

CONFUSIÓ I BORSA

Joaquim M. Perramon Ayza

IAFI (UB)

Departament de Periodisme UAB

Resum

En aquest article es conceptualitza la confusió en termes d'incertesa, considerant posteriorment com intervé en el procés de formació de creences i en la presa de decisions d'inversió i distingint tres tipus d'estratègies inversores, la diversificació, la concentració en empreses confiant en el pla empresarial i en la capacitat de gestió i, finalment, el seguidisme, referent a l'estratègia basada en confiar en tercers (rumors, notícies, experts, gurus ...). D'acord amb aquesta anàlisi, s'estableix la influència de la informació i la confusió en formació de les bombolles financeres i s'il·lustra amb l'exemple de la bombolla immobiliària i el crac borsari de 2008 a Espanya.

Palabras Clau: informació, confusió, incertesa, inversió, borsa, bombolla .

Summary

This article conceptualises the confusion in terms of uncertainty, given subsequently as involved in the formation of beliefs and making investment decisions, distinguishing three types of investing strategies: diversification, concentration of companies relying on the business plan and management skills and finally, then for an strategy based on a trusted third parties (rumours, news, experts, gurus,...).

According to this analysis, establishing the influence of the information and confusion in formation of financial bubbles, and illustrated with the example of the housing bubble and the stock-marked crash of 2008 in Spain.

Keywords: information, confusion, uncertainty, investment, Stock-Marked, bubbles.

1. Introducció

El primer tractat de Borsa, encara que satíric, data de l'any 1688 i es titula *Confusión de Confusiones*¹. Al cap de 420 anys, la confusió és la modalitat d'incertesa dominant en els mercats de capitals.

Hem passat uns anys escoltant advertències d'institucions econòmiques solvents sobre l'existència d'una bombolla immobiliària, i opinions en sentit contrari que ens deien que era el mercat el que manava, i que un pis no està sobrevalorat mentre hi hagi algú que el compri. Aquest és un exemple molt clar de confusió, que té a veure amb àmbits com el coneixement, la comunicació i la incertesa.

Aquest article és una anàlisi científica i periodística a la vegada de les situacions de confusió en els mercats de capitals, que es detura a considerar en què consisteix la confusió, què l'origina i quins efectes pot tenir. Per a il·lustrar-ho, ens servirem del cas concret de la bombolla immobiliària a Espanya en els darrers anys.

Explicava Quim Monzó (2007) que havia descobert un gran columnista en el cronista bursàtil de *La Vanguardia*, José Manuel Garayoa, no tant pel que deia, ja que Monzó no hi entenia, sinó pel seu nivell literari. Justament, la pregunta que sorgeix en llegir Monzó és si això de la Borsa es pot arribar a entendre o no. Si no és possible, pot passar que tinguem opinions contràries i no hi hagi possibilitat d'esbrinar quina d'elles és la bona.

Habitualment, el que fa el periodista és explicar allò que els agents que operen al mercat diuen que ha passat. Pot dir què ha passat i en canvi no pot dir què passarà. Això sembla una paradoxa. Si hom sap però no té capacitat per a predir emprant els seus coneixements, realment sap? Els esdeveniments econòmics poden restar ocults o no, i solament un cop es transmeten i es fan públics tenen una repercussió immediata en el mercat de valors, però a partir d'aquí ja són història, de manera que no sabem quins esdeveniments econòmics succeiran ni com i quant es transmetran.

Per a il·lustrar la diferència entre el que passa i el que es transmet en el mercat de valors em serviré de Phileas Fogg, protagonista d'una volta al món en 80 dies ideada per Jules Verne, qui abans de dedicar-se a la ciència-ficció treballava d'agent de la Borsa de París.

L'aventura comença amb una aposta sorgida arran d'una conversa en la qual Phileas Fogg afirmava que la Terra havia disminuït, ja que hom la podia recórrer 100 vegades més de

¹ El seu autor fou Joseph de la Vega, sefardita nascut a Córdoba el 1650 i mort a Amsterdam l'any 1692.

pressa que 100 anys abans². Phileas apostà la meitat de la seva fortuna amb els seus companys del *Reform Club* que seria capaç de donar la volta al món en 80 dies.

Però a més de l'aposta del *Reform Club*, també el públic entrà en el joc, perquè Phileas Fogg i el seu projecte quedaren convertits en valors de Borsa amb cotització a la plaça de Londres. "Es demanava i s'oferia el Phileas Fogg en ferm o a termini, i es feien enormes negocis"³. Però cinc dies després de la seva sortida, un article negatiu del "Butlletí de la Societat de Geografia" feu créixer les ofertes i la cotització dels Phileas Fogg baixà fins a la proporció d'una contra cent.

Encara hi havia, tanmateix, alguna expectativa en el mercat quan el telègraf provocà la suspensió de la cotització dels Phileas Fogg. Per un seguit de coincidències, Phileas Fogg era sospitós d'un robatori a Londres. Un despatx telegràfic de l'inspector que el seguia, tramès des de Suez, reclamava a l'autoritat policial anglesa que s'enviés a Bombay, zona de la jurisdicció britànica, una ordre de captura contra Phileas Fogg. La notícia fou devastadora.

Tot i això, al cap dels dies i moltes aventures, i quan Fogg no havia arribat encara al destí final a Londres, aparegué el culpable. "Quin efecte, quin soroll als periòdics". Tots els que havien apostat a favor i en contra i tenien aquest afer oblidat van ressuscitar com per art de màgia". "Totes les transaccions tornaven a ser vertaderes. Tots el compromisos revivien i hem d'afegir que les apostes adquiriren nova energia. El nom de Phileas Fogg tornà a guanyar prima en el mercat"⁴.

Tres dies abans de vèncer el termini, l'ansietat era gran i el telègraf no parava. "La cotització dels Phileas Fogg millorà, d'una possibilitat contra cent, a una contra vint, sobre deu, sobre cinc..."⁵ i finalment, Fogg complí el seu objectiu amb l'ajuda de la sort, ja que no comptava que havia guanyat un dia gràcies al moviment de rotació de la Terra.

En la història descrita es constata la diferència entre la realitat tal com és – l'aventura de Fogg- i tal com la veuen a la Borsa de Londres. Això fa que apareguin dues estratègies inversores diferents. Fogg defineix uns objectius i fa uns càlculs (també en podríem dir Pla d'Empresa) i actua. Les seves previsions no són tant un programa del que ha de fer com una teoria, en el sentit que li proporcionen intel·ligència, que és el que es necessita per a complir els objectius quan surten imprevistos. El futur no és previsió sinó acció. Fogg és qui fa el futur tal com és.

² Jules Verne (1873) *La volta al mon en 80 dies*, Capítol III.

³ *Ibidem.*, Cap.V.

⁴ *Ibidem.*, Cap. XXXVI.

⁵ *Ibidem.*, Cap.XXXVI.

La segona estratègia inversora és la dels que participen en el joc a través de la Borsa. Jules Verne fa servir el terme aposta per descriure el seu comportament. En aquest cas, la percepció de la realitat depèn del telègraf i els mitjans de comunicació.

El públic es forma unes creences que de cop s'esfumen i després, també de cop, tornen a aparèixer, mentre la realitat és la que és. El mercat descompta tota la informació disponible, positiva o negativa.

Encara que avui des de la Borsa de Londres podrien veure Phileas Fogg en directe, com un partit de futbol, allò que és essencial és que la realitat és diferent per a l'actor i per a l'espectador. I el periodista, evidentment, no és actor, sinó que està en el grup d'espectadors.

Tot i que hi ha la possibilitat, poc habitual, que sigui un periodista qui, primer que ningú, faci pública una determinada informació -la qual cosa afecta el mercat-, en termes de coneixement, com a regla general, el periodista que cada dia ens explica la causa i l'efecte d'un comportament borsari no pot preveure el futur, perquè l'esdevenir de l'empresa no està en les seves mans. I aquest fenomen de la impossibilitat dels espectadors de preveure el futur és conegut i ha estat estudiat i generalitzat amb el nom d'Hipòtesi del Mercat Eficient (HME), que és el pilar de la teoria econòmica dominant sobre el mercat de valors. D'acord amb aquesta teoria, l'estratègia òptima de l'inversor borsari, en no poder fer previsions, ha de ser la d'un jugador científic que reparteix el risc per tal de compensar qualsevol oscil·lació dels valors borsaris. El periodista, encara que no s'hi jugui els diners, en termes de coneixement està dins del mateix grup.

Amb la Hipòtesi del Mercat Eficient hom pot estar-hi d'acord si s'aplica adequadament, com crec que faig ara. Tanmateix, des del meu punt de vista, cal fer-hi un matís important i és que aquesta teoria solament és d'aplicació pels espectadors. L'actor, és a dir, l'empresari que està al peu del canó intentant obtenir un benefici en un futur incert no agafa els daus per a prendre decisions, sinó que actua d'acord amb el seu coneixement del negoci⁶.

Així, havent-hi, doncs, dues perspectives de la realitat, la de l'empresa i la de l'espectador, el problema de la informació -quina informació es transmet i com es transmet entre uns i altres- està servit, i amb ell també ho està el problema de la confusió. Podem considerar que hi ha confusió quan hi ha indicis d'una hipòtesi i alhora de la hipòtesi contrària. El resultat de la confusió és que ens deixa exactament igual que si no sabéssim res. Ara bé: és estable, la confusió? Podem estar en un estat de confusió durant anys? Doncs sí, perquè sovint no hi ha possibilitat de contrastar les hipòtesis. Per una banda, poden créixer els indicis segons els quals

⁶ Idees extretes de la tesi doctoral de Joaquim M. Perramon (2003).

som en una bombolla, i per l'altra l'inversor es pot trobar diàriament amb la 'realitat' aparent que la seva inversió es va revaluant. Pensem, per exemple, que ha estat arrel de la suspensió de pagaments presentada el 14 de juliol per l'empresa Martinsa –amb un historial de beneficis magnífic, recordem-ho-, que ens hem assabentat del desastre de la seva real situació financera i de les piruetes financeres realitzades fins aleshores⁷.

Convé, doncs, que passem a aprofundir en els problemes associats a la confusió en la informació que rebem.

2. Naturalesa del coneixement i formació de creences

Ja hem vist que d'acord amb la hipòtesi del mercat eficient (HME), un periodista o un analista financer no es poden avançar a la informació. La verificació de l' HME s'ha il·lustrat amb un experiment que es va fer popular a través del Wall Street Journal. Consisteix a comprovar en quina mesura els resultats de l'evolució de la cotització d'un conjunt d'accions escollides per experts no superaven els obtinguts per un altre paquet d'accions escollides a l'atzar (llavors figurava que era un mico qui les triava)⁸. Hom diu que el mercat ha descomptat la informació pública disponible, i l'expert, fora del cas que disposi d'informació privilegiada, no endevinarà millor que el mico què ha de passar demà amb la cotització d'una determinada acció. Vist això, a continuació ens podem preguntar si el mercat descomptarà sempre igual un determinat senyal o informació feta pública. La resposta és que no.

Hi ha mecàniques a bastament conegudes: un gestor d'empresa sap què ha de fer per a què l'empresa vagi bé, i si una empresa va bé, la seva cotització a Borsa ha d'evolucionar favorablement. També sabem que hi ha una relació negativa entre les cotitzacions i els tipus d'interès, i moltes coses més. Tanmateix, el mercat pot donar respostes diferents a un mateix esdeveniment perquè el mercat descompta expectatives que no són mesurables, que no són tampoc comparables i que tenen una distant i discutible connexió amb observacions passades⁹.

També cal considerar, a més a més, que hi ha problemes que deriven de la dissociació entre la realitat i la seva percepció a través dels canals de comunicació. Així, un segon problema consisteix en què fins i tot eliminant la distància comunicativa entre actor (empresa) i espectador

⁷ Bernardos (2008).

⁸ La hipòtesi dels mercats eficients va ser formulada i demostrada per Paul Samuelson. El mico que tria accions, o la selecció feta amb llançament de dards, són versions recreatives d'aquest experiment.

⁹ Sobre idees de Georgescu Roegen, a Perramon (2003), p.86.

(periodista, analista, inversor), la realitat continuaria essent diferent per a un i per a l'altre. L'actor és un estrateg i l'espectador té una activitat secundària. L'estrateg es pot equivocar i mentrestant l'espectador pensar que ho fa molt bé, o viceversa. Encara que imaginéssim la comunicació perfecta com un espectacle en directe, l'estrateg s'enfronta a una incertesa que l'espectador transforma en probabilitat. Hi ha un problema, per tant, de confiança i credibilitat.

En tercer lloc, les interrelacions de les variables econòmiques i llur complexitat¹⁰, sumades a l'estat general de confiança, acaben de complicar el panorama; per la qual cosa, al final, i en el millor dels casos, només podem fer una aproximació a allò que pot passar com a conseqüència d'un determinat fet. És el cas dels analistes anomenats fonamentalistes, que recolzen la seva opinió en el valor intrínsec de les empreses cotitzades. Acostumen a dir si una acció és cara o barata, la qual cosa no deixa de ser una mena de pronòstic.

A més, en els mercats de capitals hi ha molt poca capacitat de repetir un experiment o falsar una hipòtesi, que són els pilars del mètode científic. Amb això no vull pas dir que l'estudi del mercat de valors no pugui ser científic, perquè com hem vist amb la hipòtesi HME, és possible formular hipòtesis i contrastar-les, però en conjunt estem molt lluny de la certesa. Sabem coses, però encara estem a les fosques.

Malgrat tots els problemes esmentats, la Terra continua girant i la gent ha de prendre decisions a cada moment. Com es prenen les decisions en aquest context d'incertesa? La resposta podria donar lloc a uns quants llibres, de manera que hem de refer la pregunta. Com es prenen les decisions en un context d'incertesa com el descrit? Doncs encara que no sigui per procediments homologats com a científics, està clar que ens hem de formar un sistema de creences. Llavors se'ns planteja la tercera pregunta, ja més acotada: quan, com a conseqüència de la incertesa, no podem aplicar procediments científics, com formem les nostres creences? Una aproximació a la formació de credibilitat, que considero suficient per a l'abast d'aquest article, la trobem a *El Criteri* de Jaume Balmes (1845). Balmes tracta el problema de la certesa (veritat) i de com abordar-la, és a dir, del criteri. Seguint Balmes, algú pot entendre si un negoci va bé mitjançant una anàlisi econòmica o per instint intel·lectual del sentit comú. Doncs és precisament per aquí per on van els trets en el camp de l'economia i sobretot de l'empresa. És clar que seria fantàstic tenir una teoria científica de tot, però com que no la tenim (ni la tindrem), necessitem treballar amb indicis. Un indicatiu és ben poca cosa, i des d'un punt de vista científic és quelcom insuficient per a provar res, però ja que els necessitem, els fem servir i prenem decisions a cada moment en basant-nos en ells, val la pena saber-ne alguna cosa. D'aquí, al meu parer, l'interès pel concepte

¹⁰ La complexitat està referida a la Teoria del Caos i la Complexitat (veure Nieto de Alba (2000)).

criteri de Balmes: ara la pregunta de com es formen les creences es transforma en la pregunta més adequada de com ens formem el criteri.

El criteri de Warren Buffet, per exemple, que és l'inversor amb més fortuna del món i analitza les inversions considerant el valor intrínsec de les empreses, és que el requisit més important i imprescindible per a invertir-hi és que tingui bons gestors. Què és, però, un bon gestor? Quins valors ha de tenir? Enlloc no està sistematitzat, per bé que llegint els discursos i cartes de Buffet als accionistes del Berkshire Hathaway hi trobarem episodis apassionants sobre gestors concrets que ha tractat, en els que es va perfilant allò que admira de cadascun. Buffet, doncs, és un inversor amb criteri.

Un altre exemple de criteri el tenim en un article publicat a la revista *Fortune*, "*Why CEO's fail?*", on Ram Charan i Geoffrey Colvin¹¹ feren un reportatge basat en diversos estudis sobre els alts executius als Estats Units, i donen el següent perfil del 'capità d'empresa', amb les qualitats més destacades relacionades per ordre d'importància:

- Integritat, maduresa i energia.
- Coneixement profund del negoci, amb orientació al benefici.
- Lideratge d'equip.
- Bon organitzador. Coneixement de l'organització.
- Curiositat i capacitat intel·lectual.
- Criteri, seny.
- Voluntat d'aconseguir objectius.
- Capacitat de motivació i convertir l'aprenentatge en pràctica.

Ja es veu que es tracta tot plegat de capacitats i criteris dirigits al coneixement, l'experiència o el seny, que al capdavant configuren una eina que permet obtenir indicis, els quals al seu torn proporcionaran un petit o gran coneixement de les coses. Per bé que molt sovint la base d'indicis en què recolzem el nostre coneixement és feble, la formació d'indicis és una qüestió important que cal considerar, encara que científicament no sigui prou sòlida. Les escoles de negoci ensenyen més consells i criteris que no pas teoria. Ara bé, tal com passa amb els refranys o les màximes, quan hem aconseguit formar un criteri disposem d'un coneixement contrastat, en el sentit que ha sobreviscut. Ben segur que no s'ha contrastat a la manera científica, però sí que és prou com per a què amb el temps se segueixi considerant un coneixement útil i, per tant, rellevant.

¹¹ Charan, Ram i Colvin Feoffrey (1999). *Why CEO's fail?*. *Fortune*, Juny 21,1999.

3. Confusió

Quan tenim indicis sobre una determinada hipòtesi que no són concloents, -perquè si ho fossin estaríem parlant de proves-, significa que implícitament admetem la possibilitat que la hipòtesi contrària succeeixi. Això és, ras i curt, la incertesa, l'existència de cert suport evidencial comú entre una hipòtesi i la seva contrària¹².

Doncs bé, disposem d'eines per a tractar la incertesa formalment. Molts dels conceptes que fins ara hem anat emprant, com ara creences, experiència, sentit comú, deducció, els podem trobar al *Tractat de Probabilitat*, de John Maynard Keynes (més conegut com a economista que com a matemàtic), qui descriu la probabilitat com la part de la lògica que tracta amb arguments racionals però no concloents¹³. Hom pot pensar que d'ençà 1920 ha plogut molt, però el cert és que Keynes treballava amb conceptes importantíssims a la vida real que, ja ho hem advertit, científicament trontollen. Un exemple rellevant és el problema de la inducció. Contínuament utilitzem la inducció per a fonamentar els nostres indicis i raonaments, i tanmateix la lògica no admet aquest procediment¹⁴. En efecte, Keynes considerava que “*un argument inductiu no diu que una qüestió sigui de tal manera, sinó que en relació amb la seva certesa hi ha una probabilitat al seu favor*”¹⁵. Tanmateix, aquest pragmatisme, tremendament útil per a les ciències socials, no va quallar, i la Teoria de la Probabilitat va derivar cap a l'anàlisi de la probabilitat dels fenòmens aleatoris, coneguda com a probabilitat bayesiana o additiva, que és conceptualment molt diferent. La teoria bayesiana de la probabilitat és molt adequada per a a les ciències físiques, que no s'enfronten a problemes amb incertesa irresoluble, però és poc adequada per a les ciències socials. Per il·lustrar el problema de disposar d'una eina poc adequada es pot recórrer a un dels acudits més populars que s'ha utilitzat per a criticar el treball dels economistes i que explica que un home troba el veí borratxo buscant una clau a la llum d'un fanal, i amb intenció d'ajudar-lo li pregunta si sabia exactament per on havia caigut la clau; el borratxo li assenyala la part fosca del carrer i l'home, sorprès, li pregunta per què busca doncs la clau sota el fanal, a la qual cosa el borratxo contesta que en el lloc on ha perdut la clau no hi ha llum i no la pot buscar allà.

¹² Qualsevol referència a la incertesa es basa en el treball de Didac Ramírez, 1988, qui l'ha analitzat i conceptualitzat àmpliament.

¹³ Keynes, John M. (1920). Pàg. 217 (Cap. XVIII).

¹⁴ El problema lògic de la inducció ha estat divulgat en particular per Popper (1972) i Gardner (1998).

Amb els anys, la formalització del tractament de la incertesa rebé una forta empenta l'any 1976, amb la publicació de la *Teoria Matemàtica de l'Evidència*, de Glen Shafer, que si bé és abstracta i deixa força de banda els problemes de coneixement esmentats, aporta una eina matemàtica potent que ajuda a formalitzar-ne el tractament. Un esquema senzill sobre com aplicar els conceptes d'aquestes teories en els processos d'aproximació a la certesa per a la decisió seria el següent¹⁶: imaginem que tenim una determinada hipòtesi i que té indicis a favor seu, és a dir, que aquests indicis aporten credibilitat. Si alhora no hi ha indicis en contra de la hipòtesi, a més de creïble la considerarem plausible o admissible. Llavors, la probabilitat, tal com Keynes l'entenia, és a dir, indicant certesa per als valors elevats i impossibilitat per als valors baixos, es formarà com un promig entre credibilitats i admissibilitats. Una derivació d'aquesta regla seria, per exemple, que si no sabem res de Borsa però confiem molt en dos experts i un ens diu que unes accions són molt cares i l'altre que ho són prou, llavors el resultat és que ens quedem a mig camí entre el que diuen els dos experts, i amb la certesa que allò que s'afirma és cert. La regla és de sentit comú. A partir d'aquí nosaltres prendrem les decisions amb el coneixement disponible, com si en tinguéssim certesa, tot i que, com ja hem dit, en realitat podem estar equivocats.

Podem doncs tenir confiança en un determinat assessor financer i equivocar-nos completament. Més encara quan molts dels que es presenten com a assessors no són independents: de fet, es tracta de venedors que aconsellen els productes pels quals perceben un ingrés.

El sistema descrit d'assolir coneixement basat en criteris i indicis és el que és perquè no n'hi ha cap altre: pot ser molt útil, però és científicament feble. I el fet de no ser suficientment científic té un preu, consistent en què, per a la gran massa de gent, els fabricants de creences són els publicitaris. Bertrand Russell (1949)¹⁷ ja va indicar que no hi ha testimoni de creença més penetrant que el pecuniari, perquè quan algú està disposat a sostenir la seva creença gastant els seus diners de conformitat amb ella, aquella creença ha de ser considerada autèntica. Així, si un anunci, per exemple, aconsegueix que una marca de sabó es vengui més que una altra, significa que és més eficaç en produir creença, no pas que el sabó sigui millor. D'aquesta manera, l'inventor d'anuncis és una persona que modifica la percepció col·lectiva de la realitat.

¹⁵ Keynes, John M. (1920). Pàg.231.

¹⁶ Aquestes idees estan desenvolupades a *Extensió del Principi d'Indiferència per a sospesar el grau de veritat i falsedat d'una mateixa hipòtesi* de Joaquim M. Perramon (2007).

¹⁷ p.154 i següents.

La pròpia manera d'actuar dels publicitaris mostra com es formen les creences: *“De la tècnica de l’anunci es dedueix que per a la majoria del gènere humà una proposició determinada guanya en acceptació si és repetida de tal manera que es retingui en la memòria. La majoria de les coses que creiem les creiem perquè les hem sentit afirmar, no recordem ni on ni per què les hem sentit afirmar i així resulta que som incapaços de ser crítics.”*¹⁸ I a mesura que es perfecciona la tècnica, l’anunci publicitari tendeix a buscar cada cop menys arguments i a fer-se cada cop més sorprenent, perquè sempre que s’aconsegueixi una impressió, el publicitari també assolirà l’objectiu perseguit, que és vendre.

Dèiem que hi ha confusió quan tenim el mateix suport evidencial a favor d’una hipòtesi que de la contrària. Una mateixa hipòtesi és creïble i inadmissible a la vegada. Un assessor ens diu ‘compra’ i l’altre ens diu ‘ven’. El resultat és que ens quedem a mitges, i això és equivalent a un estat pur d’ignorància. Sense cap altra informació no sabrem, doncs, com actuar.

Cal ara que considerem d’on prové la confusió. És clar que pot sorgir espontàniament, però d’acord amb el que hem dit abans sobre la fabricació de creences, resulta molt fàcil que es provoquin situacions de confusió. El que vol vendre diu que el seu producte és el millor, i pot ser que ho sigui, o potser no, pot ser que ell ho cregui fermament... i el que és més greu: com que els indicis difícilment es poden contrastar, els entabanadors ho tenen extraordinàriament fàcil per fer vendre les coses tal com més els convé. Just en aquesta crisi immobiliària del 2008 hem vist com algunes companyies han intentat donar la imatge que anaven molt bé. Els fets els anaven, però, en contra, i al final s’ha comprovat que no era cert. Són empreses que feia anys que faronejaven.

De tota manera, cal precisar que la confusió no es produeix estrictament per causa de l’embaucador, sinó quan la seva informació xoca amb la realitat o amb informacions contradictòries.

Una darrera consideració és preguntar-se si hi ha qui té interès en deformar la realitat. Òbviament, hi ha de tenir interès qui no pot reeixir d’una altra manera. L’empresa que té una bona direcció, tecnologia,... el que farà és explicar el que té. Contràriament, l’empresa que aparenta una bona situació només gràcies a que té la fortuna que el fiscal anticorrupció o el Tribunal de la competència no l’hagi visitat mai, és la més interessada en tergiversar la realitat.

¹⁸ p.156.

4. Confusió associada als diferents models d'inversió

Normalment, les empreses acudeixen als mitjans de comunicació quan necessiten difondre determinats esdeveniments, anunciar una ampliació de capital, presentar-ne els resultats, etc. Anem ara a veure la influència que pot tenir aquesta informació en el capteniment dels inversors.

Com hem assenyalat anteriorment, la distinta percepció de la realitat entre actors i espectadors en els mercats de capitals fonamenta dos tipus d'inversors, i a la vegada dos sistemes d'informació que els inversors precisen en el mercat de valors. Per tal de veure de quina manera es pot veure afectat per la confusió, sintetitzaré prèviament aquests models.

El primer model és aplicable als espectadors. Es tracta de la concepció teòrica dominant i es fonamenta en la ja esmentada Hipòtesi del Mercat Eficient, segons la qual la informació pública disponible ha estat descomptada pel mercat i queda recollida en les cotitzacions. L'estratègia òptima de l'inversor consisteix a repartir els diners en cistelles d'accions per tal de minimitzar el risc, i obtenir així un guany que es correspondrà amb la mitja matemàtica del resultat de cadascuna de les accions de la cistella.

Darrera aquesta concepció aparentment tan senzilla hi ha ni més ni menys que Paul A. Samuelson, Franco Modigliani, Harry M. Markowitz, Merton H. Miller o William F. Sharpe, tots ells guardonats amb el premi Nobel. A part, hi ha dues peces més que han estat essencials en l'elaboració d'aquest model. La primera, elaborada per Frank H. Knight (1885-1972), és la definició del benefici com a premi al risc. El model inversor descrit (conegut com *pricing model* o *market analysis*) encaixa perfectament amb aquesta definició.

La segona aportació és la que permeté la construcció de la teoria econòmica tal com és coneguda actualment. El matemàtic Daniel Bernoulli, en una famosa conferència a Sant Petersburg (1738), exposà una paradoxa matemàtica mitjançant diversos exemples de probabilitats en els quals les preferències de les persones diferien del valor matemàtic. Per exemple, un pobre que s'hagi trobat un bitllet de loteria, possiblement preferirà vendre'l per 9000 ducats, que romandran a la seva butxaca amb certesa, que no pas tenir una expectativa de 20.000 ducats amb una probabilitat del 50%. Aquesta idea va ser recollida per John von Neumann i Oskar Morgenstern quan van elaborar una teoria del comportament o decisió racional

en què el comportament descrit per Bernouilli s'anomena aversió al risc¹⁹. A partir del principi segons el qual la gent, quan ha de prendre una decisió, opta per l'alternativa que més l'interessa - la que maximitza la seva utilitat-, i també de la hipòtesi de l'aversió al risc, la Teoria del Comportament defineix la funció d'utilitat esperada com un sistema consistent per a considerar les preferències individuals. De la utilitat se'n deriva la demanda i d'aquí els mercats i la teoria econòmica.

Aquest model teòric es basa també en la Teoria de Probabilitats i no considera els problemes de formació de les creences abans esmentats. Per tant, tot i tenir una construcció teòrica molt completa, no abarca tots els problemes que es plantegen en el mercat. Per exemple, el problema de la confusió, solament es considera a com a desajust ja que, en la mesura que tot funciona, ha de desaparèixer.

Tanmateix, les recomanacions dels *pricing models*, molt ajustades als que hem anomenat espectadors, no sempre agraden als actors del mercat. De nou, en paraules de Warren Buffet²⁰, *“és un error pensar que es limita el risc escampant el capital entre empreses que es coneixen poc i hom no té cap raó per confiar-hi,...el coneixement i l'experiència estan definitivament limitats i rarament hom pot conèixer més de dues o tres empreses”*.

Aquesta objecció és profunda i arriba fins i tot al menyspreu pels *pricing models*: *“en qualsevol classe de combat -financer, mental o físic-, resulta un enorme avantatge tenir oponents que han estat ensenyats en quelcom tant inútil”*²¹.

La qüestió és que, a efectes de decisió i estratègia en la pròpia empresa, els *pricing models* no tenen utilitat. Tal com vaig desenvolupar en la meva tesi doctoral i en treballs posteriors, per als empresaris o actors el benefici no és la compensació del risc com deia Frank Knight, sinó una compensació sovint relacionada amb el coneixement (*know how*) i de vegades amb el monopoli. Es tracta d'inversors que elaboren una estratègia, encara que sigui intuïtivament, amb la qual s'enfronten a la incertesa tot actuant. Aquest empresari ideal el que necessita és saviesa (integritat, maduresa, curiositat i capacitat intel·lectual, criteri, seny ...), lideratge (energia, voluntat d'aconseguir objectius, capacitat de motivar), i coneixement profund del negoci, amb orientació al benefici i coneixement de l'organització. Tot això en la seva vessant més positiva. En la negativa, que és el cas de l'empresari oligopolístic²², les seves

¹⁹ Theory of games and economic behavior, 1947.

²⁰ Warren Buffet (1991), carta als accionistes del Berkshire Hathaway.

²¹ Warren Buffet (1989), carta als accionistes del Berkshire Hathaway.

²² L'oligopoli i el monopoli s'ha d'entendre en el sentit clàssic d'activitat aïllada dels substituïts, es a dir d'absència de competència tal com el descriu Joan Robinson (1969).

habilitats normalment es fonamenten en barreres d'accés tecnològiques o en el control dels poders públics²³.

L'establiment de barreres tecnològiques és quelcom bastant habitual en els processos de creixement. Per exemple, s'ha acusat moltes vegades a Microsoft de pràctiques monopolístiques. L'empresa de Seattle ha estat una companyia revolucionària tecnològicament i empresarial, en el sentit que ha fet de la innovació tecnològica un cavall de batalla que li ha permès vèncer corporacions més grans, i un cop ha arribat al cim ha dificultat tot el que ha pogut l'entrada de competència. Tanmateix Microsoft ha contribuït a generar moltíssima riquesa.

Molt diferent és el cas d'empreses en sectors regulats per l'administració i en els quals la competència és més difícil. En aquests casos l'eficiència del servei depèn del fet que també ho sigui el sistema polític. Quan el sistema polític és ineficaç, aquests tipus d'empreses oligopolístiques no són generadores de riquesa o no generen la riquesa que podrien, sinó que s'apropien conscient o inconscientment de la riquesa generada per la resta de sectors econòmics.

En tots els casos, les empreses i els empresaris han de conèixer profundament el negoci, i per tant en aquest camp no hi cap la confusió, que seria paralitzant. Ara bé, les empreses que són oligopolístiques gràcies a la ineficàcia política sí que generen senyals falsos i, per tant, potencialment, confusió. Per a aquestes empreses, la defensa dels seus interessos consisteix en anar a l'Administració amb la cantarella de 'pobre de mi'. Si el sistema polític és fort i eficient, l'Administració serà independent i ja sabrà si l'empresa és pobre o no. Cas contrari, és fàcil que l'Administració es plegui als interessos particulars²⁴.

En definitiva, pel que fa al model d'inversió corresponent als actors o protagonistes del mercat, i a diferència del model dels espectadors, no hi ha una formulació teòrica tant afinada, si bé aquestes idees han estat recolzades, a més de Warren Buffet, per economistes tan rellevants com John M. Keynes.

Hi ha un tercer tipus d'inversors el comportament dels quals no se sap fins quin punt podria encaixar en algun model teòric, però que són una realitat de pes en el mercat de capitals i mereixen tota l'atenció. Em refereixo als seguidistes, que són inversors que es deixen influir excessivament per la publicitat, les notícies o les brames que es difonen. Aquests inversors apareixen com a conseqüència del que hem explicat a l'apartat anterior en referència a la dificultat en la formació de creences i la influència de la publicitat.

²³ *Del know how al poder: la metodologia d'avaluació d'intangibles empresarials en competència i la seva aplicació en un entorn oligopolístic*, J. Perramon (2007).

²⁴ La captura de l'Administració per particulars ha estat desenvolupada per George Stigler (1971).

Els models teòrics tradicionals deixen de banda aquests inversors, però Daniel Kahneman, psicòleg i premi Nobel d'Economia (2002), ha donat importància a aquest comportament 'lleuger' de molts inversors, que de cap manera poden considerar-se quelcom accidental.

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

Els processos de '*contagi*' informatiu en els mercats financers tenen uns aspectes específics. L'inversor seguidista obté els criteris d'inversió basant-se en una informació amb escàs fonament i rigor que li arriba per *contagi*, per exemple el que imita a un famós considerant que es tracta d'una autoritat en la matèria.

El problema és que un aspecte específic dels mercats financers consisteix en que no són pocs els interessats en mantenir el seguidista en el mateix estat. Imaginem (tot i que és un fet real) 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 han acordat que el banc emeti 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 ho retreu, al banquer, i no solament ningú no diu res, sinó que és possible que la premsa 'reculli' 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 seguidista: quin bon regal! A veure 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. Per tant, nosaltres també identifiquem aquest comportament seguidista com a causa de confusió.

Ara bé, arribats a aquest punt, a part d'anotar el seguidisme com un dels possibles agents de la confusió, val la pena preguntar-se a què és degut aquest comportament lleuger de l'inversor, optimista en paraules de Kahneman. Aquest inversor el que fa, en definitiva, és passar-se de llest, ja que creu que amb poca informació ja en té prou per clissar una empresa. Des del meu punt de vista, la resposta s'ha de cercar en les dificultats per a la formació de creences que anteriorment he esmentat.

Daniel Kahneman, junt amb Amos Tversky, és també autor de l'anomenada *The prospect theory*, que va popularitzar la noció de l'aversió que la gent mostra pel risc quan s'avaluen opcions que reporten guanys; i atracció pel risc quan s'avaluen opcions que reporten pèrdues, afirmacions que estan en oberta contradicció amb la hipòtesi de Van Neumann i Morgenstern abans esmentada, que justifica el model teòric del que hem anomenat inversor espectador.

Personalment, sóc del parer²⁵ que aquestes contradiccions apareixen quan s'utilitza en economia un concepte inadequat de probabilitat, i no la probabilitat tal com l'entenia John M. Keynes. La paradoxa de Kahneman-Tversky convida a construir una formulació teòrica alternativa en què cabria el model de l'inversor-actor i, de passada, de l'inversor seguidista.

5. Altres fonts de confusió

A part de les situacions de confusió que poden explicar-se a partir de característiques pròpies del mercat de capitals, de vegades la confusió pot tenir origen en la incertesa que genera la interacció dels diferents agents econòmics, per tal com produeixen una sèrie d'il·lusions que compliquen als individus el coneixement dels fenòmens econòmics.

Adam Smith, considerat el pare de l'economia, refinà el discurs de Bernard de Mandeville (1725), segons el qual allò que mou el món és l'ambició. Per a Smith, el principi bàsic era la consecució legítima del benefici personal, que en una societat amb llibertat de mercat condueix al progrés i la generació de riquesa. El que aportà doncs van ser uns nous principis morals, el destinatari dels quals era la col·lectivitat o l'organització social.

Per tant la riquesa és resultat de l'acció individual, però també de l'organització col·lectiva. A totes les organitzacions, sigui un termiter, l'Imperi Romà o l'Antic Egipte, hi ha una 'mà invisible', que és un seguit normes que tothom assumeix i respecta, que fan l'organització possible i estable. Això vol dir que la riquesa pot dependre fàcilment de com es governi, per exemple, la qual cosa surt molt del control i de la ment de l'individu. I, fins quin punt hom pot afirmar que la bonança econòmica és causa d'un bon governant? Potser sí, però és una complicació més.

Una segona complicació prové del fet que totes les variables econòmiques estan interrelacionades, de manera que s'obre la possibilitat a la creació d'estímul, incidint sobre unes variables que al seu torn incidiran sobre unes altres, i amb la possibilitat combinada de què

²⁵ "Tangram de paradoxes sobre el comportament econòmic en relació a la incertesa i el risc", IAFI, 2008.

l'organització social o col·lectiu es posi en marxa gràcies a això. El viaducte de Millau, inaugurat entre Clermont Ferrand i Montpellier l'any 2004, és una obra d'enginyeria colossal que ha estimulat l'economia per la despesa directa, la despesa induïda, la millora en el sistema de comunicacions de la regió, i per l'esforç tecnològic que ha suposat la inversió realitzada en tecnologia i capital humà. Però a més a més, inesperadament, el viaducte s'ha convertit en un atractiu turístic de visitants interessats en veure la construcció, la qual cosa torna a tenir una incidència directa i indirecta... És clar que també podríem trobar exemples inversos.

El diner (el mercat monetari) segueix aquesta capacitat de creació i destrucció de riquesa que té l'organització social com pot. El sistema bancari, si no es controla -la qual cosa, amb la globalització, resulta més probable que mai-, de manera automàtica crea diner *ex nihilo*: precisament aquesta ha estat una de les causes de la bombolla financera-immobiliària de la crisi del 2008. Es tracta d'un desajust greu entre diner i riquesa.

Aquests problemes no sempre són controlables, com a conseqüència de la imperfecció ja d'origen dels senyals propis dels mecanismes de mercat. Tanmateix, les crisis financeres es vénen repetint des dels inicis del capitalisme. Per tant, encara que el sistema financer no es pugui controlar mai del tot, sí que resulta exigible més prudència als bancs i les autoritats monetàries²⁶.

6. Borsa i informació

Per veure com es concreten els circuits de la informació a la Borsa cal tenir en compte que hi ha un predomini d'inversors passius, aquells que hem anomenat espectadors, que aporten finançaments als inversors actius o empreses, que hem anomenat actors: per tant, la relació amb la informació és bàsica, tal com tal com s'ha vist a l'exemple dels Phileas Fogg esmentats a la introducció. L'essència de la Borsa no ha canviat: hi ha unes empreses, o actors, que han evolucionat d'acord amb la tecnologia (ferrocarrils, vaixells de vapor, fabricants de cotxes,...); uns inversors, o espectadors; i una informació, uns mitjans per a transmetre-la (telègraf, telèfon, Internet,...) i difondre-la (premsa, ràdio, televisió, etc.).

Les empreses cotitzades són emissores d'informació i actualment, aprofitant l'Internet, tenen el seu propi mitjà de comunicació amb la Web de l'empresa. D'acord amb l'esquema inversor comentat, la informació que hauria de facilitar l'empresa és, per una banda, la informació corporativa que acrediti una administració honesta, els principals conceptes que facin

²⁶ Veure Bricall (2008).

comprensible l'orientació estratègica de l'empresa, i finalment les dades més importants per a fer-ne el seguiment.

A Espanya, el mercat de capitals o Borsa es gestiona mitjançant una empresa privada anomenada “Bolsas y Mercados Españoles (BME)”. La Borsa disposa d'una pàgina *web*, normalment enllaçada amb altres pàgines borsàries i amb les pàgines corporatives de les empreses cotitzades, i ofereix informació de les cotitzacions, i de qualsevol dret objecte de cotització (accions, ampliacions de capital, pagament de dividendes,...). Ja hem apuntat que una característica de la Borsa és que la cotització és una senyal d'ella mateixa: l'empresa va bé si la cotització va bé, la qual cosa no és necessàriament certa. En qualsevol cas, informativament no cal que faci res més del que ja fa. Com a receptora d'informació, en totes les èpoques la Borsa ha assimilat qualsevol tecnologia útil en un esforç per acostar l'inversor actor (empresa) a l'inversor espectador.

La supervisió de la Borsa l'exerceix la Comissió Nacional de Mercat de Valors (CNMV). Informativament, la CNMV és molt important, perquè el seu objectiu és vetllar per la transparència dels mercats de valors i la correcta formació dels preus, així com la protecció dels inversors. En l'exercici de les seves competències, la CNMV genera i rep molta informació, i la publica. Per exemple, el primer sotrac immobiliari fou provocat per Astroc²⁷, que es va destapar amb l'auditoria que es va poder consultar a la CNMV.

Pel que respecta als mitjans de comunicació tradicionals, d'acord amb l'anàlisi d'Alfonso Vara (2004), la premsa escrita és el canal informatiu més ben situat per a afrontar les dificultats de difondre informació en l'àmbit de l'economia; a la TV, l'habitual manca de disponibilitat de temps és un problema seriós per tractar aquests temes; i la ràdio és el mitjà que presenta les condicions més adverses. Tot i així, l'escolten contínuament els taxistes, que són potencials inversors. Hi ha fins i tot programes de televisió que són una mena de consultori on els inversors, gent que sembla molt poc entesa, fan les seves consultes.

Per tant, el fenomen de l'inversor seguidista té correspondència en el mercat de la informació. El seguidista pot ser algú amb formació que pensa que ja està de tornada de tot, i considera que la seva experiència i coneixements en determinats àmbits és extrapolable a d'altres, però també pot ser algú que no sap per on navega. Això és coherent amb el fenomen que apunta Alfonso Vara (2004): que l'interès per la informació econòmica decau en la crisi i augmenta en èpoques prosperes. Amb el panorama que hem descrit, en els mitjans de comunicació podem trobar-hi des d'especialistes extraordinaris i honestos a venedors d'ungüents

²⁷ “El gran sotrac d'Astroc”, Joaquim Perramon Palmada. *Avui*, 7 de maig de 2007 a l'abril del 2007.

de serp. Pel que fa a l'Internet, en molts casos es contempla com un mitjà de comunicació més. En part sí, en tant que ara tothom té la seva pàgina o el seu blog, i per tant el propi mitjà de comunicació. Però convé no oblidar que els papers, en principi, són els mateixos, i tothom segueix jugant el mateix rol que tenia abans: les empreses informen, els mitjans reben informació i la transmeten, etc.

Un canvi substancial és que ara, quan un diari ens parla d'un informe, podem anar a la font, obtenir l'informe sencer i jutjar amb els propis ulls. De fet, molts diaris ja faciliten els enllaços. A més d'això, resulta extraordinàriament fàcil i sense cost comunicar a moltes persones el nostre parer sobre la qüestió amb un blog o una web, de manera que hem entrat en el grup dels que opinen. Això significa que l'accés a la informació s'ha democratitzat.

Històricament, no hi ha hagut cap mitjà de comunicació que n'hagi fet desaparèixer un altre, i actualment passa el mateix. Ens trobem davant d'una adaptació general de tots els mitjans a les noves tecnologies. També la cultura, el coneixement, els valors, ... han resultat d'un procés de garbell i sedimentació, que ha triat allò que és rellevant o útil. Resulta d'interès plantejar-se el temor d'Umberto Eco, que això d'Internet no acabi essent un sac grandíssim d'informació irrellevant. Doncs, tal com ho veig, precisament l'estratègia d'adaptació que ha de fer la premsa escrita en el nou entorn passa per orientar-se cap a la informació rellevant, útil i de qualitat, que a més també es podrà consultar a través d'Internet.

7. La bombolla immobiliària

La bombolla immobiliària a Espanya pot servir per a il·lustrar l'anàlisi de la confusió que hem desenvolupat. Primer de tot cal destacar, com a característica del sector, la inelasticitat dels preus de l'habitatge, que arrenca de fa molts anys, molt abans de la bombolla immobiliària²⁸. Per exemple, la incorporació de la dona al mercat laboral s'ha traslladat a una puja de preus dels pisos. Quan en una família només treballava un membre, es podia arribar a destinar un 50 per cent dels ingressos a la compra d'un pis, i quan treballen tots dos poden acabar destinant-hi igualment el 50 % dels ingressos conjunts. Igual ha passat amb les condicions financeres²⁹. Amb l'entrada a la UE van baixar i es van estabilitzar els tipus d'interès, la qual cosa també es va traslladar a un augment del preu dels pisos. El mateix podem dir del termini de les hipoteques.

²⁸ Aquest fenomen queda molt ben descrit a Paricio (2005).

²⁹ Bernardos (2007) caricaturitza aquest fenomen.

Aquesta manca d'elasticitat, des del meu punt de vista, feia el sector especialment apte per a que s'hi desenvolupés una *bombolla*. Tanmateix, en el seu dia no tothom interpretà igual aquest fenomen. Jordi Gual considerava que l'augment del preu dels pisos no es deu al mercat, sinó a la seva absència, això és, l'excessiva regulació pública³⁰. El mateix dia de la publicació de l'article de Jordi Gual a La Vanguardia, El País publicava un acudit de Forges referents a les eleccions a la Comunitat de Madrid que deia: “!Vota Ladrillo! Ladrillo for president”. Veient aquests acudits hom es pot preguntar si aquesta regulació pública a la que es referia Gual no estava controlada per les empreses del sector. Ja s'havien succeït uns quants escàndols immobiliaris quan Antonio Franco qualificà la situació com *d'especulació general*³¹ i denuncià la degeneració del model urbanístic espanyol.

D'altra banda la regulació urbanística ha beneficiat als promotors immobiliaris. La població veu com les millores econòmiques es traslladen a l'increment del preu dels pisos³². En el pitjor dels casos s'inicia el *mobbing* immobiliari³³.

L'impuls del sector immobiliari a l'economia és més que discutible. A la vista dels elevats guanys, molts empresaris han abandonat la seva indústria tradicional per anar cap al totxo; s'han encarrit les despeses de personal que necessitava pagar la hipoteca, s'ha encarrit el sòl per a la indústria,... Tant discutible era, que de fet el programa electoral del PSOE l'any 2004 ja propugnava un canvi d'orientació econòmica cap als sectors d'elevada productivitat. El que es diu que s'ha de fer ara, un cop ha explotat la bombolla immobiliària, ja es deia llavors.

El discurs liberal de Jordi Gual jo interpreto que admet l'existència de bombolla immobiliària: els preus són massa alts perquè el mercat no funciona. Tanmateix, Jaime Caruana, quan era director del Banc d'Espanya, o Emilio Botín, el president del Banc de Santander, no consideraven que hi hagués bombolla, tal com descriu Juan José Millàs³⁴. De fet el discurs dominant fou que si els pisos es venien era perquè hi havia qui estava disposat a pagar aquells preus. És a dir, que segons ells el mercat funcionava si més no prou bé. Per la banda dels qui pensaven que hi havia una bombolla, hi havia institucions de prestigi com l'OCDE, que advertia del risc d'una 'brutal' punxada³⁵.

La crisi finalment ha confirmat que hi havia bombolla. I sense necessitat de fer canvis en el model urbanístic, els preus han baixat. I és que resulta que el sistema financer americà i

³⁰ “Especulación y vivienda”. Jordi Gual, *La Vanguardia*, 10 d'octubre de 2003.

³¹ “Estat d'especulació general”, Antonio Franco a *El Periódico*, 25 de desembre de 2006.

³² Paricio (2005).

³³ “Desnonament”, Ignasi Riera, *Avui* 13/02/2007.

³⁴ “Burbujas”, *El País*, 27 de juny de 2003.

³⁵ *El País*, 12 de febrer de 2004.

europèu van quedar fora de control com a conseqüència d'haver creat noves figures financeres. A més es van crear recursos financers excessius en relació amb les necessitats dels sectors no financers, que al final han anat a parar d'una manera o altra a l'adquisició d'actius com l'habitatge a Espanya, molt inelàstic per les raons abans exposades i que per tant admetia les pujades de preu que hem patit. La confusió viscuda és evident aquí. Tot i que hi havia símptomes alarmants, tant Alan Greenspan, president de la Reserva Federal, com el corrent liberal dominant, van considerar que la situació estava sota control³⁶.

Un cop explota la bombolla, els afectats directes són aquells que es queden amb el 'llumí encès', tal com passa en el joc consistent en passar-se un llumí encès on perd qui ja no el pot passar. I amb el llumí s'hi queda tant el que ha comprat pis recentment, de manera que el pot considerar sobrevalorat i ara ha de pagar la hipoteca en un context de pujada de tipus, com també les empreses que tenen actius (sòl, pisos) devaluats i tenen passius (préstecs) que no podran retornar. Seguidament, els bancs tenen un problema de morositat³⁷. Però a part de la bombolla immobiliària s'han creat uns mecanismes financers que també poden acabar punxant³⁸. Al final tota l'economia queda afectada assolint una situació que podríem descriure com *d'aluminosi financera*.

La confusió generalitzada a la Borsa sol acabar en episodis de bogeria, que és aquella situació en la qual arriba a semblar normal l'economia del farol, on determinades empreses immobiliàries (que ara es veu que tenen greus problemes) aparentaven que el llumí encès mai se'l quedarien elles. Però al final, la història acaba donant el veredictes i la confusió desapareix.

8. Final de trajecte: encaixant les peces

Considerant la incertesa com la situació en la que tenim suport evidencial a favor d'una hipòtesi i de la contrària, hem definit la confusió com una modalitat d'incertesa en la qual tenim indicis de pes a favor d'una hipòtesi i a la vegada de la seva hipòtesi contrària.

També hem vist la divisió entre actors i espectadors, segons la seva implicació o no en l'empresa, dels agents que intervenen a la borsa. Aquesta divisió afecta la informació de què es disposa i condicionarà la forma de prendre decisions, els objectius, les estratègies, tal com es sintetitza en el quadre annex. Allò que la teoria econòmica recomana als observadors és que no

³⁶ Sachs, Jeffrey (2008). "El dinero fácil y la crisis de EEUU". *El País*, 30 de març de 2008. Krugman, Paul (2008). *Greenspan és el principal responsable de la crisis*. Entrevista a la Vanguardia per Manuel Estapé, 1 de juny de 2008.

³⁷ Nueno (2008).

³⁸ Scherk (2007) descriu aquests mecanismes en el cas de la Banca espanyola.

s'escarrassin a fer previsions i maximitzin el seu benefici tot reduint el risc col·locant els seus diners en carteres diversificades. En canvi els actors implicats en la empresa necessàriament s'enfronten a la incertesa per la qual han de formar-se uns criteris que els guiïn, i és aquí, en el procés de formació de creences, on apareix la primera gran feblesa: problemes de complexitat, d'interacció, d'il·lusió col·lectiva,... però sobretot el propi mecanisme de formació de creences és feble.

Malgrat aquestes dificultats hi ha magnífics inversors que són veritables mestres del *criteri*. Les pròpies escoles de negoci tenen l'objectiu per damunt de tot de donar criteri als estudiants.

Tanmateix, els mestres del criteri son *rara avis*, essent l'agent més habitual a la borsa el seguidista, objectiu fàcil per als embaucadors o creadors de confusió, ja que el seguidista no contrasta les creences i es deixa portar per impressions molt superficials. De fet el seguidista, que és la víctima de la confusió, està tan exposat que els embaucadors poden sorgir de molts costats, de tants que no sempre es pot parlar de víctimes i embaucadors. Moltes empreses s'aprofiten de les èpoques d'optimisme i eufòria per a captar recursos a la Borsa.

En qualsevol cas es crea un cicle que s'autoalimenta. El predomini d'aquests inversors pot marcar la tendència del mercat i ningú, per interès propi, està interessat en trencar la tendència. Per això l'excés de confiança d'aquests inversors insuficientment informats acaba essent la causa de les bombolles financeres.

És normal que les empreses en el mercat informin segons la seva conveniència i de fet només es podria parlar de generadors de confusió quan es falseja informació i es diu blanc el que és negre. Per tant, en aquest sentit, les regles de joc són importantíssimes.

La informació relacionada amb la Borsa prové de les pròpies empreses, de la Borsa, de la tutela administrativa -que a Espanya és la CNMV. Gràcies a l'Internet aquestes institucions tenen mitjans de divulgació propis. Després hi ha els mitjans tradicionals (premsa, ràdio i TV).

En aquest context, com és possible que una bombolla no punxi informativament? El principi seguidista sosté que els fets manen i així ha estat, ningú no podia desmuntar la il·lusió tangible que es manifestava en forma de beneficis³⁹. Un cop ha punxat la bombolla s'ha vist que la manca de control del sistema financer internacional ha generat un excés de liquiditat que ha anat a finançar especulativament el sector de l'habitatge⁴⁰. En primer lloc, la manca de control del sistema financer es tradueix en una situació informativament molt curiosa. En principi els

³⁹ Sobre il·lusions tangibles veure Perramon (2008).

bancs tenen informació i ningú més en té, ja que no hi ha control, però en una segona etapa i com a conseqüència dels mecanismes de retroalimentació, els mateixos bancs deixen de tenir informació sobre el conjunt. En segon lloc, l'atracció de diner especulatiu s'ha pogut fer en un sector gràcies al seu caràcter inelàstic, que en part és conseqüència de les relacions amb l'administració pública, sobretot l'autonòmica i la local. A la vista dels fets es pot afirmar que el sector ha pecat d'ambició. Les regles del joc informatiu que abans comentaven s'han trencat de diverses maneres, sovint de manera fraudulenta, que és el que hom conclou quan apareixen casos de corrupció.

Pel que fa als mitjans de comunicació, hi havia veus que advertien del problema que se'ns podia venir a sobre, si bé ha predominat la tendència sostinguda des promotors immobiliaris que això era Xauxa.

Pel que fa a la informació requerida per la CNMV, ha funcionat prou bé, tret d'algun cas d'ocultació d'informació que ja és responsabilitat de l'empresa.

La conclusió d'aquest article ha d'acabar amb una moralitat. La confusió es un defecte característic de la Borsa. Tanmateix, els problemes derivats d'aquest defecte es podrien estalviar si el sistema econòmic i polític garantís una altra manera de fer per a determinades empreses i sectors més orientats a la captació de riquesa que no pas a la seva creació.

Joaquim M. Perramon Ayza

⁴⁰ És de destacar l'anàlisi de Samuelson (2008), Krugman (2008), Fabra (2008), Robini (2008), i a Espanya de Tamames (2008), Sebastian (2008), Scherk (2008) i Prats (2008).

QUADRE ANNEX: INFORMACIÓ I ESTRATÈGIES INVERSORES

Tipologia de l'inversor	Anàlisi mercat	Anàlisi de projectes	Anàlisi de pautes
Valor del projecte	Valor determinat pel mercat (oferta i demanda)	Valor intrínsec	Valor segons expectatives
Models teòrics	Capital Asset Pricing Model (CAPM)	Anàlisi fonamental	Anàlisi tècnica / Credibilitat superficial
Autors	Sharpe, Modigliani,...	Keynes, Graham, Buffet	Kahneman, Soros
Hipòtesis bàsiques	Hipòtesi Mercat Eficient (HME)	Hipòtesi inversor eficient	Hipòtesi de que els fets manen
Horitzó temporal inversió	Sense horitzó o a curt termini	Llarg termini	Sense horitzó o a curt termini
Base de la decisió de l'inversor	Cotització de les empreses (anàlisi de probabilitats)	Confiança en els gestors i existència d'oportunitats de negoci (pla d'empresa)	Intuïció, confiança en experts, 'gurus'/ identificació i seguiment de pautes
Objectius	Maximitzar l'esperança de beneficis i minimitzar el risc	Obtenció de rendiment amb la creació de valor	Valor d'anticipar la psicologia i per la creació de beneficis induïts
Estratègia	Diversificar la inversió en cartes	Invertir en poques empreses, ben conegudes i en les que es confii en el gestor	Seguir la corrent del mercat
Modalitat d'incertesa	Freqüència (credibilitat=admisibilitat)	Probabilitat (1) (credibilitat<>admisibilitat)	Credibilitat (manca d'informació)
Actitud de l'agent respecte la informació	Observador	Actor	Observador
Formació de creences	No	Criteris	Pautes i intuïcions
Risc de confusió	Cap	Poc	Total

1 De probable: tenir més raons a favor que en contra de la seva realització.

BIBLIOGRAFIA

- Bernardos, Gonzalo (2008).** “El rei mides”. *El Periódico*, 17 de juliol 2007.
- (2007). “¿Hipoteques a 100 anys?”. *El Periódico*, 26 d’abril de 2007.
- Balmes, Jaume (1845).** *El Criteri*. Edicions Selecta Barcelona, 1948.
- Bricall, Josep Maria (2008)** *Nota sobre la circulació financera. Discurs de recepció com a membre numerari de la secció de Filosofia i Ciències Socials de l’Institut d’Estudis Catalans*. Barcelona, 16 de juny de 2008.
- Charan, Ram i Colvin Feoffrey (1999).** “Why CEO’s fail?”. *Fortune*, June 21, 1999.
- Gardner, Martín (1998)** *Inducción y probabilidad Viajes por el tiempo*. Trad. Luís Bou García Biblioteca Desafios Matemáticos. RBA Editores, Barcelona, 2007.
- Fabra, Paul (2008).** “Une crisi bancaire programmé”. *Les Échos*, 4 de gener de 2008.
- Franco, Antonio (2006).** “Estat d’especulació general”. *El Periódico*, 25 de desembre de 2006.
- Gual, Jordi (2003).** “Especulación y vivienda”. *La Vanguardia*, 10 d’octubre de 2003.
- Kahneman, Daniel (2006).** Entrevista al diari *Expansión* per R.T.Lucas, 13 de novembre de 2006.
- Keynes, John Maynard (1920).** *A treatise on probability*. BN Plubisihing, USA 2008.
- Krugman, Paul.(2008).** “Fannie, Freddie y tú”. *El País*, 15 de juliol de 2008.
- (2008). “Greenspan és el principal responsable de la crisis”. Entrevista a *La Vanguardia* per Manuel Estapé, 1 de juny de 2008.
- Mandeville, Bernard de (1725).** *La faula de les abelles i altres assaigs*. Traducció de Josep Sales i Boguñà. Edició a cura de Lluís Flaqué i pròleg d’Ernest Lluch. Clàssics del pensament modern. Edicions 62. Barcelona, 1988.
- Millàs, Juan José (2003).** “Burbujas”. *El País*, 27 de juny de 2003.
- Monsó, Quim (2007).** “Por qué leo información bursátil”. *La Vanguardia*, 8 de novembre de 2007.
- Nieto de Alba, Ubaldo (2000),** *Gestión y control en la nueva economía*. Ed.Centro de Estudios Ramón Areces. Madrid.
- Nueno, Pedro (2008).** “Hundiendo”. *La Vanguardia*, 8 de juny de 2008.
- Paricio, Ignacio (2005).** “La vivienda y el tocomoho”. *El País*, 17 de maig de 2005.
- Perramon Ayza, Joaquim M. (2008).** *Economia Matemàtica. El llibre dels encanteris econòmics*. Impr. Grafic Paper, Sant Adrià de Besòs, 2008.
- (2007). *Cinc elucubracions i un poema. Ponències presentades al seminari Investigació en Anàlisi Financera i de la Incertesa IAFI (2004-2007)*. Impr. Impacto. Barcelona.
- (2006). *La vida en un joc matemàtic*. Impr. Impacto. Barcelona.
- (2003). *El Mètode del Valor afegit per a l’avaluació de projectes d’inversió*. Tesi doctoral dirigida pel Dr. Dídac Ramfrez Sarrió. Departament de Matemàtica. Facultat de Ciències Econòmiques. Universitat de Barcelona.

- Perramon Palmada, Joaquim (2007).** “El gran sotrac d'Astroc”. *Avui*, 7 de maig de 2007.
- Popper, Karl (1972).** *El coneixement objectiu* Trad. Núria Roig. Edicions 62/ Diputació de Barcelona, 1985.
- Prats, Josep (2008).** “Los excesos se pagan”. *La Vanguardia*, 8 de juny de 2008.
- Ramírez Sarrió, Dídac (1988).** *Fundamentos metodológicos para el analisis económico en contexto de incertidumbre.* (Tesis Doctoral) Facultat. C.C. Econòmiques.Universitat de Barcelona.
- Riera, Ignasi (2007).** “Desnonament”, *Avui*, 13 de febrer de 2007.
- Robinson, Andy (2008).** “Nouriel Robini: hay una burbuja masiva en la vivienda española” . *La Vanguardia*, 24 de gener de 2008.
- Robinson, Joan (1969).** *Economía de la competencia imperfecta.* Trad. Justo G. Beramendi. Ed. Martrínez Roca S.A.. Barcelona, 1973.
- Russell, Bertrand (1966).** *Ensayos filosóficos.* Co. Grandes Obras del Pensamiento. Trad. Juan Ramón Capella. Ediciones altaya, 1993.
- Tamames, Ramon (2008).** “Els bancs es preocupen només de la seva pròpia salvació”. Entrevista a *El Periódico* per Max Jiménez, 14 d'abril de 2008.
- Sachs, Jeffrey (2008).** “El dinero fácil y la crisis de EEUU”. *El País*, 30 de març de 2008.
- Samuelson, Paul (2008).** “Las lecciones económicas que la crisis no puede enseñarnos”. *El País*, 8 de juny de 2008.
- Sebastián, Luís (2008).** “La collita”. *El Periódico*, 21 de febrer de 2008.
- Scherk, Walter (2007).** “¿Qué pasa en la banca?”. *La Vanguardia*, 9 de desembre de 2007.
- Soros, George (1998).** *La crisis de capitalismo global.* Trad. Fabián Chueca. Ed.Temas de Debate. Barcelona 1998.
- Stigler, George (1971).**”The economic theory of regulation”. *Bell Journal of Economics and Management Science*, nº. 3, pp. 3-18.
- Vara Miguel, Alfonso (2004).** “Naturaleza y retos de la información económica”. *Prensa y Periodismo Especializado* II, 101 - 109, Edic. Ayto. Guadalajara.
- Wolf, Martin (2006).** “Sólo la infelicidad puede darte felicidad”. Entrevista a *La Vanguardia* per Victor M.Amela, 15 de juliol de 2006.