

SE OLVIDARON LOS AVISOS Y LA HISTORIA

*El artículo que sigue fué publicado el 27 de Octubre en el Herald Tribune. Su autor es HENRY KAUFMAN, director ejecutivo de Salomon Brothers, Inc.*

La caída histórica de la Bolsa fué el resultado de la presión de una serie de magnitudes básicas, de una diversidad de debilidades estructurales y de los fallos de los protagonistas del mercado, que no han querido aprender o recordar las lecciones de la historia. Durante la euforia de la subida fueron ignoradas las advertencias sobre los bajos dividendos y los reducidos rendimientos de las acciones, en la creencia de que unos y otros subirían al compás de unos supuestos mayores beneficios de las empresas. Algunos hechos habían arrojado sombras sobre / estas expectativas, en especial desde el verano. Uno de ellos / era la creciente evidencia de que los precios al consumo se habían situado en una trayectoria ascendente de aproximadamente / el 5% para el año en curso. Estas expectativas inflacionistas / se reforzaron con la aparente falta de acuerdo entre la Administración y el Congreso para la reducción del déficit presupuestario, con el agravante de que, incluso en el caso de que los recortes del presupuesto previstos en la ley Gramm-Rudman llegaran a ser realidad, el déficit se elevaría probablemente a 160 ó 165 m.m. de dólares en 1988, después de haber sido de unos 150 m.m. en el año fiscal que terminó el 30 de Septiembre pasado.

También se hizo evidente que era probable una subida de / los tipos de interés como consecuencia de los déficit presupuestario y comercial. Este podría ser reducido con unas mayores exportaciones, bien con unas menores importaciones, pero esto intensificaría las presiones de la demanda que se manifiestan ya en muchas industrias norteamericanas. Unas mayores exportacio--

nes aumentarían la demanda de productos producidos en el país. Unas menores importaciones trasladarían la demanda de productos que vienen del exterior hacia artículos producidos en Estados / Unidos. Las consiguientes presiones inflacionistas sólo podrían compensarse con una reducción de la demanda interna.

Posibles medidas proteccionistas encaminadas a reducir las importaciones en una situación casi de pleno empleo agravarían los riesgos de inflación. Además, en las presentes circunstancias, una persistente caída del dólar haría que disminuyera la predisposición de los inversores extranjeros a suscribir obligaciones en dólares. También esto intensificaría las expectativas inflacionistas.

El mercado de acciones ignoró en un principio estas realidades poco gratas, pero no lo hizo el de bonos. Los rendimientos de los bonos a largo plazo del Tesoro aumentaron hasta el 10% , y antes de que la Bolsa cayera habían crecido más del 35% en relación con los precios mínimos alcanzados a principios de año.

La combinación de un dólar inestable y de unos rendimientos de más del 10% de los bonos del Estado, contrastando con los ya citados bajos dividendos de las acciones, puso al descubierto / las debilidades de la Bolsa que llevaron a su caída.

Los que fueron puntos fuertes del mercado de acciones se / convirtieron así en elementos de su debilidad. Por ejemplo:

- Los tipos de interés más altos hicieron rápidamente más probable que terminara la mayor escasez de acciones que ha resultado de las fusiones, consolidaciones y absorciones. Estas reestructuraciones empresariales han eliminado del mercado más de 100 m.m. de dólares en acciones en cada uno de los últimos tres años, reduciendo la oferta de títulos. Una retirada similar estaba teniendo lugar este año, y no parecía importarle al mercado que todo esto tuviera lugar, sobre todo a través de la sustitución de deuda por acciones.

El riesgo que iba a comportar esta reestructuración de las empresas no preocupaba a un mercado empujado por el deseo de / unos buenos resultados a corto plazo. Las recompensas inmediatas procedentes de la descapitalización de las sociedades eran la / preocupación dominante, hasta que la elevación de los tipos de interés puso en entredicho el proceso de reestructuración.

- La preocupación por la estabilidad del dólar abrió también el interrogante de la posible interrupción del apetito voraz de los inversores extranjeros por las acciones norteamericanas. En todo el año pasado y en lo que llevamos de éste los extranjeros fueron sólo superados por los fondos mutuos en las / comprar netas de acciones. En los 18 meses anteriores a la mitad de 1987 inversores de otros países compraron títulos por 35 m.m. Los fondos mutuos, mientras tanto, se convirtieron en los mayores compradores internos, adquiriendo acciones por un valor de 40 m.m.

Como compradores, tanto los extranjeros como los fondos mutuos se caracterizan por su volatilidad. Los extranjeros respondieron rápidamente a los diferenciales de intereses y a las perspectivas inflacionistas en los mercados financieros de todo el mundo. Muchos inversores en fondos mutuos, por otra parte, se / han mostrado últimamente muy sensibles a las alternativas de / los mercados internos.

Algunos inversores contemplan las acciones de los fondos / mutuos no como vehículos de una inversión a largo plazo, sino / como inversiones líquidas con un elevado potencial de rendimientos. Esta posición no tiene en cuenta los riesgos de las bajas.

- Las retiradas de acciones y las compras de los extranjeros y de los fondos mutuos contrastan con la actitud del inversor más estable que dominaba la Bolsa hace diez años. La regla la constituían entonces los fondos de pensiones públicos y privados, con su comportamiento estable de inversores a largo plazo.

- El rápido crecimiento de las opciones y de los futuros también ha contribuido a la desestabilización de la estructura bolsista. El volumen medio diario de transacciones de futuros y de opciones se elevó desde 11 m.m. en 1984 a 35 m.m. durante los pasados tres meses. El volumen total de los futuros negociados hasta Octubre de este año alcanzó los 2,9 billones, mientras que las operaciones de acciones reales sólo alcanzó los 1,9 billones.

Los nuevos protagonistas (new decision-makers) en los mercados financieros son extremadamente hábiles en sus análisis. / Son ambiciosos y les gusta asumir riesgos, pero, desgraciadamente, su empuje no ha sido templado con las lecciones de la historia. No deberíamos sorprendernos de ello. En los Estados Unidos son pocas las escuelas de administración de empresas que enseñen historia financiera. ¿Cómo podemos recordar las lecciones / de la historia si ésta no se enseña?.