

## ORIGEN D'UNA CRISI FINANCERA EN FORMA D'EXEMPLE

L'exemple permet d'il·lustrar la fragilitat del sector financer i, simultàniament, la seva força per a magnificar (a l'alça o a la baixa) els resultats produïts pel sector real: quan una economia creix, l'activitat del sector financer contribueix a augmentar el seu creixement; i, a la inversa, quan una economia entra en recessió, el que succeeix al sector financer pot agreujar la recessió. La Fig. 1 descriu l'exemple.

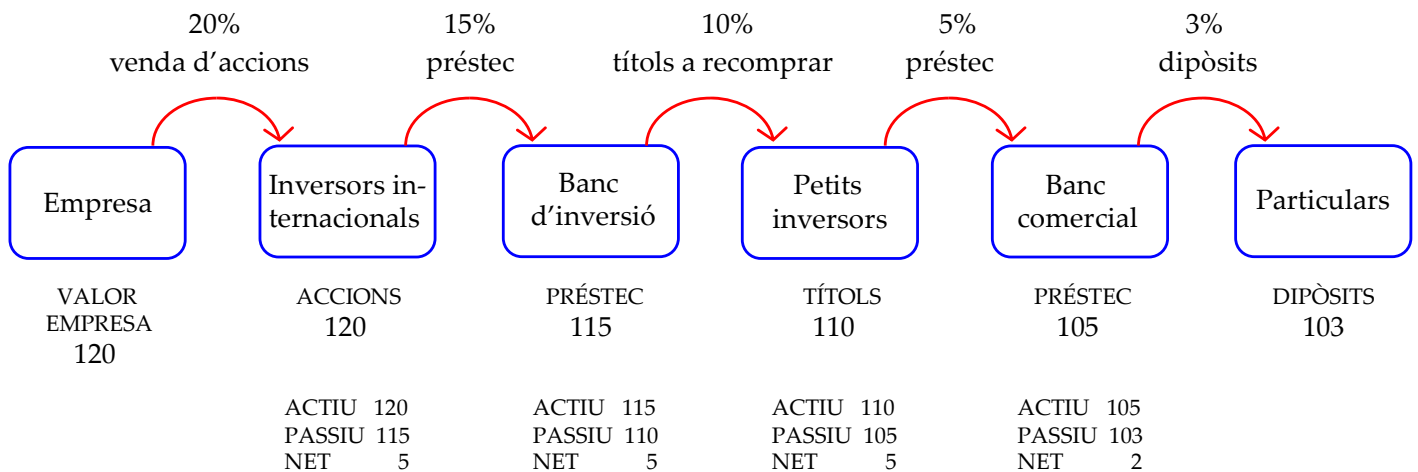


Fig. 1. Els fonaments d'una crisi financera

- **Etapa 1.** Sigui una empresa, valorada en 120 (milions d'euros), que desitja dur a terme una inversió per a millorar la seva capacitat productiva (o, alternativament, per a posar en marxa la línia de producció d'un nou producte que s'estima que els consumidors apreciaran). Per a dramatitzar més la situació, imaginem que la supervivència de l'empresa depèn del bon resultat de la inversió. Per a aconseguir el finançament de la inversió, es posa a la venda la propietat de l'empresa en forma d'accions. Per a atreure inversors, el preu de les accions (100) està per sota del valor real de l'empresa (120). Això fa que els compradors de les accions tinguin un guany del 20%: compren per 100 una cosa que val 120.
- **Etapa 2.** El cas és que els inversors internacionals atrets per aquesta oportunitat de fer benefici fàcil no disposen de liquiditat i decideixen col·lectivament demanar un préstec (per 100, el preu de les accions) a un banc d'inversió. El banc coneix el valor de l'empresa i el preu de les accions i, per tant, sap que els inversors s'estan guanyant el 20%. En vista d'això, el banc carrega una taxa d'interès del 15% sobre el préstec (a tornar, per exemple, en un any), sabent que als inversors encara els surt a compte un benefici net del 5%.
- **Etapa 3.** El cas és que el banc d'inversió tampoc no disposa dels 100 que demanen els inversors i, per a aconseguir-los, aplega els préstecs dels inversors internacionals per a col·locar participacions (en forma de títols) entre petits inversors. L'oferta del banc és que si els inversors compren el lot sencer per 100, el banc es compromet a recomprar-los els títols d'aquí un any per 110. D'aquesta manera, els petits inversors tindrien una rendibilitat del 10%.

- Etapa 4. Els petits inversors estan encantats amb aquesta oferta del banc d'inversió, però, ai las!, tampoc no tenen ni cinc. Sabent que els bancs comercials carreguen un 5% per un préstec, s'adrecen a un banc comercial i demanen un préstec de 100 al 5% a tornar en un any. Amb aquests 100 lliurats pel banc comercial, els petits inversors compren les participacions (mitjançant les quals el banc d'inversions ha titulitzat els préstecs dels inversors internacionals) al banc d'inversió que, aleshores, fa efectiu el préstec de 100 als inversors internacionals, gràcies al qual aquests poden comprar les accions de l'empresa, la qual podrà executar el seu pla d'inversions.
- Etapa 5. Però, oh sorpresa!, el banc comercial va curt de fons i fa una campanya entre clients preferencials per a què dipositin 100 al banc a un any al 3%. La campanya té efecte i el banc comercial aconsegueix els 100 que permet que els petits inversors comprin, el banc d'inversió presti, els inversors internacionals comprin i l'empresa inverteixi.

La Fig. 1 mostra aquesta seqüència d'esdeveniments. Per a cadascun dels dos bancs i els dos grups d'inversors, s'ha indicat el resultat de les seves operacions. Els inversors internacionals compren accions per valor de 120 i s'endeuten per valor de 115: guany net, 5. El banc d'inversió realitza un préstec per valor final de 115 i assumeix un deute amb els petits inversors de 110: guany net, 5. Els petits inversors tenen títols que valdran 110 en el moment que hauran de tornar un préstec de 105: guany net aleshores, 5. Finalment, el banc comercial realitza un préstec per un valor final de 105 a canvi de l'obligació de pagar 103 als dipositants: guany net, 2. En resum, tothom surt guanyant amb aquest maremàgnun d'operacions. També l'empresa, que aconsegueix el finançament que necessita, i també els particulars, que tindran un 3% de rendibilitat dels seus dipòsits. Això mostra la capacitat positiva de magnificació del sector financer: l'expansió de l'empresa genera beneficis per a inversors, bancs i dipositants.

### **Efecte palanquejament**

L'exemple il·lustra també l'efecte palanquejament del sector financer: en l'economia hi ha actius per valor de 553 (accions, 100; préstec del banc d'inversió, 115; títols dels petits inversors, 110; préstec del banc comercial, 105; i dipòsits de particulars, 103) sostinguts tots pel valor 120 de l'empresa. Per tant, el 120 pot "aixecar", mitjançant el palanquejament, 553. Aquí s'observa el mateix fenomen de "multiplicació de pans i peixos" present en el cas de creació de liquiditat mitjançant préstecs: si en aquell cas l'augment de 24.000 en la massa monetària estava avalat per només un augment de 6.000 a la base monetària, ara una riquesa financera per valor de 553 es troba avalada per només 120 de riquesa real (això és, de riquesa provinent del sector real).

En el context financer, el palanquejament fa referència a la idea d'endeutar-se amb el propòsit de complementar els fons propis aplicat a una inversió. L'efecte d'aquesta estratègia és que el resultat de la inversió es magnifica. Per exemple, considerem un particular que compra un habitatge per 200.000 € per a revendre'l en un any. La compra es fa mitjançant 40.000 € de què disposa el particular i 160.000 € obtinguts d'una hipoteca. Suposem que el preu de l'habitatge un any després és 300.000 € i que el cost de cancel·lar la hipoteca és 180.000 €. En aquest cas, s'obté un benefici de 80.000 €: 300.000 per la venda menys 180.000 d'hipoteca menys els 40.000 aportats inicialment com a fons propis. La taxa de rendibilitat de l'operació és el benefici dividit pels fons propis:  $80.000/40.000 = 200\%$ . En canvi, si la compra inicial s'hagués finançat

exclusivament amb fons propis, la taxa de rendibilitat hauria estat de  $(300.000 - 200.000)/200.000 = 50\%$ . Així que l'efecte d'endeutar-se és que la taxa de rendibilitat és més alta: els 40.000 del cas amb la compra mitjançant hipoteca "palaquegen" més que els 200.000 de la compra sense hipoteca.



Fig. 2. Dibuix de KAL publicat a l'*Economist*

<http://www.economist.com/research/articlesBySubject/display.cfm?id=8717275>

### L'altra part de la història

Però l'aspecte positiu que tothom surt beneficiat de la decisió de l'empresa d'invertir només és una part de la història. L'altra part mostra l'aspecte negatiu del palanquejament i té a veure amb l'extensió i multiplicació de vulnerabilitats i riscos, ja que tot acaba depenent de l'èxit de la inversió de l'empresa. De fet, què passaria si el pla de l'empresa fos un fracàs? Aprofundint el

drama, suposem que els particulars que fan els dipòsits al banc comercial tenien inicialment la intenció de comprar el nou producte de l'empresa amb els diners que dipositen. Però un cop dipositats, l'empresa es queda sense els clients dels quals depenia la seva supervivència i, en conseqüència, fa fallida. Malauradament, la caiguda de l'empresa arrossega tothom.

Que l'empresa faci fallida implica que les accions no valen res. Per tant, els inversors internacionals tenen deutes per 115 que ja no poden pagar, perquè les accions que abans valien 120 ara no tenen cap valor. Com que els inversors internacionals no poden retornar el préstec al banc d'inversió, aquest no pot recomprar els títols als petits inversors, els quals no poden retornar el préstec al banc comercial, que no pot retornar els dipòsits als particulars. Conclusió: tothom hi ha perdut. I la pregunta natural és: qui ha estat el culpable?

Els últims de la seqüència de pèrdues (els dipositants) poden preguntar-se on han anat a parar els seus dipòsits. La resposta és que els ha fet servir l'empresa (en un projecte que no ha estat exitós). Es pot concloure, doncs, que l'empresa és la culpable de tot plegat? Sigui quina sigui la resposta, considerem la situació on l'empresa desapareix a causa d'un accident. El resultat és el mateix (tothom hi perd), però es pot dir que l'empresa és la culpable?