

Diàleg

El mite de la bombolla financera

Xavier Sala-i-Martin

Quin mes d'abril més agitat a les borses d'arreu del món! I això que diuen que el pitjor mes per a invertir a borsa és el novembre. És clar que també diuen que són perillosos els mesos de gener, febrer, març, abril, maig, juny, juliol, agost, setembre, octubre i desembre. El ciutadà del carrer que, enlluernat pels guanys a borsa dels seus amics, va decidir posar uns estalvis en un fons d'inversió, ara viu amb l'ai al cor cada cop que, arrossegades per Wall Street, les borses de tot el món s'assemblen més al Dragon Khan que no pas a mercats on es compren i venen participacions d'empreses.

I per acabar-ho d'adobar, els experts i tertulians no paren de dir-nos que els mercats de valors viuen en una bombolla financera, fruit de l'especulació irracional. Aquesta expressió es fa servir per a indicar que els preus de les accions de la borsa estan per sobre del valor que seria correcte (és a dir, estan sobrevalorats). Igual que les bombolles de sabó que fan els nens tot bufant una palleta i que exploten sobtadament, arribarà un dia, expliquen, que la bombolla financera esclatarà. És a dir, els preus faran una davallada sorpresa que arruïnarà tots els inversors que encara no hagin posat els diners en un lloc segur com el Banc de Sabadell (que, per cert, també ha anunciat que surt a borsa). Els més agosarats fins i tot quantifiquen la magnitud de la sobrevaloració: la borsa, diuen, ha de baixar un 60%! Jo em quedo diàriament meravellat de la capacitat il·limitada de fer profecies fallides i després trobar explicacions de per què han fallat, perquè ja fa set anys que estan amb la història que la bombolla està a punt de petar i això no passa mai. I quan algun dia la borsa baixa (i, de tant en tant, totes les borses baixen, encara que no hi hagi bombolles especulatives), aleshores surten com cargols quan plou per indicar-nos que tenien raó, encara que la

borsa es recuperi l'endemà.

Un gran professor meu, en Robert Solow, deia que els economistes intel·ligents no parlen mai de la borsa. I no ho deia pel fet que, quan un parla massa, acaba dient bajanades. Ho deia perquè, a diferència dels bruixots i dels llançadors de cartes del Tarot, la feina dels economistes no és la de predir el futur. Que em perdoni l'estimat professor si no segueixo el seu consell, ja que avui he decidit escriure sobre la borsa.

Abans de res, permeti'm el lector una petita confessió personal: no tinc ni idea si la borsa pujarà, baixarà o si està sobrevalorada. De fet, permeti'm també una humil confessió professional: no hi ha cap economista que ho sàpiga. Estigui ben segur el lector que, si algú arribés a saber amb antelació que la borsa pujaria, aquesta persona no sortiria per la ràdio donant consells gratuïts sinó que hi invertiria tots els seus diners en silenci.

Però, si els economistes no ho sabem, d'on ha sortit la creença àmpliament acceptada que les borses estan sobrevalorades? D'on ha sortit el mite de la bombolla? L'explicació es pot trobar a les escoles de negocis

i les facultats d'empresa, on s'ensenya que, qui compra o crea una empresa, paga un preu que espera recuperar amb els beneficis que aquesta li donarà mentre en sigui el propietari, més el preu que espera cobrar quan se la vengui. El client que li compri l'empresa, per la seva banda, també pagarà un preu que esperarà recuperar amb els beneficis que donarà l'empresa a partir d'aquell moment, més el preu a què ell esperarà vendre-la en un futur encara més llunyà, i així successivament. Per tant, el valor *correcte* d'una empresa és la suma de tots els beneficis que aquesta donarà en el futur. I aquest valor ha de ser equivalent al que val tot el capital que l'empresa té. Si la cotització en borsa de l'empresa és superior al valor del capital, aleshores, diuen els experts, l'empresa està sobrevalorada (el preu de mercat és superior al preu *correcte*) i qui la compra no ho fa pels dividends, sinó per especular. La bombolla està servida.

No cal ser molt llest per a veure que el càlcul del valor *correcte* és difícil o impossible, ja que un ha de ser capaç d'estimar els beneficis futurs d'aquesta empresa (i aquí un llançador

de cartes de tarot és de més ajut que un economista). I noti el lector que, com que el que compta són els beneficis futurs, és perfectament factible que una empresa nova que, avui dia, encara no dona beneficis, tingui un valor a borsa de milers de milions de pessetes, si la gent espera que donarà molts dividends el dia de demà (entre parèntesis, això mostra que aquell argument, sovint utilitzat pels experts, que diu: "Com pot ser que una empresa d'Internet que encara no ha donat mai dividends es cotitzi tant?", és totalment fallaciós).

Més important encara, per a saber si una empresa està sobrevalorada, hem de saber el valor del seu capital actual. I no només el valor del seu capital físic (edificis, maquinària, o instal·lacions), sinó que també hem de saber calcular el valor del capital intangible, com és ara el de la propietat intel·lectual de les noves idees, el valor de la marca, o el capital humà dels directius. I això no hi ha ningú al món que ho sàpiga fer, especialment pel que fa a les empreses que tracten amb unes noves tecnologies que canvien a una velocitat esfereïdora i que encara no entenem del tot.

Els mercats no poden predir amb gaire precisió quins seran els beneficis que donaran les empreses en el futur, sobretot les de la nova tecnologia. I això explica per què, darrerament, les borses d'arreu del món pugen i baixen amb més virulència que mai: les empreses tecnològiques són cada cop més importants. Però també suggereix que no tenim ni idea del valor *correcte* que aquestes empreses han de tenir i, per tant, ningú no pot dir, sense que se li escapi el riure per sota el nas, si la borsa ha de pujar o baixar un 60%. És a dir, no hi ha cap economista seriós que pugui demostrar si això de la bombolla és una realitat financera o, com el Ieti, és un mite basat en la imaginació.

I per a acabar, un consell: quan trobi algú que diu que hi entén, surti corrents.

• Xavier Sala-i-Martin.
Catedràtic d'economia de la
Universitat de Colúmbia i
professor visitant de la UPF

