

El carácter convencional de la evaluación financiera

André Orlean

*Investigador de la Escuela Politécnica de París,
miembro del Centro de Investigaciones
en Epistemología Aplicada (CREA)
E-mail: andre.orlean@cepremap.cnrs.fr*



Es pertinente analizar los dos primeros niveles de la arquitectura financiera, esto es, la liquidez y los precios. Sin embargo, antes de abordar estos asuntos, se comenzará por recordar las ideas de Keynes. Él fue el primer autor en hablar de “convención financiera”. Vamos a mostrar que en lo que Keynes estaba pensando es lo que llamamos la “convención de continuidad”, y no en la convención de interpretación. El tercer nivel, el de las convenciones de interpretación propiamente dichas, será tratado más adelante.

LAS IDEAS DE KEYNES

Keynes defendió la idea de convención en dos textos fundamentales: de una parte en la *Teoría general*, de otra, en el artículo de 1937¹, que se pretende una presentación de los conceptos fundamentales de la *Teoría general*. En el artículo de 1937, escribió: “Sabido que nuestro juicio individual no tiene ningún valor, buscamos apoyarnos sobre el juicio de los demás, quienes quizás estén mejor informados. Para decirlo de otro modo, tratamos de conformarnos a la conducta de la mayoría o al promedio. La psicología de

una sociedad de individuos en la que cada uno de ellos se esfuerza por copiar a los otros conduce a lo que, estrictamente, puede llamarse un juicio convencional”². Esta cita pone en evidencia el lazo que, para Keynes, une la imitación a la convención. Señalemos que es el mimetismo informacional el que interesa a Keynes aquí: se copia a los otros porque se espera que tendrán mejor información que nosotros mismos.

Es, sin embargo, en la *Teoría general* donde Keynes desarrolla más ampliamente la idea de convención financiera. Le consagra el párrafo IV del capítulo 12. Se trata, en ese párrafo, de comprender cómo se realizan las re-evaluaciones a las que se ven sometidas las acciones “todos los días e incluso a todas horas”. Keynes escribe: “En la práctica, y por regla general, hay un acuerdo tácito de recurrir a un método que descansa, a decir verdad, sobre una pura *convención*. Esta convención consiste esencialmente -aun cuando es verdad que ella no juega siempre de una forma tan simple- en la hipótesis de que el estado de cosas actual de los negocios continuará indefinidamente, a menos que se tengan razones precisas para esperar un

[N. de E. Traducción de Fernando Arbeláez del capítulo “Le caractère conventionnel de l'évolution boursière”, del libro *Le pouvoir de la finance*, París, Ediciones Odile Jacob, 2001. Recibido el 3 de noviembre de 2004, aceptado el 23 de noviembre de 2004.]

¹ John Maynard Keynes, “The general Theory: Fundamental concepts and ideas”, *Quarterly Journal of Economics*, vol 51, 1937, págs. 209-223, retomado en Clower R. (ed.) *Monetary Theory*, Penguin Books, 1969, págs. 15-25.

² *Ibid*, pág. 217.

cambio³. A primera vista, podría parecer que se trata de una pura tautología. Pero es el artículo “definido” lo que es clave aquí. En ausencia de razones fuertes y argumentadas que nos lleven a anticipar un cambio de los precios, hacemos como si la evaluación actual fuera la buena. Dicho de otro modo, se privilegia la hipótesis de que los precios se mantendrán por sobre cualquier otra previsión. Es solo en caso de que tengamos un conocimiento cierto que nos aventuramos a prever un cambio en los precios. Adherimos por defecto al *statu quo*. ¿Cuál es el fundamento de ese comportamiento? Keynes subraya que ni la observación histórica de los mercados, ni el cálculo de probabilidades justifica una tal jerarquización de las hipótesis. En consecuencia, para él, la adhesión a un tal método de evaluación no es producto sino de la “pura convención”: “En la práctica, suponemos, en virtud de una verdadera convención, que la evaluación actual del mercado, cualquiera que sea la manera en que se haya formado, es la única correcta, teniendo en cuenta el conocimiento actual de los hechos que influirán sobre el rendimiento de la inversión, y que dicha evaluación cambiará sólo en la medida en que este conocimiento sea modificado”⁴.

Para Keynes esta convención juega un papel fundamental, pues es ella la que permite “un alto grado de continuidad y de

estabilidad en los negocios, “*siempre y cuando se pueda contar con el mantenimiento de la misma*”. La razón que él invoca a esta altura del razonamiento es sumamente interesante. Anota que existe un lazo estrecho entre la hipótesis convencional y el riesgo percibido por el actor financiero. En efecto, la convención tiene el efecto de calmar los nervios del inversionista en la medida en que ella significa “que el inversionista no corre riesgo distinto que el de un cambio efectivo en las informaciones relativas al *porvenir próximo*, riesgo en torno de cuya probabilidad puede tratar de hacerse a una opinión personal y que, en cualquier caso, no sabría ser muy grande”⁵. El mantenimiento de la convención significa, en efecto, que las variaciones de precios serán sólo incrementales y progresivas. Las nuevas informaciones no han de provocar más que cambios diferenciales en relación con el precio actual, que constituye el punto de anclaje de esas fluctuaciones. En esas condiciones, la deriva de las cotizaciones no puede ser sino de poca amplitud si el período de tiempo considerado es, él mismo, corto. Es lo que llamaremos la convención de “continuidad” de los precios o también la convención de “normalidad” por razones que aparecerán más adelante: durante un corto intervalo de tiempo, las variaciones de precios son pequeñas, tanto más cuanto más corto es

³ Keynes, *Theorie Generale*, pág. 164.

⁴ *Ibid.*, págs. 164-165.

⁵ *Ibid.*, pág. 165.

el intervalo. “De esta manera, una inversión adquiere una seguridad aceptable para el inversionista individual durante períodos cortos y durante una sucesión de períodos cortos, tan numerosos como se quiera, a condición de que el inversionista pueda razonablemente contar sobre el hecho de que la convención no fallará y que él tendrá la posibilidad de revisar su juicio y de cambiar su inversión antes de que hayan podido pasar muchas cosas. Las inversiones, que son “fijas” para la comunidad se vuelven líquidas para el individuo”⁶. Esta convención es del todo esencial pues, según Keynes, es la fuente misma de la liquidez: gracias a la normalidad de los precios, “las inversiones fijas se vuelven líquidas”.

Lo que aquí se dice es fundamental: en ausencia de saltos discontinuos de gran amplitud, el inversionista no tiene nada que temer, pues siempre tiene la posibilidad de desprenderse a tiempo de un activo, por ejemplo, antes de que la baja del precio se vuelva muy importante. En efecto, decir que las cotizaciones presentan una evolución “continua” o “normal”, significa que el precio de un título, cuando cae de 1000 a 1, pasa por todos los precios intermedios⁷. Si ello se verifica, cada inversionista puede pensar que siempre le será posible limitar su pérdida vendiendo, por ejemplo, a 800, o a cualquier otro

precio que juzgue conveniente. Tal representación del mercado está en la base de las estrategias de cobertura de portafolio. Si cada inversionista adhiere a una tal convención de la evolución de los precios financieros, es siempre posible limitar las pérdidas a un monto fijado de antemano. Es comprensible que esa creencia tenga poderosos efectos tranquilizadores en los inversionistas. Se ha visto en el estudio de la crisis de 1987 que numerosos fondos institucionales recurrieron a esas técnicas de cobertura para limitar sus pérdidas. La situación de los inversionistas es muy distinta cuando las cotizaciones presentan variaciones discontinuas de gran amplitud, pues, entonces el inversionista es incapaz de modular sus pérdidas, en función de su conveniencia. En este caso, es el mercado quien decide. Por ejemplo, cuando el precio pasa de un solo golpe de 1000 a 1. La crisis de octubre del 87 mostró con claridad que tales evoluciones son posibles. Ella es característica de una situación de desaparición de la liquidez.

Finalmente, Keynes vuelve en el capítulo 15 sobre la noción de convención cuando analiza, ya no los precios de las acciones, sino la formación de la tasa de interés de largo plazo. Escribe: “...la tasa de interés es, en el más alto grado, un fenómeno convencional en vez de psicoló-

⁶ Ibid.

⁷ Es claro que lo que está en consideración aquí no es sino una aproximación razonable de la hipótesis matemática de continuidad, puesto que los precios cambian necesariamente por saltos, dado que las cotizaciones son múltiplos del *tick*.

gico, pues su valor efectivo depende en amplia medida de su valor futuro, tal y como la opinión dominante estima que se prevé”⁸. En el capítulo precedente se ha estudiado esta referencia. La misma es particularmente interesante para nosotros, pues allí aparece con fuerza el rol que juegan las “profecías autorrealizadoras” en el proceso de engendramiento de las convenciones. Es, según mi saber, el único pasaje de la *Teoría general*, fuera del concurso de belleza, en donde Keynes se interesa por los procesos dinámicos que conducen a la emergencia de la convención financiera.

El conjunto propuesto por Keynes es bastante heteróclito, aunque las perspectivas teóricas están allí claramente trazadas. Todas las piezas del rompecabezas están ahí: la liquidez de los mercados financieros, la autorreferencialidad, presentada con ocasión del concurso de belleza, el rol de la imitación que aparece claramente en el artículo de 1937, las profecías autorrealizadoras que pone en escena el capítulo 15 y la convención financiera que desarrolla el parágrafo IV del capítulo 12, pero en ningún lado se encuentra un marco unitario que articule el conjunto de esos conceptos en un modelo dinámico claramente formulado. Anotemos, igualmente, que Keynes utiliza el término de convención en una acepción amplia e intuitiva y que no busca definirlo rigurosamente. Pero la teoría propuesta en el

capítulo dos de la presente obra provee un cuadro sintético de inteligibilidad que formaliza con precisión las ideas de Keynes sobre las finanzas. Para ello, es conveniente, sin embargo, distinguir entre los diferentes niveles de la organización financiera.

LA LIQUIDEZ

En el nivel más abstracto de la arquitectura financiera se encuentra la liquidez. Las formas institucionales de la misma pueden ser muy variadas: los intercambios pueden ser más o menos centralizados y, para un mismo grado de centralización, la organización de las transacciones puede tener diversas configuraciones. Es así como los mercados cambiarios y los de acciones reposan sobre principios de funcionamiento diferentes; o que la bolsa de Londres y la de París tienen estructuras organizacionales distintas. Sin embargo, lo que está en juego es siempre la capacidad de los títulos a transformarse en riqueza *hic et nunc*, es decir, en moneda. Las reflexiones del segundo capítulo y, en particular, el análisis de la crisis de octubre de 1987, nos permiten ahora ser más precisos en cuanto al contenido de esta dimensión propiamente hablando, fundadora de las finanzas.

Se ha visto, en efecto, que la crisis podía interpretarse como un proceso de destrucción de la liquidez financiera cuyo

⁸ Keynes, Op. cit., pág. 212.

acmé es alcanzado cuando el sistema de pago y compensación se ve directamente amenazado, cuando se ve amenazado el corazón mismo del mercado. Fue lo que se observó el 20 de octubre de 1987 en el CME. No se trata ya sólo de retrasos en la ejecución de órdenes individuales, lo que ya es doloroso para la liquidez, sino de una serie de disfuncionamientos severos, en particular en la gestión de los llamados de margen, que provoca una crisis global de confianza y presiones formidables sobre la solvencia de las casas de bolsa. Se constata en ese momento que numerosos *traders* abandonan el mercado. Es sólo la acción de la FED, secundada por los bancos, que se revela decisiva, pues es ella la que le da a los mercados la liquidez que requieren. Esos acontecimientos, por su brutalidad, ponen al desnudo una realidad que es obliterada por el funcionamiento normal de los mercados: la liquidez financiera no es un dato natural, intrínseco al título; su producción reposa *in fine* sobre una cierta garantía del banquero central. Esta reflexión nos conduce a aproximar liquidez financiera y liquidez bancaria en su común dependencia frente a la moneda central, aun si las formas de esta dependencia difieren, por otro lado, de manera importante, como vamos a verlo.

Para llevar a feliz término este análisis, hay que comenzar por subrayar que la liquidez es una *relación social específica* que no se confunde con el concepto de valor; no todos los objetos provistos de valor son por ello mismo líquidos. La liquidez de

un objeto designa una cualidad particular, a saber, su capacidad de hacerse aceptar como medio de pago en el seno de una comunidad determinada. Esta distinción entre valor y liquidez aparece plenamente en el hecho de que un individuo puede ser solvente y ser, no obstante, ilíquido. Es solvente cuando el valor de su activo neto es positivo. Sin embargo, este agente solvente puede simultáneamente estar en incapacidad de enfrentar sus compromisos si no posee recursos líquidos, es decir, activos que sean aceptados como medios de pago por los otros miembros del grupo. Lo que está en juego en la liquidez no es pues otra cosa que el reconocimiento social del valor en el seno de una comunidad particular. Dicho de otra manera, sin la unción de la liquidez, el valor de un objeto conserva un carácter “privado”, como lo hace plenamente manifiesto su dificultad para circular. *A contrario*, el objeto “líquido” no puede circular y ser aceptado en los intercambios sino en tanto que goza de una legitimidad social.

En la organización moderna de las sociedades mercantiles, es la moneda la que constituye la forma superior de la liquidez. El reconocimiento por todos de un mismo signo como expresión legítima del valor es un proceso que sobrepasa el marco exclusivo de lo económico: en la adhesión colectiva al signo monetario es la comunidad en tanto que unidad social la que aparece en el proscenio. Ello es visible en la circulación monetaria, en tanto que la misma arrastra a todos los agentes

individuales en un mismo flujo macroeconómico, imponiéndoles una misma contabilidad. Bajo este ángulo, la liquidez aparece como una relación de totalización que construye un espacio homogéneo de comunicaciones intensas y de interdependencias en las que cada quien está estrechamente ligado a los demás; toda decisión privada tiene su impacto en el vecino. Tal lazo sólo puede fundarse sobre una poderosa confianza colectiva en la capacidad del grupo así constituido para ejercer su autonomía, para bien de todos sus miembros. La expresión más pura de esta “fe social” nos es dada por la aceptación unánime del signo monetario, signo que, no por carecer de valor intrínseco, es menos el objeto de todos los deseos⁹.

Si la moneda central es la forma absoluta y fundadora de la liquidez, es posible, sin embargo, considerar formas de liquidez sólo relativas. Es lo que hace Keynes en el capítulo 17 de la *Teoría general*, cuando propone una clasificación de las riquezas según su grado de liquidez: él define la prima de liquidez como “el grado de seguridad y de comodidad”, asociado a una cierta riqueza¹⁰; seguridad en la medida en que el valor de esta riqueza es

suficientemente estable para hacer de ella un medio de reserva aceptable, y comodidad porque ella posee un espacio parcial de circulación en donde es aceptada como medio de pago. Esta idea será retomada por John Hicks al escribir: “Es la moneda misma la que es perfectamente líquida y los otros valores no lo son sino en grados diversos¹¹”. Es así que los depósitos a la vista están provistos de un alto grado de liquidez. Son sustitutos cercanos a la moneda, puesto que son utilizados como medio de intercambio, de pago y de reserva en un espacio muy amplio. Anotemos que esta liquidez de la moneda bancaria es la consecuencia de una doble realidad de naturaleza contrastada¹².

La primera puede decirse que es exógena: se trata de una garantía que versa directamente sobre el valor de los depósitos expresado en moneda central, a la tasa de uno a uno. Esta garantía puede tomar formas diversas (reservas obligatorias, razones prudenciales o fondos de garantía); pero de manera fundamental, tal garantía compromete, de una u otra manera, al poder público que, en calidad de prestamista de última instancia, viene al rescate de los bancos en dificultades. La segunda

⁹ Esta perspectiva de análisis ha sido desarrollada en *La moneda soberana*, bajo la dirección de Michel Aglietta y André Orléan, Ediciones Odile Jacob, 1998.

¹⁰ Keynes, Op. cit., pág. 233.

¹¹ John Hicks, *Monnaie et marché*, París, Económica, 1991, pág. 71.

¹² En Aglietta y Orléan, *La moneda soberana*, se mostró que tal dualidad era igualmente cierta de la moneda central. Ésta es a la vez moneda exógena y moneda endógena. Moneda exógena puesto que fundada en una garantía externa en la soberanía y moneda endógena en tanto que producto espontáneo de los intercambios, cuya regularidad conduce a distender el lazo con la acción de la garantía.

realidad puede ser llamada endógena. Es más compleja de captar, pero tiene mayor alcance. Se trata de un lento proceso de transformación de las costumbres económicas que conduce a la utilización cada vez más amplia de la moneda bancaria, lo que tiene por efecto disminuir notablemente las demandas de conversión en moneda central. La extensión del espacio de circulación de las monedas escriturales tiene por efecto acrecentar mecánicamente la estabilidad de los bancos emisores y, en consecuencia, la confianza que los agentes económicos depositan en ellas. Es solo en situaciones críticas que los actores económicos son llevados a poner a prueba la garantía exógena.

Es de otra parte una ley general de gran alcance la que nos dice que el aumento del espacio de circulación de un bien tiene un efecto estabilizador mecánico, en la medida en que dicho aumento disminuye la proporción de demandas de conversión frente al uso del bien circulante. Esta ley general establece un lazo entre el uso puramente funcional de una moneda y la confianza de la que la misma se beneficia. Una ilustración general de esta ley nos es dada por esas piezas que, en el marco de un régimen monetario metalista, continúan circulando de acuerdo con su valor facial aun cuando la cantidad real de metal que contienen ha sido roída. Hay así una funcionalidad propia de la relación de circulación que autoriza a apoyarse sobre la aceptación automática del otro sin que haya necesidad de verificar el va-

lor propio del bien circulante. Lo que cuenta es la adhesión de todos, de tal suerte que el control del valor es, con mucha frecuencia, inútil. Por el hecho mismo de su liquidez, el objeto circulante adquiere un valor específico, que se podría llamar de circulación, y que se puede desconectar de su valor intrínseco. De igual modo, billetes falsos, reconocidos como tales por los agentes, podrían circular muy bien, si el Estado no interviniera brutalmente para impedir su uso. En efecto, a partir del momento en que cada quien piensa que los otros a su turno los van a aceptar, éstos circulan ampliamente sin dificultad; poco importa que sean falsos, con tal de que cada quien los acepte. Es comprensible que ese proceso tenga, empero sus límites cuando el individuo busca atesorar a largo plazo, lo que exige una creencia durable en el valor futuro del bien que se atesora.

Este análisis nos va a permitir comprender mejor qué es la liquidez de los títulos financieros. En un primer momento, se mostrará que el modelo precedente, que concibe la liquidez como el producto de un doble proceso de garantía exógena y de confianza endógena, guarda su pertinencia. Después mostraremos cuál es la diferencia entre la relación de los títulos con la moneda central y la de las monedas bancarias: aquella no está estructuralmente fundada sobre la acción del poder público, sino sobre la de la comunidad financiera. Nos será, entonces, posible mostrar que la liquidez financiera es la expresión de un proyecto de autonomización de las

finanzas que será calificado de “político”: en la oposición moneda/finanzas se juega una lucha por la hegemonía social.

En el fundamento de la liquidez de los títulos financieros, se encuentra la cotización pública de su valor, valor que adquiere por ese mismo hecho un amplio reconocimiento social. Es este reconocimiento públicamente anunciado de su valor lo que permite a los títulos circular fuera del mercado, respetando el curso oficial. Esta práctica es, de otro lado, objeto de vivas críticas por los mercados reglamentados cuando es desviada para fines estrictamente mercantiles por organizaciones privadas que buscan competir con los mercados reglamentados, en tanto que intermediarios del intercambio. Es así como ciertos organismos, como los sistemas electrónicos de negociación privados, proponen intercambio de títulos a tarifas muy bajas, incluso negativas, lo que les es posible desde el momento en que ellos no asumen los costos importantes que están asociados al descubrimiento de los precios. Este ejemplo es ilustrativo del rol que juega la cotización pública en la producción de un espacio de circulación: el mercado actúa, guardando las proporciones, a la manera de un banco al garantizar cierta equivalencia entre los títulos y la moneda. Por cierto, esta garantía no versa sobre un precio fijo, como en el caso de las mo-

nedas bancarias, sino sobre procedimientos públicos de evaluación. Ella dota a los títulos de una seguridad y de una comodidad que los distingue fuertemente de los títulos negociados bilateralmente caso por caso, lo que les permite adquirir un amplio espacio de circulación, en tanto que activos financieros. Este rol de los mercados reglamentados aparece de otro lado con fuerza cuando se interroga a los gerentes de fondos “sobre las ventajas comparativas y las debilidades comparativas de los mercados reglamentados en relación con los mercados OTC para las negociaciones de acciones”¹³: 80,6% ponen de relieve su seguridad, 77,8% su transparencia, 63,9% la legitimidad de los precios que allí se forman. ¿Cuál es la naturaleza de esta garantía exógena?

Esta garantía estipula esencialmente una regularidad absoluta de las cotizaciones públicas. Tal regularidad reposa *in fine* sobre la capacidad del mercado de absorber a todo momento el conjunto de los títulos en circulación. Estamos aquí en el corazón del problema que plantea la liquidez de los títulos: si ésta significa que es posible para un inversionista comprar o vender cualquier título en el instante en que le convenga, es bien sabido que tal posibilidad no existe para el capital tomado en su totalidad. Este permanece inmobilizado sin que el mercado tenga la

¹³ Utilizamos aquí los resultados de una investigación muy interesante presentada en Marianne Demarchi y Solenn Thomas, “Procesos de gestión, técnicas de transacción y expectativas de los inversionistas institucionales franceses”, versión preliminar, diciembre 1996, 79 páginas.

posibilidad de desembarazarse de él. De este modo, se hace evidente que la liquidez reposa sobre el compromiso tácito de la comunidad financiera de hacerse cargo de la totalidad del capital. Tal nos parece la naturaleza de la garantía exógena que funda a la liquidez. Cada quien no puede sentirse libre de comprar o de vender los títulos sino en razón a que sabe que *in fine* el mercado absorberá todos los títulos emitidos. Puede decirse que este compromiso es de una naturaleza del todo singular, puesto que nadie en particular está verdaderamente comprometido. Este compromiso no es menos real y obligante, en el sentido de que los inversionistas, en cuanto grupo, están absolutamente ligados por dicho compromiso. Hay crisis porque el mercado se niega a hacerle frente al compromiso. Busca desembarazarse del capital. Es, entonces, que la acción del poder monetario para restablecer la situación y la confianza se vuelve central, como lo mostró la crisis de octubre de 1987. Esa es la naturaleza real de la garantía exógena. Dicha acción prueba bien que la autorregulación endógena de los mercados sólo funciona imperfectamente. La comunidad financiera tiene que pedir la ayuda del poder público. Y esa acción muestra también, *a contrario*, cual sería la exigencia de una autorregulación auténtica: producir una liquidez radicalmente autónoma respecto de la liquidez monetaria.

En una sociedad desarrollada la crisis alcanza sólo raramente tales extremos. Sin embargo, es eso lo que ella pone fundamentalmente en juego. Si la garantía última no se ejerce sino en fases críticas, muy raras una vez que el capitalismo se ha desarrollado suficientemente, es porque la liquidez reposa igualmente sobre un proceso de confianza endógena que hace de la demanda de conversión de la liquidez financiera en moneda una excepción. Encontramos aquí el segundo pilar de la liquidez.

Este proceso endógeno encuentra su fundamento en el hecho de que los títulos líquidos son objeto de una demanda específica, debida, precisamente, a que son líquidos y, pues, fácilmente negociables. Esta demanda específica tiene como consecuencia acrecentar en similar proporción el espacio de circulación financiera de tales títulos, lo que de rebote tiene efectos positivos sobre su liquidez. Esta dinámica virtuosa es visible en la importancia que los gerentes le acuerdan a la liquidez de los valores en su proceso de decisión. Sobre una escala que comporta cinco grados, desde “muy importante” a “sin importancia alguna”, se constata que 39% consideran que la liquidez es un factor “muy importante” y 56%, un factor “bastante importante”. Ninguno juzga que es poco importante o sin importancia alguna¹⁴. Está claro que la liquidez significa facilidad de intervención en condiciones de precio favorables y

¹⁴ Ibid., pág. 9.

que la misma es, pues, fuertemente buscada. Este sesgo a favor de activos líquidos es, por otra parte, visible en el hecho de que “los inversionistas institucionales invierten mayoritariamente en los valores de mayor capitalización. En promedio, los portafolios de acciones francesas están compuestos a más de dos tercios por acciones del CAC 40¹⁵”. Pero—éste no es el único efecto de la liquidez. La misma conduce también a hacer de las acciones un instrumento que puede sustituirse a las formas tradicionales de ahorro líquido. Es éste un proceso más lento, que supone una transformación profunda de las costumbres y de los comportamientos de los hogares. Su resultado es una ampliación considerable de la circulación financiera. Tal evolución es particularmente visible en nuestros días, cuando se observa el fuerte crecimiento del ahorro financiero de los asalariados. Esas causalidades esbozan, entonces, un proceso de refuerzo endógeno de la liquidez que le asegura una gran estabilidad al mundo financiero. Cada etapa de ese proceso se estabiliza a través de formas institucionales específicas. Lo que está en juego en esas construcciones institucionales que estabilizan y organizan a la liquidez, es la autonomía misma de la comunidad financiera.

Para funcionar correctamente, la liquidez supone ciertas creencias sobre el precio, que vamos ahora a estudiar. Es ese el segundo nivel de la arquitectura finan-

ciera. Se vuelven a encontrar aquí las ideas de Keynes.

LA CONVENCION DE NORMALIDAD

Lo que Keynes llama “la convención financiera” es una creencia que porta sobre el hecho de que el precio de mercado es una evaluación pertinente del valor de los títulos en el momento considerado y en vista de la información disponible. Keynes nos dice incluso “la única *correcta*, teniendo en cuenta el conocimiento actual” y eso “cualquiera sea la manera en que se haya formado”. Esta creencia puede ser calificada de abstracta, pues porta sobre el precio como tal: la comunidad financiera reconoce en él la mejor estimación posible del valor de los títulos en el instante t . Además, ejerce efectos poderosos sobre los inversionistas puesto que ella les brinda, de una parte, una cierta seguridad en la evaluación de su riqueza financiera y, de otra parte, el reconocimiento social de esta evaluación. Ella juega un gran rol en las relaciones bilaterales, por ejemplo, si el inversionista tiene necesidad de un crédito.

¿Qué es lo que justifica tal creencia? A esa pregunta se pueden aportar dos respuestas distintas. En nuestra perspectiva de análisis, esta legitimidad no es sino la consecuencia directa de la organización misma de los mercados en la medida en que ésta autoriza a todo miembro de la

¹⁵ Ibid.

comunidad financiera a intervenir libremente si considera que el precio anunciado está errado. Está, entonces, claro que el precio expresa el consenso instantáneo de la comunidad financiera, a la vista de las informaciones de que ella dispone. Se trata incluso de una cuasi-tautología. En cuanto a la teoría ortodoxa, ella justifica esta misma creencia a partir de una aproximación diferente: la legitimidad de los precios es, según esta teoría, una consecuencia de la eficiencia de los mercados. La hipótesis de eficiencia nos dice que el precio refleja plena y correctamente toda la información disponible en el instante considerado. Pero ¿qué sentido darle a “plena y correctamente”? Si ello significa plena y correctamente en relación con las capacidades cognoscitivas de los que intervienen en el mercado, entonces, no estamos lejos de nuestro propio análisis y de la concepción keynesiana. Si, por el contrario, se trata de decir que el precio es la mejor estimación disponible del valor fundamental, teniendo en cuenta la información disponible en el instante en cuestión, entonces las posiciones difieren radicalmente. Como ha sido visto con anterioridad, gran parte de los inversionistas que intervienen en un mercado lo hace sin preocuparse del valor fundamental, de suerte que no se ve con claridad por qué milagro el precio, que después de todo no es sino el resultado del conjunto de intervenciones individuales, sería un estimador fiable del valor fundamental. De cierta manera, esta crítica de la eficiencia

se adelanta a lo largo de este libro. Pensamos que el objetivo primero de los mercados es convertir en líquidos títulos que representan un capital inmovilizado y, haciéndolos líquidos, acrecentar así la esfera de circulación de esos activos. En esta perspectiva, la pertinencia de la evaluación en tanto estimador del valor fundamental no juega sino un rol del todo secundario.

Más importante que la legitimidad instantánea del precio, es la manera en que él mismo va a evolucionar. Es ella que nos parece constituir el corazón del problema. Es eso lo que más interesa a los inversionistas. Es tal evolución la que preocupa a Keynes cuando estudia la convención de “normalidad”. En efecto, el precio instantáneo designa el precio al cual se efectuó la última transacción. Pero lo que cuenta antes que nada para todo inversionista, es el precio al cual le es posible comprar o vender “ahora”, es decir, el precio al instante $t+\varepsilon$, siendo que ahora está mirando el precio P_t . Se ha mostrado, en el capítulo primero, que la hipótesis central era la de “continuidad”, la cual nos dice que las variaciones de precio son incrementales y de poca amplitud, de suerte que el precio observado, P_t , es un buen estimador del precio al cual se hará la próxima negociación. Esta hipótesis está evidentemente ligada a la precedente: es porque el precio al instante t refleja toda la información disponible que las variaciones de precio serán necesariamente de poca amplitud puesto que, en una tal situación, sólo las nuevas informaciones pueden conducir a

modificar el consenso del mercado. Una manera simplificada de expresar matemáticamente esta última idea es escribir que el precio en $(t+1)$, que se designará como P_{t+1} , es igual a P_t , el precio en t , más una variación ε_{t+1} , independiente de P_t , puesto que es la función exclusiva de la nueva información disponible en $(t+1)$, que se designará I_{t+1} . Esta relación matemática está en la base de los modelos de mercado aleatorio y de *martingale* que son el fundamento de la teoría financiera moderna. ε_{t+1} , es un tamaño aleatorio en la medida en que depende del azar, que hace que, en $(t+1)$, tal o cual nueva información será descubierta. Esta modelización estocástica ha sido objeto de numerosos trabajos empíricos. Discutir al detalle esa literatura sobrepasa el marco de este libro. Hay que atenerse al punto esencial: la hipótesis de “continuidad” o de “normalidad”. Ya se ha visto en una sección precedente que variaciones continuas permitían imaginar estrategias de cobertura contra los riesgos en la medida en que eso permite al inversionista “revisar su juicio y cambiar su inversión antes de que muchas cosas hayan podido pasar”, como dice Keynes. Ahora bien, intuitivamente aparece que la hipótesis de continuidad está estrechamente ligada a la forma de los eventos azarosos: hay continuidad si los saltos aleatorios ε_t no son, en promedio, demasiado grandes. Eso depende, pues, de la

forma del azar que aquí se considera.

Tradicionalmente, se considera un azar gaussiano, pues ésta es la forma canónica del azar en las ciencias de la naturaleza. Es, por otra parte, significativo que se hable de variables “normales”, para decir que las mismas siguen una ley gaussiana. Es esta hipótesis la que escogió Louis Bachelier en 1900, cuando estudió las cotizaciones de bolsa, lo que le permitió descubrir el movimiento browniano cinco años antes que Albert Einstein. Una característica mayor de la ley gaussiana es que las grandes desviaciones son raras. Se puede, entonces, demostrar matemáticamente que la hipótesis de la normalidad del azar implica una continuidad de la serie de precios: si el azar es gaussiano, los saltos son “pequeños” y se verifica la hipótesis de continuidad. Por esta razón se hablará indistintamente de “continuidad” o de “normalidad”. Es este un resultado importante. Cuando se supone que el mundo es “normal” o gaussiano, ha sido demostrado que es posible construir estrategias de cobertura eficaces, capaces de anular el riesgo. El azar gaussiano puede ser domado. Pero tal construcción teórica no se sostiene si la hipótesis de normalidad no se verifica. Se ve aquí que la manera en que se enfoque el azar bursátil es decisiva. Ahora bien, son numerosos los trabajos que se orientan a mostrar que el azar bursátil no es gaussiano¹⁶.

¹⁶ Reportarse a Jean Philippe Bouchaud y a Christian Walter, “Los mercados aleatorios”, *Por la Ciencia*, número fuera de serie sobre *El azar*, abril de 1996, págs. 92-95; Benoit Mandelbrot, “El síndrome de

La idea es sencilla. Se trata de considerar la serie de cambios de precio y de verificar si la misma satisface los criterios gaussianos. Jean Philippe Bouchaud y Christian Walter mostraron que tal no es el caso, por una razón simple: las variaciones importantes que se observan en los mercados reales son demasiado frecuentes para ser compatibles con la ley normal. “En el caso gaussiano, las grandes desviaciones son tan raras que el crack de 1987 (y muchos otros más pequeños, que la memoria colectiva ha olvidado) no habría debido existir, incluso si la primera plaza bursátil hubiera sido inaugurada por Lucy¹⁷”. En efecto, si se supone que las desviaciones de precio siguen una ley normal, se puede demostrar que el tiempo medio necesario para observar una desviación comparable a la de 1987 vale 10 elevado a la 47 años, es decir, ¡la edad de la tierra a la potencia 5! Por el contrario, si se considera una ley de probabilidad perteneciente a las leyes estables de Paul Lévy, el resultado es 58 años¹⁸. Por otro lado, Bouchaud y Walter calculan, para un período de diez años, entre 1983 y 1992, o sea 2.526 días laborables, las variaciones del índice SP500. En promedio, obtienen

16,2%; si se extraen los diez mejores días, el crecimiento promedio baja a 11,6%; si se quitan los 20 mejores días, baja a 8,6%; si se quitan los 40 mejores días, ¡el progreso ya no es sino de 3,6%! Así, pues, 80 % del rendimiento del índice depende de los cuarenta mejores días, es decir, del 1,6% de los 2.526 días laborables. Semejante estructura del azar no corresponde para nada a la hipótesis gaussiana. Se enfrenta aquí un azar mucho más violento que el azar gaussiano. Benoît Mandelbrot distingue entre el azar “benigno” y el azar “perverso” o salvaje. El primero corresponde a las leyes gaussianas, el último a las leyes estables no gaussianas de Paul Lévy. Estas leyes tienen la particularidad de permitir fluctuaciones muy grandes. Las colas de estas distribuciones pertenecen a la familia de leyes potencia de tipo parteo. También habla Mandelbrot, a propósito de ellas, de azar “paretiano”. El azar paretiano hace posible una evolución fuertemente discontinua de los precios.

Se ve aquí la importancia del principio de “normalidad”. El hecho de creer en esta forma abstracta del azar permite al inversionista, *cualesquiera que sean por otra parte sus creencias*, dormir sobre sus orejas

varianza infinita y sus relaciones con la discontinuidad de los precios”, *Economie Appliquée*, vol. XXV, 1973, págs. 321-348; Christian Walter, “Les impossibles de la finance”, *Por la Ciencia*, No. 225, julio de 1996, págs. 6-9.

¹⁷ Bouchaud y Walter, Op. cit., pág. 94.

¹⁸ Este cálculo se encuentra en J.F. Boulier, B. de Vitry y F. de Drogas, “Las leyes estables y los precios de bolsa”, *Investigación e innovación*, 1998, pág. 8. Los autores agregan: “Recordemos que la crisis de 1929 sobrevino justo 58 años antes de la de 1987, y que venía una cincuenta de años después del crack del banco Union Générale”.

en la medida en que existen entonces formas satisfactorias de asegurarse contra el riesgo financiero. Se vuelve a encontrar aquí el argumento de Keynes: puesto que las variaciones son pequeñas, siempre se puede esperar. Lo que Keynes no ve es que esta convención no está ligada sólo al hecho de que el precio de hoy es legítimo, sino que tiene que ver también con la naturaleza de los choques aleatorios que el mercado conoce. Si el azar es paretiano, los choques pueden ser instantáneamente tan violentos que hagan que el precio varíe de manera muy fuerte, en un intervalo de tiempo muy pequeño. Tales fenómenos se produjeron en octubre de 1987, cuando transacciones muy pequeñas sobre un título produjeron cambios importantes en los precios. Cuando se abandona la convención de “normalidad”, no existe manera de anular el riesgo. Eso transforma el modo de concebir al mercado. Si el azar no es gaussiano, se sigue de ello que unos cuantos días pueden tener un impacto desproporcionado sobre el rendimiento medio, al alza o a la baja, incluso si se considera un período muy largo. Descubrir esos días se convierte en un tema estratégico que requiere de formas específicas de vigilancia.

Hasta ahora, nuestros razonamientos han tratado de la creencia en ciertas propiedades formales de los precios, sin que nos hayamos interesado en los modelos mismos de interpretación, aquellos usados por los inversionistas para formar sus anticipaciones. Este procedimiento se jus-

tifica a nuestros ojos en la medida en que tales propiedades formales juegan un papel fundamental: son ellas las que, más allá de las creencias específicas de los agentes en tal o cual previsión, producen la liquidez. Es de otro lado, precisamente, su carácter formal, esto es, desprovisto de toda especificación particular sobre lo que debería ser el nivel de precios, lo que permite que se forme una adhesión unánime de los inversionistas. Es, de este modo, que la convención de “continuidad” hace concebibles estrategias de cobertura de portafolio y de minimización del riesgo, sin importar cuáles son las creencias de los inversionistas en cuanto a la evolución futura de los precios.