No pot afrontar els problemes que sorgeixen sinó que ha de fer-se unes previsions. Per tant l'actitud davant l'incertesa és conceptualment diferent.

La manca de possibilitats d'avaluar el futur és el que pot portar a l'inversor a abandonar l'esperit d'empresa per actuar amb esperit especulatiu. La possibilitat de que un inversor pugui actuar d'una manera tant diferent pot confondre. A més Keynes acaba dient *inversor* a qualsevol dels arquetips que han sortit; al cap i a la fi la definició del diccionari encaixa en tots i Keynes la distinció entre inversor i home de negocis que l'any 1923 no la trasllada a la seva obra del 1936.

Per tant té interès aclarir els conceptes: inversors ho son tots. Llavors, aquests inversors amb esperit d'empresa a llarg termini o amb esperit especulatiu a curt termini. Els que actuen amb esperit d'empresa, com a conseqüència de la incertesa, a la vegada poden tenir mes o menys elements per a ser raonables. Aquestes possibilitats donen lloc als tres arquetips: inversor-empresari; inversor-especulador o jugador i inversor irracional.

.....

Com a conseqüència del predomini de l'inversor irracional en el mercat Keynes també arriba a la conclusió de que hom pot arribar a situacions de bogeria: “...*el nivell de preus no reflecteix el que l'inversor coneix, sinó el que no coneix*” J.M. Keynes (1938, p.238) Considera que “fins i tot deixant de banda la inestabilitat deguda a l'especulació, hi ha la inestabilitat que es deu a la característica de la naturalesa humana, segons la qual una gran proporció de les nostres activitats positives depenen més de l'optimisme espontani que d'una expectativa matemàtica, ja sigui moral , hedonista o econòmica. Probablement, la major part de les nostres decisions per fer alguna cosa positiva, les plenes conseqüències de les quals s'aniran presentant en els dies vinents, poden ser només considerades com un resultat dels *animal spirits...*”. (K,1936 p.150)

“ Una avaluació convencional que és establerta com a resulta de la psicologia de masses d'un gran nombre d'individus ignorants està subjecte a variacions violentes causades per una sobtada fluctuació de l'opinió a causa de factors que en realitat no incideixen gaire en el rendiment probable, ja que no hi haurà conviccions fortament arrelades per a mantenir-la amb fermesa...”...el mercat estarà subjecte a onades de sentiments optimistes i pessimistes que són irraonables i, malgrat això, en algun sentit legítims quan no existeix cap base sòlida per a un càlcul raonable” (K,1936,p.145)

“... l'inversionista professional es veu obligat a preveure amb anticipació, a les notícies o l'atmosfera, els canvis imminents de la mena que l'experiència demostra que tenen més influència sobre la psicologia de masses del mercat” (K.1936,p.145).

“ Si hom pot permetre aplicar el terme especulació a l'activitat de preveure la psicologia del mercat i el terme empresa a la de preveure el rendiment probable dels béns al llarg de tota llur vida, no és en absolut cert que sempre predomini l'especulació sobre l'esperit d'empresa...Els especuladors poden no fer mal quan són com bombolles en un

corrent ferm d'esperit d'empresa, però la situació és seriosa quan aquest esperit esdevé la bombolla d'un vòrtex d'especulació. Quan el desenvolupament del capital d'un país esdevé un subproducte de les activitats d'un casino, es probable que el procés es faci malament. (K,1936,p.148). Quan predomina l'esperit especulatiu l'horitzó de les inversions és sempre a curt termini i a la inversa.

La qüestió és que els *animal spirits* són els que, positiva o negativament, poden motivar la col·lectivitat, la qual cosa sol tenir efectes econòmics molt importants positius i negatius.

.....

Recentment s'ha fet algun intent de modelitzar el comportament de l'inversor irracional a partir de la descripció que fa Keynes de la seva actuació comparant-la a un concurs de bellesa²: "... la inversió professional pot ésser comparada a aquells concursos dels diaris en els quals els que hi participen han de triar les sis cares més boniques d'entre un centenar de fotografies, i el premi és atorgat al concursant la selecció del qual s'acosta més a les preferències mitjanes dels conjunts dels competidors; de manera que cadascun d'ells ha de triar no aquelles cares que ell troba més boniques, sinó les que creu que atrauran més els altres concursants, tots els quals s'estan plantejant el problema des del mateix punt de vista. No es tracta de triar les que, segons el millor judici d'un mateix, són realment les més maques, ni tant sols les que l'opinió pública creu sincerament que són les més maques. Hem assolit el tercer grau en el qual dediquem la Nostra Intel·ligència a anticipar el que l'opinió mitjana espera que sigui l'opinió mitjana. I n'hi alguns, penso, que practiquen el quart grau, el cinquè i el sisè". (K, 136,p.146).

Aquesta metàfora encara avui es considera molt adequada per a analitzar la volatilitat de les expectatives.

² Veure Andrei Shleifer, 2000 i David Cassidy, 2009

REFERÈNCIES

- Cassidy, John (2009) Porqué quiebran los mercados. La lógica de los desastres financieros. RBA Libros, 2010
- Galindo Martín, Miguel Ángel (2008) El papel del empresario en la obra de Keynes. ICE, 845 Novembre-December de 2008
- Keynes, John M.(1921) A Treatise on probability. BN Publishing, 2008.
- (1936). La teoria de l'ocupació, l'interès i el diner. Trad. de Josep Maria Masferrer. Edicions 62. Barcelona, 1987.
- (1934) "Carta a F.C. Scott" (15 agost). The collected writings, Vol. XII, pp.55-57.
- (1937) "General Theory of Employment". Quarterly Journal of Economics, february. UK.
- (1938) "Speech to the Annual Meeting of The National Mutual", (20 febrer). The collected writings, Vol. XII, p.238. UK.
- Krugman, Paul.(2008a). "¿Quién era Milton Friedman?". El País, 19 d'octubre de 2008.
- Perramon Ayza, Joaquim M. (2011) "Incertidumbre irreducible en economía: de la observación a la acción".
- (2003) El mètode de valor afegit per a l'avaluació de projectes d'inversió. Tesi doctoral dirigida pl Dr. Dídac Ramírez i Sarrió. Departament de Matemàtica, Facultat de Ciències Econòmiques. Universitat de Barcelona
<http://www.tesisexarxa.net/TDX-0724103-093758/>
- Skidelsky, Robert (1996) Keynes. Ed.Alianza Editorial, Madrid,1998