L'economia de les bombolles: una anàlisi per entendre l'efervescència dels preus

Una de les disciplines més fascinants de l'economia és l'estudi de les bombolles econòmiques i financeres. En tota societat on els béns tinguin un preu, sempre existirà el risc que es produeixin desviacions substancials del preu en relació amb el que podríem suposar que és raonable. I, no obstant això, què és una bombolla i per què és rellevant? Aquestes preguntes no són intranscendents: en l'argot econòmic, s'ha tendit a utilitzar la noció de bombolla amb massa lleugeresa, quan, en realitat, es tracta d'un concepte sofisticat i que, encara avui, provoca apassionats debats entre economistes de primera fila. En aquest article, intentarem aprofundir en les claus de l'economia de les bombolles, i, per fer-ho, serà necessari aclarir alguns punts.

Les fases de la bombolla tecnològica als EUA

Índex Nasdaq (100 = gener 1971)

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Saint Louis.*

Per començar, cal destacar que no hi ha una definició universal sobre què és una bombolla. La definició més comuna és que es tracta d'una desviació substancial i sostinguda del preu d'un actiu en relació amb el seu valor fonamental. Aquesta definició és un bon punt de partida, però no esvaeix alguns dubtes: per exemple, com de gran ha de ser la desviació i, sobretot, com es pot determinar el valor fonamental, fins al punt que el premi Nobel Eugene Fama ha esgrimit que és impossible definir quan hi ha una bombolla. I és que, malgrat que el valor fonamental d'un actiu es defineix com el valor present dels fluxos futurs esperats, la seva estimació és una tasca de Sísif, la qual cosa complica l'anàlisi de manera significativa. Així, en funció de les expectatives sobre quins seran els ingressos futurs o de quin tipus d'interès s'utilitzi per fer el càlcul (variable que, a més a més, es pot veure afectada, en qualsevol moment, per canvis en la política monetària), obtindrem un valor fonamental o un altre (per a més detalls, vegeu l'article «Valoració de la borsa nord-americana: hi ha motius de preocupació?», d'aquest mateix Dossier).

Sigui com sigui, els economistes solen analitzar les bombolles sota el prisma del model amb cinc fases proposat pels acadèmics Kindleberger i Minsky als anys setanta. Segons aquest model, una bombolla s'inicia amb un «desplaçament inicial», és a dir, amb una nova tecnologia o amb una innovació financera que millora les perspectives sobre el preu d'un determinat actiu. Tot seguit, es produeix el «*boom*» quan el preu de l'actiu comença a pujar i s'allunya del seu valor fonamental. En la tercera fase, l'«eufòria», els inversors fan compres i vendes de l'actiu de forma frenètica i els preus pugen de forma exponencial. Molts dels inversors que adquireixen l'actiu són conscients que pot estar sobrevalorat, però creuen que els preus continuaran pujant. En la quarta fase, la de «guanys», els inversors més avesats redueixen la demanda de l'actiu sobrevalorat per realitzar beneficis i la pujada del preu va minorant. Finalment, arribem a la fase del «pànic», caracteritzada per una baixada sobtada dels preus i per les greus pèrdues dels inversors que encara no han «baixat» de la bombolla.

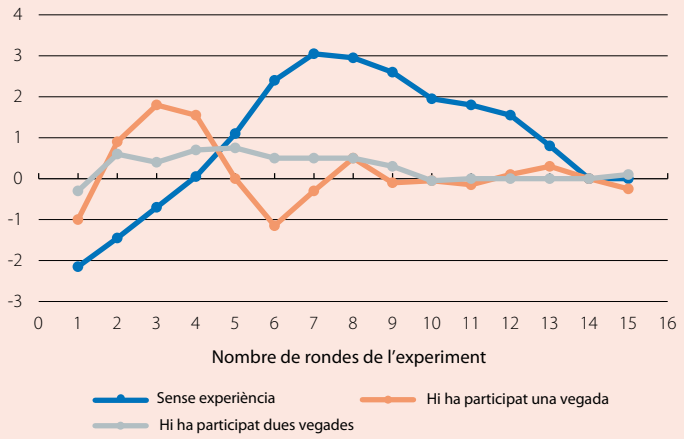
Un cop explicat què entenem per bombolla, és el moment de classificar-les. La literatura econòmica distingeix entre dos tipus de bombolles, les racionals i les irracionals. Les racionals sorgeixen en economies amb agents econòmics racionals, en el sentit que processen de forma correcta la informació disponible als mercats i que, en funció d'aquesta informació, prenen decisions òptimes. Però, si donem per bo que tots els individus són racionals, com pot ser que es produeixin bombolles? La literatura econòmica ha trobat diverses teories per explicar aquesta aparent paradoxa. Una de les més atractives postula que alguns individus, fins i tot sent coneixedors de la bombolla, prefereixen retenir l'actiu, atès que creuen que molts inversors encara no saben que hi ha una bombolla, i confien que els preus pujaran encara més: la clau és saltar a temps abans que hi hagi un nombre suficient d'inversors disposats a punxar la bombolla.

En contraposició als models racionals, les finances conductuals han defensat que les bombolles són irracionals. Per argumentar-ho, identifiquen diverses disfuncions cognitives dels individus a l'hora de prendre decisions, com la tendència d'alguns inversors a avaluar les inversions en funció del seu comportament recent (biaix de representativitat) o la sobreestimació de les seves capacitats a l'hora de fer projeccions (excés de confiança). Aquestes disfuncions provoquen que els diferents inversors tinguin expectatives molt dispars sobre un determinat actiu financer a l'hora de processar una mateixa informació de manera diferent. L'economista Robert Shiller va encunyar el terme «exuberància irracional» per descriure aquests comportaments, que poden donar lloc a bombolles, ja que les decisions de compra per part dels inversors que són optimistes i que esperen que el preu de l'actiu vagi a l'alça poden provocar augments notables dels preus.

Alguns economistes han realitzat experiments en laboratoris per estudiar com i quan es generen les bombolles, i els resultats són certament suggeridors. Smith, Suchanek i Williams[1] van ser els pioners a l'hora d'organitzar un experiment en què als participants se'ls assignaven diferents quantitats de diners i d'un actiu financer fictici que pagava dividends en 15 períodes en funció d'unes probabilitats conegudes per tots els participants. Durant l'experiment, els participants podien comprar i vendre l'actiu en cada ronda mitjançant una subhasta. Els autors van obtenir un gran volum de compravendes i el clàssic patró de les bombolles amb desviacions positives i significatives del preu en relació amb el valor fonamental en les primeres fases i una correcció, gràcies a un descens intens dels preus, en les últimes. El resultat és important, ja que mostra que, fins i tot en un context en què tots els agents tenen les mateixes expectatives sobre els dividends que pagarà l'actiu, es poden produir bombolles, situació que ha estat interpretada per alguns economistes com un suport a favor de les bombolles irracionals. Un estudi posterior amb un disseny molt semblant va realitzar l'experiment fins a tres vegades seguides, i el resultat va ser que les bombolles succeeixen quan els participants en els experiments participen per primera vegada, però, a mesura que hi participen de nou, les bombolles desapareixen.[2] Això indica que una altra raó per la qual apareixen bombolles podria ser l'ofuscació d'alguns inversors novells que no entenen del tot el funcionament dels mercats.

Bombolles i experiència al laboratori

*Preu menys valor segons fonaments (unitats monetàries) **



Nota: ** El valor segons fonaments és el valor actual descomptat dels dividends futurs de l'actiu en cada període. Els participants participen en tres sessions de 15 períodes cadascuna en què compren i venen l'actiu al laboratori.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de Hussman, R., Porter, D. i Smith, V. (2008), «Thar She Blows: Can Bubbles Be Rekindled with Experienced Subjects?», American Economic Review.*

Un cop explicats els tipus de bombolles, és important analitzar-ne l'impacte sobre l'economia. Hi ha efectes positius i negatius. Entre els positius, alguns economistes consideren que les bombolles, mentre s'expandeixen, poden fomentar inversions productives, ja que atenuen les restriccions de crèdit d'alguns inversors amb bones idees però amb poc capital.[3] No obstant això, aquests potencials efectes positius són temporals i desapareixen del tot amb la punxada de la bombolla i amb les seves severes conseqüències sobre el cicle econòmic. L'explicació és que les bombolles distorsionen les decisions dels agents econòmics, i, a causa d'això, alguns agents prenen decisions equivocades que acaben perjudicant l'economia. Així, des dels anys cinquanta, el 91% de les crisis financeres i el 63% de les recessions s'han associat a bombolles.[4]

Abans de concloure, és interessant repassar algunes de les bombolles més sonades al llarg de la història. Una de les més antigues va succeir als Països Baixos en ple segle XVI amb la importació de tulipes provinents de l'imperi Otomà. Aquestes flors aviat es van convertir en un símbol nacional, la qual cosa va generar una autèntica febre per adquirir-les. Així, abans de caure bruscament, el preu de les tulipes es va multiplicar per 20 entre el novembre del 1636 i el febrer del 1637. De fet, en l'apogeu de la bombolla, una tulipa es venia a un preu equivalent a 60.000 dòlars actuals! Un altre exemple paradigmàtic és la bombolla dels Mars del Sud. En aquest cas, una companyia anglesa, la Companyia del Mar del Sud, va convèncer molts inversors que tenia una estratègia que els permetria obtenir grans beneficis gràcies a les seves activitats comercials a les colònies espanyoles de l'Amèrica Llatina. L'eufòria va provocar un augment del 700% del preu de l'acció de la companyia en la primera meitat del 1720. Els directius de la companyia van començar a vendre les seves participacions en veure que les perspectives de la companyia no eren coherents amb l'augment exagerat del preu i, tot seguit, es va produir el seu enfonsament. Exemples més recents són la bombolla tecnològica, esperonada per l'eclosió d'internet, que va punxar l'any 2000, o la bombolla immobiliària, que va conduir a la crisi financera del 2008 als EUA.

En resum, l'estudi de les bombolles està molt en voga tant per les seves potents implicacions per al cicle econòmic com per la necessitat d'aprofundir en el coneixement sobre com es formen els preus. No obstant això, cal afegir que les bombolles són un fenomen envoltat d'un cert halo de misteri i que continuen desconcertant molts economistes. Això no ens ha de sorprendre. De fet, el cèlebre físic Isaac Newton ja va dir el 1720, abatut després de perdre 20.000 lliures esterlines amb la bombolla del Mar del Sud, que era «capaç de predir el moviment dels cossos celestes, però no la bogeria de la gent».

Javier Garcia-Arenas
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

1. Vegeu Smith V. L., Suchanek, G. i Williams A. W. (1988), «Bubbles, crashes and endogenous expectations in experimental spot asset markets», Econometrica, vol. 56, núm. 5.
2. Vegeu Hussam, R., Porter, D. i Smith, V. (2008), «Thar She Blows: Can Bubbles Be Rekindled with Experienced Subjects?», American Economic Review, 98:3.
3. Vegeu Martín, A. i Ventura, J. (2014), «Managing credit bubbles», IMF Working Paper.
4. Vegeu Jordà, Ò., Shularick, M. i Taylor, A. (2015), «Leveraged Bubbles», Journal of Monetary Economics.