BREVE HISTORIA DE LA EUFORIA FINANCIERA

JOHN KENNETH GALBRAITH

ÍNDICE

Prólogo
Capítulo 1 - El episodio de la especulación
Capítulo 2 - Los denominadores comunes
Capítulo 3 - Los casos clásicos I: la tulipamanía, John Law y la Banque Royale
Capítulo 4 - los casos clásicos II: la burbuja
Capítulo 5 - La tradición americana
Capítulo 6 - 1929
Capítulo 7 - El regreso de octubre
Capítulo 8 - Conclusión

PRÓLOGO

Las materias tratadas en este librito me han interesado -han llegado a fascinarme- durante más de treinta años. Mi vinculación con ellas empezó en 1954, cuando me convencieron para escribir una historia del hundimiento de la Bolsa en 1929. El libro se publicó la primavera siguiente. A medida que iba escribiendo me cautivó el abrumador sentido de gran tragedia, pero una tragedia de la que, sin embargo, puede uno disfrutar, pues lo único que se perdió fue dinero. El libro, *El crac del 29*, ha sido continuamente reimpreso desde entonces: algo parecido a un récord. Cuando las ventas se tambaleaban, remontaban por efecto de una nueva crisis -a menudo llamada corrección- en los mercados de valores o en algún otro valor de especulación. En una historia del dinero y, más recientemente, en narrativa de ficción, he vuelto sobre la predisposición especuladora y el alejamiento de la realidad que implica o, acaso para más precisar, de la pérdida de sensatez que conlleva. En las páginas que siguen, exploro en términos concretos la anatomía de esos episodios tal como se revelan a lo largo de los siglos. Sus características, sorprendentemente constantes, se destacan aquí por su interés pero también, y aún más, como una exhortación a la cautela.

Me preocupó especialmente hacer de este relato una advertencia, ya que Whittle Communications me ha procurado el público que yo más buscaría. Los

ejecutivos y, por encima de todo, los hombres y mujeres vinculados al mundo de las finanzas, son quienes más precisan que se les llame la atención La euforia que conduce a la aberración mental extrema es un fenómeno recurrente que pone en peligro al individuo afectado, a la empresa en concreto y a la comunidad económica toda. Además, como subrayo en el texto, no hay una legislación muy clara a modo de salvaguardia y prevención; tan sólo pueden ser útiles la agudeza personal y el conocimiento público.

No todo en este libro concitará el aplauso unánime. En cierta medida, estas páginas entran en conflicto con actitudes económicas consagradas. Utilizando una metáfora religiosa, tropiezan con la Iglesia institucionalizada. Demuestran que por desgracia el capitalismo -la libre empresa- lleva en su seno las semillas del deterioro recurrente. Esa reacción resultará gratificante en un sentido: Alfred Marshall, el profeta reverenciado de la economía neoclásica, afirmaba que nada debería temer tanto un economista como el aplauso.

Hay otro asunto al que quisiera referirme especialmente. Alguno de los títulos de esta colección, al igual que las revistas, periódicos y documentales de televisión, incluyen publicidad. Deduzco que se ha expresado la idea de que, como consecuencia de lo anterior, el autor debe plegarse a los criterios de los anunciantes o del público al que estos últimos están tratando de persuadir. Espero que nadie crea en serio que el contenido de este texto refleja ese tipo de concesiones o imposiciones. En estricto rigor, ni siquiera debería plantearse semejante cosa. Ni hay ni debería haber mercado en el mundo para los frívolos servilismos de quienes sólo buscan someterse o agradar.

CAPÍTULO I
EL EPISODIO DE ESPECULACIÓN

Cualquiera, como individuo, es aceptablemente sensible y razonable; como parte de la multitud, de inmediato se convierte en un estúpido.
FRIEDRICH VON SCHILLER, citado por Bernard Baruch

Sin duda, se convendrá en que la economía de libre empresa se entrega a episodios recurrentes de especulación. Éstos -sucesos de pequeño y gran alcance, que afectan a billetes de banco, valores, propiedad inmobiliaria, obras de arte y otros bienes u objetos-, con el paso de los años y los siglos, forman parte de la

historia. Los que no han sido suficientemente analizados son los rasgos comunes a esos episodios, aquello que señala su seguro retorno y que, por lo mismo, tiene un considerable valor práctico en cuanto que ayuda a comprender y a predecir. Ni la legislación ni un conocimiento de la economía más ortodoxa protegen al individuo y a la institución financiera cuando vuelve la euforia, induciéndoles a interrogarse, como en efecto sucede, sobre el aumento de los valores y de la riqueza, sobre la carrera para anticipar qué determina el alza de precios, y acerca del hundimiento que acabará produciéndose y de sus tristes y dolorosas secuelas. La protección contra esto sólo radica en una clara comprensión de las características comunes de estas trayectorias hacia lo que podría considerarse, en términos cautelosos, como una locura colectiva. Sólo en ese caso el inversor queda advertido y a salvo.

Sin embargo, existen pocas materias en las que esa advertencia sea tan mal recibida. Si la duración es breve, se dirá que se trata de un ataque, motivado por una deficiente comprensión o bien por una incontrolada envidia ante el sorprendente proceso de enriquecimiento. Si la duración es mayor, se considerará una demostración de la falta de fe en la sabiduría inherente al propio mercado.

Las características más obvias del episodio de especulación resultan de una claridad manifiesta para cualquiera que sea capaz de comprender. Cualquier artefacto o descubrimiento que parezca nuevo y deseable -los tulipanes en Holanda, el oro en Luisiana, la propiedad inmobiliaria en Florida, las magníficas ideas de Ronald Reagan en materia de economía- capta el pensamiento financiero o, para más precisar, lo que pasa por tal. El precio del objeto de especulación aumenta. Los valores, la tierra, las obras de arte y demás propiedades adquiridos hoy, mañana valdrán más. Este incremento y las perspectivas atraen a nuevos compradores, los cuales determinan una nueva alza. Entonces aún son más los atraídos, que también compran, y la subida continúa. La especulación se construye a sí misma y se proporciona su propio impulso.

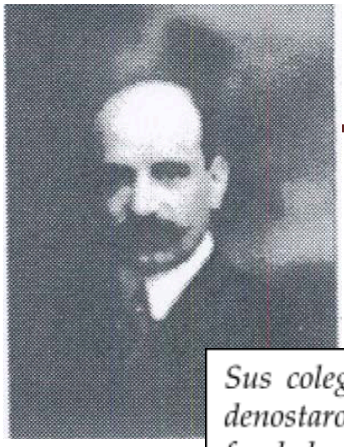
Una vez reconocido, este proceso resulta muy evidente, sobre todo después de los hechos. Pero también, aunque de manera más subjetiva, cuentan las actitudes de los participantes. Éstas toman dos formas. Por una parte, están los convencidos de que alguna circunstancia de la nueva alza de precios está controlada, y esperan que el mercado continúe su trayectoria ascendente, acaso con carácter indefinido. El ajuste a una nueva situación da lugar a un nuevo mundo de rendimientos y de valores resultantes que aumentan grandemente; se diría que hasta el infinito. También están aquellos que, superficialmente más astutos y por lo general menos numerosos, perciben o creen percibir la disposición de ánimo favorable a la especulación en ese momento. Se disponen a cabalgar en lo alto de la ola. Están convencidos de que su genio particular les permitirá abandonar antes de

que la especulación complete su ciclo. Obtendrán el máximo rendimiento mientras aquélla continúe, y se apartarán antes de la caída que habrá de producirse.

Porque la caída inevitable, andando el tiempo, es inherente a esta situación. Y no lo es menos la imposibilidad de proceder con cautela o de modo gradual. Cuando la situación se presenta, muestra el sombrío rostro del desastre. Por esta razón, ambos grupos de partícipes en el episodio especulador están programados para efectuar súbitos esfuerzos para escapar. Algo, da lo mismo que sea pequeño -aunque siempre será objeto de muchos debates-, desata el revés final. Los que estuvieron cabalgando en la cresta de la ola deciden que ya es tiempo de retirarse. Quienes creyeron que el alza iba a ser indefinida, ven sus ilusiones bruscamente defraudadas, y también responden a la realidad recién revelada vendiendo o tratando de vender. Así, se produce el colapso. Y de este modo se confirma la regla, apoyada en la experiencia de siglos: el episodio de especulación nunca termina con una lamentación y siempre con un choque violento. Habrá ocasión de comprobar cómo se cumple esta regla, tan frecuentemente repetida.

Como ya he dicho, resulta clara, pero lo que se comprende menos es la psicología de masas y el ánimo especulador. Cuando la regla se entiende plenamente, permite a los afortunados salvarse del desastre. Sin embargo, dada la presión de esta psicología de multitudes, los que se salven constituirán la excepción a una regla muy amplia pero difícilmente eludible. Se verán obligados a resistir dos fuerzas imperativas: una, el poderoso interés personal que se nutre de la creencia eufórica; y la otra, la presión de la opinión financiera generalizada, y al parecer superior, que se basa precisamente en aquella creencia. Pero ambas prueban la sentencia de Schiller de que la multitud convierte al individuo del razonable buen sentido a la estupidez contra la que, como el mismo autor sostenía, «los propios dioses luchan en vano».

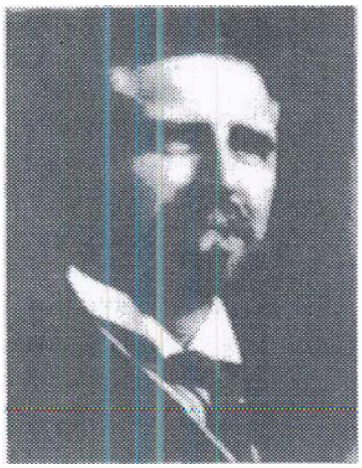
Sólo unos pocos observadores han reparado, no obstante, en los intereses creados que perpetúan el error y que acompañan la euforia especuladora; o sea, que ésta se presenta como un fenómeno extremadamente plausible. Los que se enredan en la especulación experimentan un incremento de su riqueza, o sea, que se hacen ricos o se enriquecen más. Nadie desea creer que eso es fortuito o inmerecido; todos prefieren considerar que es el resultado de su superior visión o intuición. De este modo el elevado incremento de los valores se apodera de los pensamientos y las mentes de quienes obtienen ganancias. La especulación acapara, en un sentido muy liberal, la inteligencia de quienes se entregan a ella.



Sus colegas banqueros y las sociedades de inversión denostaron en 1929 a Paul M. Warburg, banquero y fundador del sistema de Reserva Federal, por sus advertencias sobre la inminente posibilidad de un crac financiero.

o de los grupos señalados con
ores van a subir permanente e indefinidamente. Pero así se ven reforzados los errores, inspirados por la vanidad, de quienes creen que vencerán en el juego especulador. Mientras participan, se sienten fuertemente impelidos, por razones pecuniarias, a creer tan sólo en la información personal, que les dice que aún va a haber más. En los últimos cien años, uno de los más astutos observadores de los episodios de euforia, comunes en ese período, fue Walter Bagehot, escritor de temas financieros y con anterioridad director de *The Economist*. A él le debemos la observación de que «todas las personas son tanto más crédulas cuanto más felices».

Un elemento que refuerza extraordinariamente los intereses creados para convertirlos en euforia es la condena que el público respetable y la opinión de los financieros dirige a quienes expresan duda o disentimiento. Se dice de ellos que, por falta de imaginación o en virtud de alguna otra limitación mental, son incapaces de captar las nuevas y lucrativas circunstancias que sustentan y aseguran el incremento de los valores. O bien que sus motivos resultan hondamente sospechosos. En el invierno de 1929, Paul M. Warburg, el banquero más respetado de su tiempo y uno de los padres del Sistema de la Reserva Federal, se refería críticamente a la por entonces floreciente orgía de «especulación sin restricciones», y predijo que si continuaba acabaría produciéndose un colapso desastroso y que el país habría de enfrentarse a una grave depresión. La reacción a estas declaraciones fue agria y llena de rencor. Se le acusó de sustentar puntos de vista superados y de que estaba «atentando contra la prosperidad americana». Era muy posible incluso que estuviera falto de recursos en el mercado. En esta respuesta había algo más que una sombra de antisemitismo.



La previsión del crac de 1929 que hizo el economista Roger Babson tuvo como consecuenncia que las grandes compañías financieras de aquel tiempo le atacaran despiadadamente.

Más adelante, en septiembre del mismo año, Roger Babson, una importante figura de la época que había repartido sus intereses entre las estadísticas, el estudio de mercados, la economía, la teología y la ley de la gravedad, previó concretamente un hundimiento: «Puede ser terrible», manifestó. Se registraría una caída de 60 a 80 puntos en el Dow y, por consiguiente, «las fábricas cerrarán..., los hombres serán despedidos de sus trabajos..., el círculo vicioso girará a toda velocidad, y el resultado será una gran depresión en el mundo de los negocios».

El pronóstico de Babson causó una brusca caída del mercado, y la reacción a él fue aún más furiosa que la suscitada contra Warburg. Se dijo que no debía tomarle en serio nadie que estuviera al tanto de la «notoria inexactitud» de sus afirmaciones pasadas. La importante empresa de agentes de Bolsa neoyorquinos Hornblower and Weeks aconsejó a sus clientes, en una frase que obtuvo notable resonancia, que «no nos lanzaríamos de estampida a vender acciones por la gratuita predicción de una desdichada caída del mercado, formulada por un estadístico bien conocido». Incluso el profesor Irving Fisher, de la Universidad de Yale, un precursor de la elaboración de números índices y, por lo demás, el economista más innovador de su tiempo, se refirió a Babson en términos duros. Fue una lección para todos los que permanecen callados y brindan un tácito apoyo a los que se entregan complacidos a sus eufóricas visiones.

Si se me permite, y espero que con ello no incurra en una acusación demasiado severa de autocomplacencia, puedo aportar en este punto una experiencia personal. A finales del invierno de 1955, J. William Fulbright, por entonces presidente de la Comisión de Banca y Moneda del Senado, llamó la atención sobre una modesta iniciativa especuladora en el mercado de valores. Junto con Bernard Baruch, presidente de la Bolsa de Nueva York, y otros expertos reales o supuestos, fui invitado a informar. Me abstuve de predecir un

hundimiento: me contenté con recordar a la Comisión, con cierto detalle, lo que había ocurrido un cuarto de siglo antes, y urgí un sustancial incremento, a efectos de protección, en los requisitos de margen (compras de acciones a la baja). Mientras yo estaba declarando, el mercado sufrió un considerable desplome.

En los siguientes días la reacción fue dura. Cada mañana, el cartero llegaba abrumado con un cargamento de cartas que condenaban mis comentarios: las más radicales amenazando con una acción expeditiva de la CIA, y las más suaves informándome de que se elevarían preces para lograr mi merecidísima dimisión. Pocos días más tarde, me fracturé la pierna en un accidente de esquí, y los periodistas, al verme escayolado, difundieron la noticia. Entonces me llegaron cartas de los especuladores diciendo que sus oraciones habían sido escuchadas. A mi modesta manera, había hecho algo en favor de la religión. Fijé las cartas más terminantes en un aula de Harvard donde se desarrollaba un seminario, para instrucción de los jóvenes. Por entonces el mercado ya se había recuperado, y mi correo volvió a la normalidad.

En una ocasión de relevancia más inmediata, en el otoño de 1986, mi atención se fijó en la operación especuladora que por entonces tenía lugar en la Bolsa, las manifestaciones tipo casino en el *program and index trading*, y en los entusiasmos vinculados a esta situación emanados de la búsqueda y captura de empresas, de compras de participaciones apalancadas y de la manía de fusiones y adquisiciones. *The New York Times* me pidió que escribiera un artículo sobre el tema, a lo que accedí más que complacido.

Lamentablemente, cuando mi trabajo estuvo listo, la dirección del *Times* lo consideró demasiado alarmante. Yo había dejado claro que los mercados se hallaban poseídos por uno de sus ya clásicos talantes eufóricos, y afirmaba que era inevitable un hundimiento, si bien eludía con todo cuidado cualquier predicción acerca de cuándo iba a suceder exactamente. A comienzos de 1987, *The Atlantic* publicó con agrado lo que el *Times* rechazara. (Más tarde, el *Times* cedió, y llegó a un acuerdo con los editores de *The Atlantic* para la publicación de una entrevista que incidía en gran parte del tema.) Sin embargo, hasta el hundimiento del 19 de octubre de aquel año, la respuesta al texto en cuestión fue escasa y desfavorable. «A Galbraith no le gusta que la gente gane dinero», fue una de las observaciones más corrosivas. Pero después del 19 de octubre, casi todas las personas con las que me encontraba me decían que habían leído y admirado el artículo. El mismo día del hundimiento, unos 40 periodistas y comentaristas de televisión, desde Tokio hasta París y Milán, pasando por todo lo ancho de Estados Unidos, me llamaron para pedirme unas palabras. Está claro que, dada la naturaleza del talante eufórico y de los intereses creados a que da lugar, el crítico debe aguardar a que se haya

producido el hundimiento para recibir alguna aprobación, por no hablar de aplauso.

En resumen, el episodio eufórico está protegido y sustentado por la voluntad de quienes participan en él, con objeto de justificar las circunstancias que los están enriqueciendo. Y está asimismo protegido por la voluntad de ignorar, exorcizar o condenar a aquellos que expresan sus dudas.

Antes de examinar las grandes especulaciones del pasado, desearía identificar las fuerzas que inician, sustentan y caracterizan el episodio especulador y que, cuando vuelven a ejercerse, siempre provocan sorpresa, extrañeza y entusiasmo renovados. Todo esto tendremos ocasión de comprobar que ocurre una y otra vez, de manera casi invariable, en la historia aquí recogida.

CAPÍTULO II
LOS DENOMINADORES COMUNES

En los capítulos que siguen reviso los grandes episodios de especulación del pasado; concretamente, de los trescientos últimos años. Como ya he dicho con anterioridad, los rasgos comunes son recurrentes. Esto no deja de tener importancia práctica, pues, reconociéndolos, la persona o la institución perspicaz queda o debería quedar avisada. Y acaso algunas queden, efectivamente... Pero como se indicaba en el capítulo 1, las posibilidades no son muchas, pues la euforia forma parte del episodio de especulación, y la masa escapa de la realidad, lo que excluye cualquier consideración seria acerca de la verdadera naturaleza de lo que está ocurriendo.

Hay otros dos factores que contribuyen a esa euforia y la sostienen, y que han sido escasamente valorados en nuestro tiempo o en época pasadas. El primero de dichos factores es la extrema fragilidad de la memoria en asuntos financieros. En consecuencia, el desastre se olvida rápidamente. Así pues, cuando vuelven a darse las mismas circunstancias u otras muy parecidas, a veces con pocos años de diferencia, aquéllas son saludadas por una nueva generación, a menudo plena de juventud y siempre con una enorme confianza en sí misma, como un descubrimiento innovador en el mundo financiero y, más ampliamente, en el económico. Debe haber pocos ámbitos de la actividad humana en los que la historia cuente tan poco como en el campo de las finanzas. La experiencia pasada, en la medida en que forma parte de la memoria de todos, es relegada a la condición de primitivo refugio para aquellos que carecen de la visión necesaria para apreciar las increíbles maravillas del presente.

El segundo factor que contribuye a la euforia especuladora y al ineluctable colapso es la engañosa asociación de dinero e inteligencia. Mencionarla no es lo más adecuado para atraerse el aplauso de las personas respetables, pero por desgracia es menester aceptarla, pues esa aceptación resulta extremadamente útil y brinda una superior protección contra el desastre personal o empresarial.

La situación básica es admirablemente clara. En toda actitud favorable a la libre empresa (otrora llamada capitalista) subyace una acusada tendencia a creer que cuanto más dinero, ingresos o bienes tiene un individuo o si está asociado a ellos, más profunda y más exigente es su percepción de los asuntos económicos y sociales, y más agudos y penetrantes sus procesos mentales. El dinero es la medida de toda realización capitalista. A más dinero, mayor es el logro y la inteligencia que lo apoya.

Además, en un mundo en el que para muchos la adquisición de dinero resulta difícil, y las sumas a las que acceden son a todas luces insuficientes, la posesión de dinero en elevadas cantidades parece un milagro. Así pues, esa posesión debe asociarse a algún genio especial. Esta visión se ve reforzada por el aire de confianza en sí mismo y de autosatisfacción que acostumbra asumir la persona opulenta. En ningún caso queda tan ruda y abruptamente de manifiesto la inferioridad mental del lego como cuando le dicen: «Me temo que, sencillamente, usted no entiende de finanzas.» En realidad, semejante reverencialismo por la posesión de dinero indica una vez más la cortedad de la memoria, la ignorancia de la historia y la consecuente propensión, a la que acabo de referirme, a caer en el engaño tanto en la esfera personal como en la colectiva. Tener dinero puede significar, en el pasado y en el presente, que la persona se muestra neciamente insensible a los imperativos legales y, en los tiempos modernos, que acaso sea un potencial interno en una cárcel de mínima seguridad. O tal vez el dinero provenga de una herencia, y es notorio que la agudeza mental no se transmite de manera significativa del progenitor al vástago. En todas estas materias, un examen más cuidadoso del supuesto genio financiero, una interrogación rigurosa y detallada para probar su inteligencia, conduce a menudo, y tal vez en casi todos los casos, a una conclusión distinta. Desgraciadamente, el sujeto no suele prestarse a ese escrutinio. Por lo demás, fortuna y supuesta competencia en asuntos financieros acostumbran excluirse.

Por último, y para más concretar, tendemos a asociar una inteligencia fuera de lo corriente con la dirección de las grandes instituciones financieras: bancos importantes, bancos de inversiones, seguros y agentes de bolsa. Cuanto mayor es el capital y más elevados los ingresos que se tienen, más profundo es el talento que se atribuye en materia financiera, económica y social.

En la práctica, el individuo o individuos que se hallan al frente de aquellas instituciones a menudo están allí, como suele suceder en las grandes organizaciones, porque su talento luchador es el más predecible y, en consecuencia, el menos temible burocráticamente. Ésa o esas personas son, pues, investidas de la autoridad que estimula la aquiescencia de sus subordinados y el aplauso de sus acólitos, y que excluye la opinión adversa o la crítica. Así quedan admirablemente protegidas de lo que podría significar un compromiso serio que les condujera al error.

Otro factor interviene en este punto. Aquellos que poseen dinero para prestarlo, por la fuerza de una arraigada costumbre, por tradición y, más en concreto, por las necesidades y deseos de los prestatarios, otorgan una especial importancia al trato deferente en su rutina diaria. Esta actitud se transmuta de inmediato en el ánimo del que recibe ese trato, en el reconocimiento de una superioridad mental: «Si se me trata de esta manera es porque debo de ser inteligente«. En consecuencia, corre peligro la autocrítica, que es el mayor apoyo al mínimo buen sentido.

Lo anterior no es la aplicación de una teoría gratuita. En la década de 1970, los mayores bancos y banqueros de Nueva York, orgullosos de sus éxitos al reciclar los ingresos de los árabes por su petróleo, llevaron a cabo esos desdichados préstamos a largo plazo a Latinoamérica, África y Polonia. Fueron hombres intelectualmente dudosos, en íntima y protegida asociación con abundantes bienes, los que canalizaron dinero a través del ridículo Penn Square Bank de Oklahoma City, hacia las manos extendidas en el vecino terreno petrolífero. Y en Dallas y Houston, hacia los notorios desastres de las grandes especulaciones con el petróleo de Texas y con inmobiliarias. Y esas personas, en todo el país durante los años ochenta, iniciaron y explotaron el terrible hundimiento del ahorro y el préstamo.

En los capítulos que siguen examinaremos, y en repetidas ocasiones, cómo el público inversor queda fascinado y cautivado por la gran mente financiera. Esta fascinación deriva, a su vez, de la escala de las operaciones y de la creencia de que con tanto dinero en juego, los recursos mentales que se hallan detrás no pueden ser inferiores.

Sólo tras el colapso especulador surge la verdad. La que se creía insólita perspicacia se convierte en una fortuita y desdichada asociación con los recursos económicos. A lo largo de la historia, el resultado para quienes de esta forma han sido equivocadamente juzgados (incluyendo de manera invariable a los propios jueces) se ha traducido en el oprobio seguido de la caída en desgracia o de la relegación a la más profunda oscuridad. O bien el exilio, el suicidio o, en los

tiempos modernos, al menos un confinamiento escasamente cómodo. La regla se repetirá a menudo en estas páginas: *El genio financiero precede a la caída*.

A continuación paso a tratar de las características específicas del episodio especulador.

De manera uniforme; en todos los acontecimientos de este tipo domina la creencia de que hay algo nuevo en el mundo. Como ya explicaremos, puede tratarse de muchas cosas. En el siglo XVII fue la llegada de los tulipanes a Europa occidental, suceso del que nos ocuparemos en el capítulo III. Más adelante fueron las supuestas maravillas de la compañía por acciones, ahora llamada sociedad anónima. En época más reciente, en los Estados Unidos, poco antes del gran hundimiento de 1987 (a menudo llamado, en términos más benignos, *meltdown*, ablandamiento), se produjo la acomodación de los mercados a la visión confiada, propia de la libre empresa, de Ronald Reagan, con la correspondiente liberación de la economía de la pesada mano del gobierno, y cuanto a ella se asocia: impuestos, reforzamiento del criterio antitrust y disposiciones diversas. También contribuyó a esta situación el redescubrimiento del apalancamiento, que ya dio sus frutos en otros tiempos, y que ahora se presenta como el milagro de los bonos de alto riesgo o los bonos basura. En éstos se apoyaban las iniciativas de la nueva generación de cazadores de empresas y de especialistas en adquisición de participaciones apalancadas.

En todos los episodios de especulación hay siempre un elemento de orgullo en descubrir qué hay de aparentemente nuevo y altamente remunerador en el ámbito del instrumento financiero o de la oportunidad de inversión. El individuo o la institución que así actúa se considera prodigiosamente por delante de la masa. Este planteamiento se ve confirmado cuando otros corren a explotar los efectos de su propia visión (sólo que ligeramente más retardada). El descubrimiento de algo nuevo y excepcional halaga el ego del partícipe, como se espera que halague también su cartera. Y durante un tiempo así es, en efecto.

Mas para los instrumentos financieros nuevos, la experiencia establece una firme regla, y en pocas materias económicas su comprensión es más importante y frecuentemente, claro está, más sutil. La regla en cuestión dice que las operaciones financieras no se prestan a la innovación. Lo que recurrentemente se describe y se celebra como tal es, sin excepciones, una pequeña variante de un esquema ya establecido, y debe su carácter distintivo a la ya mencionada cortedad de memoria en materia financiera. El mundo de las finanzas aclama la invención de la rueda una y otra vez, a menudo en una versión algo más inestable. Toda innovación en este terreno implica, de una forma u otra, la creación de una deuda garantizada en

mayor o menor medida por unos bienes tangibles. Esto fue cierto en una de las primeras supuestas maravillas: cuando los bancos descubrieron que podían imprimir billetes y entregárselos a los prestatarios en un volumen que excedía los depósitos en moneda acuñada custodiados en las cámaras acorazadas. Los depositantes podían contar con ella -así se creía y se esperaba- siempre que no acudieran todos a la vez a reclamarla. No parecía haber límite a la deuda que de este modo podía apoyarse en un volumen dado de moneda metálica. Algo prodigioso. Sin embargo, el límite se puso de manifiesto cuando algunas noticias alarmantes, acaso relativas a la cuantía cubierta, despertó en muchos de los depositantes originales el deseo de disponer de su dinero al mismo tiempo. Toda innovación financiera subsiguiente ha implicado una creación similar de deuda garantizada por unos bienes más limitados, con meras modificaciones en cuanto al propósito inicial. Todas las crisis, en efecto, han implicado una deuda que, de una u otra manera, se ha vuelto peligrosamente desproporcionada con respecto a los medios de pago subyacentes.

Más a menudo, está ausente cualquier rasgo que se asemeje a una innovación. Como veremos, en la década de 1920 se crearon los grandes *holdings*. Sus propietarios, esto es, los accionistas, lanzaron bonos y títulos preferentes a fin de adquirir otras acciones. Como el valor de estas últimas se incrementó -durante un tiempo-, la totalidad del beneficio fue a parar a sus tenedores, lo cual se proclamó como uno de los milagros financieros de la época. De hecho, se trataba de apalancamiento, si acaso presentado con un disfraz ligeramente distinto.

En la década de 1980, en la que dio en llamarse la manía de las fusiones y adquisiciones, los que andaban a la busca y captura de empresas, y sus acólitos de la banca de inversiones lanzaron un gran volumen de bonos con la garantía de las empresas objeto de adquisición. Los responsables de ellas, ante esta amenaza, lanzaron a su vez bonos para adquirir y retirar las acciones de sus compañías, y de este modo conservar el control. Una vez más, llegó una época de supuesta innovación y aventura. La realidad es que se trataba de una mera reaparición del apalancamiento, sólo que la terminología era nueva.

Los bonos emitidos de esta manera, cabe añadir, rendían un elevado interés que, se suponía, venía a compensar el riesgo que implicaban. Durante un tiempo, esto se consideró un gran descubrimiento, pese a la denominación peyorativa atribuida a esos instrumentos financieros: bonos basura. Michael Milken, de la compañía de inversiones Drexel Burnham Lambert, patrocinador inigualado de esos bonos, fue aclamado como un innovador en el campo de las finanzas. Sus ingresos, 550 millones de dólares en 1987, se consideraron una compensación adecuada por su ingeniosa creación, comparable a los inventos de Edison. La

competencia y superior habilidad del señor Milken como vendedor, llamado a veces promotor, está fuera de duda, pero el descubrimiento de que los bonos de elevado riesgo con la garantía de unos bienes limitados pueden dar una elevada tasa de interés, difícilmente corre pareja con la invención -de la luz eléctrica. De nuevo la rueda, y en este caso en una versión especialmente frágil.

La característica final y común a todo episodio de especulación -en Bolsa, bienes inmuebles, arte o bonos basura- es qué sucede tras el inevitable hundimiento. Invariablemente, éste será un tiempo de angustia y recriminaciones, y también de un autoexamen tan profundo como escasamente perspicaz. La ira se dirigirá a los individuos que con anterioridad fueron más admirados por su imaginación y agudeza en asuntos financieros. Algunos de ellos, habiendo sido convencidos de que estaban por encima de la ortodoxia, tan limitadora, habrán transgredido la ley, como se ha observado, y su caída y posible encarcelamiento se contemplarán ahora con justa satisfacción.

Tampoco faltará un detenido examen de los instrumentos y prácticas financieros que con anterioridad tanto se estimaban, y que facilitaron y sostuvieron la especulación: papel moneda, lanzamiento de valores inviables, posesión de información privilegiada, manipulación del mercado y, más recientemente; *program and index trading*. Se hablará de reglamentos y reformas, pero lo que no se discutirá es la especulación en sí ni el aberrante optimismo que subyace en ella. Nada es más notable que esta observación: al día siguiente de la especulación, la realidad será ignorada casi por completo.

Existen dos razones para que sea así. En primer lugar, muchas personas e instituciones se han visto envueltas en el asunto, y en tanto resulte aceptable atribuirlo a error, credulidad y exceso de una persona o incluso de una empresa en concreto, se dispensa de achacarlo a una colectividad y, desde luego, a la comunidad financiera en su conjunto. Queda de manifiesto lo extendida que está la ingenuidad por no decir la estupidez, pero mencionarla en estos términos contradice radicalmente, claro es, la ya señalada suposición de que la inteligencia se halla íntimamente asociada con el dinero. La comunidad financiera, habrá que admitirlo, se encuentra intelectualmente por encima de tan extravagante error. La segunda razón de que el ánimo y la manía de especulación estén exentos de condena es teológica. En las actitudes y la doctrina aceptadas de libre empresa, el mercado es un reflejo neutro y preciso de las influencias externas. Se considera que no está sujeto a una dinámica de error que le es propia. En esto consiste la fe clásica.

Así pues, existe una necesidad de encontrar alguna causa del hundimiento, pero alejada, o sea externa al mercado en sí. O bien sucede que algún abuso del mercado ha inhibido su normal rendimiento.

No se trata tampoco esta vez de una teoría inocua. En efecto, tiene vastas consecuencias en el terreno práctico, las cuales, como veremos, son especialmente evidentes e importantes en nuestro tiempo. Nadie negará en serio que los meses y años anteriores al hundimiento bursátil de 1987 estuvieron caracterizados por una intensa especulación. Pero al día siguiente de dicho hundimiento, no se atribuyó a la especulación ninguna importancia o se le reconoció escasa. En su lugar, el factor decisivo fue el déficit en el presupuesto federal. La huida de la realidad continuó con estudios a cargo de la Bolsa de Nueva York, la Comisión de Valores y Cambio, y una comisión presidencial especial. Todos ellos ignoraron o minimizaron la especulación como condicionante. En nuestra cultura, los mercados son un tótem, y no se les puede atribuir tendencia o fallo aberrante de suyo.

Hay una razón de peso para sentirse interesado por la historia del exceso especulador y de sus efectos en sí mismos. Uno saborea, sobre todo si lo contempla de lejos, el drama de la locura colectiva. Surge un satisfactorio sentimiento de previsión personal al conocer el invariable final de cada episodio. Pero también se da una elevada utilidad práctica al observar cuán invariablemente se repiten los rasgos comunes que hemos citado. Al advertir la resurgencia de los primeros síntomas, como sin duda habrán de manifestarse, queda una posibilidad -desde luego pequeña, dado el poder arrollador de la euforia financiera- de que los individuos, de otra manera vulnerables, capten la advertencia.

A continuación paso a relatar los grandes episodios de especulación del pasado y a considerar sus características comunes.

CAPÍTULO III
LOS CASOS CLÁSICOS I: LA TULIPAMANÍA, JOHN LAW Y LA BANQUE ROYALE

Los especuladores pueden no resultar perjudiciales, como burbujas en la corriente regular de la empresa. Pero su actuación cobra gravedad cuando esa empresa se convierte en una burbuja del remolino de la especulación.
JOHN MAYNARD KEYNES,
The General Theory of Employment Interest and Money

Nadie puede dudar de que los episodios de especulación se remontan a los días de los florentinos y venecianos. Fernand Braudel, el historiador francés de la economía y máxima autoridad en estas materias, ha señalado que hubo activos mercados de valores en Génova, Florencia y Venecia ya en el siglo XIV, y que mucho antes se desarrollaba un animado tráfico de moneda y mercancías. Casi con seguridad se compraba y se vendía basándose en la perspectiva de un valor no presente sino imaginado.

La primera Bolsa moderna -moderna sobre todo por el volumen de transacciones- surgió sin embargo en Amsterdam a comienzos del siglo XVII. Y en la década de 1630, en la Holanda estable y de vastos horizontes, y con sus gentes apacibles y melancólicas por protagonistas, tuvo efecto la primera de las grandes explosiones especuladoras conocidas en la historia. Aún sigue siendo una de las más notables. Pero no la desataron las ofertas bursátiles, ni los bienes inmueble s ni, como cabría esperar, las soberbias pinturas holandesas: el objeto de la especulación fueron los bulbos de tulipanes, y en los últimos 350 años el fenómeno se ha conocido con su propio nombre: tulipamanía. El tulipán -*Tulipa* de la familia de las liliáceas que comprende unas 160 especies- crece en estado salvaje en los países del Mediterráneo oriental y más al Este. Los bulbos llegaron a Europa occidental en el siglo XVI. Se cree que un buque mercante los transportó de Constantinopla a Amberes en 1562, episodio que revistió especial importancia en la difusión del conocimiento y la valoración de aquella flor. Con el tiempo dicha valoración creció extraordinariamente y no tardó en atribuirse un enorme prestigio a la posesión y cultivo de la planta.

Como ya se ha señalado la especulación se da cuando la imaginación popular se centra en algo que se tiene por nuevo en el campo del comercio o de las finanzas. El tulipán hermoso y de variados colores fue una de las primeras cosas que se prestaron a el y hoy sigue considerándose uno de los más insólitos instrumentos de especulación. Jamás algo tan improbable contribuyó en tan sorprendente medida al engaño masivo que aquí estamos tratando.

Así pues la atención se concentró en la posesión y exhibición de la más misteriosa de las flores. Y su valoración no tardó en dar paso a un gran incremento del precio que reclamaban su hermosura y rareza. En efecto los bulbos ahora estaban a la venta y hacia mediados de la década de 1630 su precio parecía aumentar ilimitadamente.

La fiebre inversora se adueñó de toda Holanda. Nadie con un mínimo de inteligencia estaba dispuesto a quedarse atrás. Los precios llegaron a la

extravagancia: en 1636 un bulbo al que previamente no parecía atribuírsele valor podía cambiarse por «un carruaje nuevo dos caballos tordos y un arnés completo».

La especulación se hizo más y más intensa. Ahora un bulbo podía cambiar de manos varias veces, y los precios se incrementaban con regularidad, dando lugar a operaciones sorprendentemente lucrativas antes de que el bulbo en cuestión llegara a plantarse. También se produjeron algunos terribles accidentes. Charles Mackay, en *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, un libro clásico acerca de la especulación (y de otros extravíos de la razón), narra regocijadamente la siguiente historia, recogida por vez primera en los Viajes de Blainville. Un joven marinero, por informar de un flete de productos procedentes de Levante, fue recompensado por un comerciante con un hermoso arenque ahumado para su desayuno. Luego el comerciante, muy comprometido en la especulación de los tulipanes, echó de menos un bulbo de *Semper Augustus* valorado en unos 3.000 florines, una inimaginable suma equivalente a 25.000-50.000 dólares de hoy. Cuando fue en busca del marinero para interrogarle, se lo encontró muy satisfecho, terminándose de comer el bulbo, pues había creído que era el acompañamiento del pescado.

En un pasaje especialmente memorable, Mackay da cuenta del ánimo que reinaba en el país mientras la especulación proseguía:

La demanda de tulipanes de una especie rara se incrementó tanto en el año 1636, que se establecieron mercados para su venta en la Bolsa de Amsterdam, así como en Rotterdam, Haarlem, Leyden, Alkmar, Room y otras ciudades... Al principio, como en todas estas manías de juego, la confianza estaba en su punto culminante, y todo el mundo ganaba. Los traficantes de tulipanes especulaban con el alza y caída de las existencias, y obtenían cuantiosos beneficios comprando cuando los precios bajaban y vendiendo cuando aumentaban. Muchas personas se hicieron ricas súbitamente. Un cebo de oro pendía tentador ante los ojos de los hombres que, uno tras otro, corrían hacia los mercados de tulipanes como las moscas en torno a un bote de miel. Todos imaginaban que la pasión por los tulipanes iba a durar siempre, y que la riqueza de todas las partes del mundo afluiría a Holanda y pagaría los precios que se quisieran. Las riquezas de Europa se concentrarían en las orillas del Zuyder Zee, y la pobreza quedaría desterrada del suave clima neerlandés. Nobles, burgueses, granjeros, peones, marinos, lacayos, sirvientas e incluso deshollinadores y traperas especulaban con tulipanes. Personas de toda condición liquidaban sus propiedades e invertían el producto en flores. Se ofrecían a la venta casas y campos a precios ruinosamente bajos, o bien se entregaban como pago en las transacciones efectuadas en el mercado de tulipanes. Los extranjeros sucumbieron al mismo frenesí, y el dinero se vertía en Holanda

desde todas partes. Los precios de los artículos de primera necesidad se incrementaron de nuevo gradualmente, y con ellos aumentaron su valor casas y campos, caballos y carruajes así como toda clase de manufacturas de lujo; durante unos meses, Holanda parecía la mismísima antecámara de Pluto. Las operaciones mercantiles se tornaron tan amplias e intrincadas, que fue preciso promulgar un código legal para que sirviera de guía a los comerciantes... En las ciudades más pequeñas, donde no había lonja de contratación, solía escogerse la taberna principal como lugar de exhibición, donde poderosos y humildes traficaban con tulipanes y cerraban sus transacciones con suntuosas fiestas. En ellas se reunían a comer hasta doscientas o trescientas personas, y en las mesas y aparadores se colocaban, a intervalos regulares, grandes floreros con tulipanes en sazón para su solaz durante el convite.

Era maravilloso, en efecto. Jamás -en toda su historia los holandeses parecían haberse visto tan favorecidos. De acuerdo con las reglas inmutables que gobiernan estos episodios, cada repunte de los precios convencía a un mayor número de especuladores a participar. Esto justificaba las esperanzas de quienes ya participaban, pavimentándoles el camino para seguir adelante e incrementar sus beneficios, y asegurándoles con ello un enriquecimiento mayor e ilimitado. Se tomaba prestado dinero para comprar: los pequeños bulbos apalancaban grandes préstamos.

El final llegó en 1637. De nuevo primaron las leyes que rigen el proceso. Los perspicaces y los inquietos empezaron a abandonar, nadie sabe por qué razón; otros vieron a aquéllos retirarse, la carrera para vender se transformó en pánico, y los precios cayeron como por un precipicio. Los que habían hecho adquisiciones, en muchos casos hipotecando sus propiedades para obtener crédito -he aquí el apalancamiento-, se encontraron súbitamente desposeídos o en bancarrota. «Comerciantes prósperos quedaron reducidos casi a la mendicidad, y muchos miembros de la nobleza asistieron a la ruina irremediable de sus casas.»

Concluido el episodio, se sucedieron, en grado extremo, la amargura, las recriminaciones y la búsqueda de chivos expiatorios -todo ello muy normal-, y también se evitó mencionar como verdadera causa el delirio colectivo. Los que se habían comprometido a comprar a unos precios tan enormemente abultados, quebraron en masa. Vendedores iracundos forzaban el cumplimiento de sus contratos de ventas, pero los tribunales, identificando la operación como un juego de especulación, se abstuvieron de respaldarles. Y al igual que en el caso de los bancos y de las entidades de ahorro y crédito en quiebra en tiempos recientes, apareció entonces el Estado como último recurso. Pero, desdichadamente, el único remedio hubiera sido restaurar el precio de los bulbos al nivel previo al

hundimiento, y esto era manifiestamente impracticable, de modo que se abandonó con sus pérdidas a los que poco antes eran ricos.

La mala fortuna, sin embargo, no se abatió solamente sobre ellos. El colapso de los precios de los tulipanes y el consiguiente empobrecimiento tuvieron como efecto congelar la vida económica holandesa en los años que siguieron: se produjo, para expresarlo en terminología moderna, una considerable y duradera depresión. Hubo un solo resultado que compensara de tanta pérdida: el cultivo del tulipán prosiguió en Holanda, y con el tiempo se desarrollaron amplios mercados para flores y bulbos. Todo el que haya contemplado en primavera los campos de tulipanes en ese tranquilo y agradable país, no puede sustraerse al sentimiento de que la tulipamanía fue la precursora de un auténtico don de la naturaleza. No nos han llegado los nombres de los protagonistas de la historia de la tulipamanía y las predecibles circunstancias a ella asociadas, como a todas las grandes especulaciones. En este sentido, somos más afortunados en lo que concierne al siguiente de los episodios clásicos: está dominado por una de las figuras centrales de la historia financiera, el escocés John Law.

El plan de John Law de pagar las deudas de Francia vendiendo acciones de las inexistentes minas de oro de Luisiana terminó en un desastre.

Pero incluso en el caso de Law se impone una advertencia. Ya he insistido bastante en que todas las sugerencias en materia de innovación financiera deben considerarse con extremado escepticismo. La supuesta innovación es una mera variante de una vieja iniciativa, que sólo es nueva en la corta y deficiente memoria del mundo financiero. Nadie, en el transcurso de los siglos, ha sido más celebrado que John Law. La *Encyclopedia Britannica* le presenta a la vez como un hombre honrado y un genio de las finanzas. Pero también en este caso la duda persiste.

Law nació en 1671 en un ambiente financiero: su padre, un orfebre de Edimburgo, se dedicaba activamente al prestamismo, como era común entre los de su oficio.

El joven Law se mudó a temprana edad a Londres, donde, al tiempo que disfrutaba de una existencia señaladamente sibarítica, parece haber prestado alguna atención a los asuntos bancarios y financieros. Pero sus estudios se vieron drásticamente interrumpidos en 1694 cuando, en un campo adyacente al centro de Londres, en lo que hoy es Bloomsbury, resultó inapropiadamente vencedor en un duelo. Por haber asestado a su adversario una estocada en el vientre, fue detenido y encerrado en prisión, acusado de asesinato. Tras prolongadas gestiones, el asunto quedó resuelto con su huida de la cárcel, según se cree con alguna connivencia de los funcionarios. Pasó al continente, donde en los años que siguieron se ganó la vida, según nos consta, como jugador de grandes recursos. Sus ganancias se dice que fueron el resultado de hacer trampas en una versión contemporánea del juego de dados; algo que en la actualidad le hubiera vedado el acceso a las mesas.

En los Países Bajos observó también las operaciones del grande y exitoso Banco de Amsterdam, que le sugirió la idea de dedicarse a ese negocio: crearía un banco que adquiriría tierras, y emitiría billetes garantizados por el registro de la propiedad a manera de préstamos. Lo que no estaba claro era cómo podrían acceder a esas tierras los tenedores de billetes. Esa idea tuvo importancia, sin embargo, en la futura carrera de Law en París. Llegó a esta capital en 1716, tras un breve regreso a Escocia, donde trató de aplicar sus iniciativas, que fueron decidida y sin duda muy sabiamente rechazadas.

París resultó ser más receptivo o, para más precisar, más infortunado. El momento era propicio. Luis XIV había muerto el año anterior, dejando dos legados que se demostrarían importantes para Law. Uno fue el regente del joven Luis XV: Felipe II, duque de Orleans, un hombre que combinaba en sí un intelecto insignificante y una acusadísima tendencia al desenfreno. El otro fue una bancarrota de la tesorería y numerosas deudas derivadas de las persistentes guerras del Rey Sol, las excentricidades y la generalizada corrupción de los recaudadores de impuestos. Law se aprestó a aprovechar estas oportunidades.

El 2 de mayo de 1716, se le concedió permiso para fundar un banco que, con el tiempo, se convirtió en la Banque Royale, con un capital de seis millones de libras. Ese permiso implicaba la autorización para emitir billetes, que el banco utilizó para pagar los gastos del Estado en ese momento y para satisfacer deudas pasadas. Los billetes, al principio cambiables por moneda acuñada si se deseaba, fueron bien recibidos. Y como lo fueron, se emitieron más.

Lo que se precisaba era, obviamente una fuente de ingresos en metálico que pudiera respaldar la emisión de billetes. Dicha fuente la proveyó, en teoría, la organización de la Compañía del Mississippi (Compagnie d'Occident) -más tarde, y con más amplios privilegios mercantiles, la Compañía de las Indias-, encargada de explotar los yacimientos de oro que se suponía existían en el vasto territorio norteamericano de Luisiana. No había pruebas de la presencia de oro, pero eso, como siempre en episodios similares, no dio pie a las dudas. Se ofrecieron al público acciones de la compañía, y la respuesta fue sensacional. La antigua bolsa, en la rue Quincampoix, fue el escenario de las más intensas e incluso tumultuosas operaciones de toda la historia de la avidez financiera. Más adelante, las transacciones se trasladaron a la más espaciosa place Vendôme y a las proximidades del Hôtel de Soissons. Tan decididas estaban algunas mujeres a comprar, que, en un rasgo curiosamente moderno, ofrecían su propio cuerpo a cambio del derecho a adquirir acciones. En la década de 1980, en una ligera variante, algunos clientes vulnerables de Michael Milken y de Drexel Burnham Lambert fueron reconocidos en un hotel de Beverly Hills, y se dice que fueron objeto de la atención de prostitutas apropiadamente ascéticas. Esto significó un aliciente para que adquirieran bonos basura, muchos de los cuales eran comparables, en cuanto a perspectivas, a las acciones de la Compagnie d'Occident.

Las actividades de la venta de títulos de la Compañía del Mississippi no se proponían como finalidad el hasta entonces no descubierto oro, sino cubrir las deudas del Estado. Los billetes emitidos para pagar esa deuda se destinaban a adquirir más títulos. Y se emitían más títulos para satisfacer la intensa demanda, la cual tenía el efecto de incrementar el precio tanto de las viejas como de las nuevas emisiones, que alcanzaban cotizaciones extravagantemente elevadas. Todos los billetes en circulación -y circulaban en sentido literal- se suponía que estaban respaldados por moneda acuñada, depositada en la Banque Royale, pero ese metal pronto fue minúsculo en relación con el volumen de papel. Hubo aquí apalancamiento en una forma en verdad prodigiosa.

El fin llegó en 1720. El apalancamiento se invirtió bruscamente, como la experiencia iba a demostrar en un centenar de casos similares, de mayor o menor envergadura, en los 250 años siguientes. El factor que precipitó el desastre se dijo que fue la decisión del príncipe de Conti, cansado de la imposibilidad de adquirir títulos, de enviar sus billetes a la Banque Royale para cambiarlos por oro. Según una muy improbable leyenda, el metal que se le entregó ocupó tres carros, pero entonces intervino el regente a requerimiento de Law, y ordenó al príncipe la devolución de todo el oro. Mientras tanto, a otras personas se les ocurrió que el oro podía ser mejor que los billetes. Para restaurar la confianza y asegurar a los

tenedores e inversores que llegaría un abundante suministro de metal, fue reclutado un batallón de mendigos parisienses, a los que se equipó con palas, y desfilaron por las calles de la capital como si se dispusieran a salir para Luisiana, a fin de trabajar en las minas de oro. Algo inquietante se sospechó cuando, en las semanas que siguieron, muchos de aquellos indigentes fueron devueltos a sus viejas guaridas. Sea como fuere, se produjo una carrera hacia el banco: el público trataba de convertir sus billetes no en títulos de la Compañía del Mississippi, sino en oro. Un día de julio de 1720, quince personas perdieron la vida en las apreturas frente a la Banque Royale. Los billetes fueron declarados no convertibles. Los valores en general, y no sólo los títulos del Mississippi, se colapsaron. Ciudadanos que una semana antes eran millonarios -un término indispensable que nos ha sido legado por aquellos tiempos- estaban ahora empobrecidos.

A esto siguieron la previsible reacción airada y la búsqueda del individuo o la institución responsable. Esa búsqueda no hubo de ser muy larga: en los meses anteriores un soberano agradecido había encumbrado al más elevado puesto del reino a John Law, un extranjero jugador y asesino huido de la justicia. En el desempeño de ese puesto había introducido, ciertamente, algunas útiles reformas en materia económica y fiscal: las tierras improductivas propiedad del clero se entregaron a los campesinos, se abolieron las aduanas locales y se redujeron los aranceles. También se había convertido en interventor general de Francia y se le había nombrado duque de Arkansas, un título que a uno le gustaría que hubiera sobrevivido..

Ahora John Law se había convertido en el objeto de la más envenenada condena. Protegido por el regente, abandonó Francia y pasó cuatro años en Inglaterra, donde fue amnistiado del cargo por asesinato que pesaba sobre él. Se trasladó entonces a Venecia, donde pasó el resto de su vida «en una digna pobreza, llevando una existencia apacible y virtuosa. Allí murió dentro de la fe católica, y recibió piadosamente los sacramentos de la Iglesia».

Aquí se pueden advertir de nuevo las constantes propias de estos casos. Asociado con la riqueza de la Banque Royale, Law era un genio: como siempre, la inteligencia derivaba de la vinculación al dinero. Cuando la riqueza se esfumó y desapareció, se convirtió en un fugitivo denostado sin piedad. Parece cierto que Law poseía una cautivadora seguridad en sí mismo, que le fue muy útil con el regente y con el público parisiense. Sí caben serias dudas, en cambio, acerca de si su actuación fue muy original o mínimamente sensata, pues los hombres de genio no se destruyen a sí mismos, ni arrastran consigo a muchos otros, ni provocan un desenlace tan desdichado.

Como en Holanda tras el asunto de los tulipanes, para Francia las consecuencias se tradujeron en una economía deprimida y en un desorden generalizado de la vida económica y financiera: en palabras -algo exageradas- del duque de Saint-Simon, «una exigua minoría se enriqueció, y el resto del pueblo se arruinó por completo». Pero al igual que en Holanda, y con la inconmovible pertinacia de esa clase de episodios, la condena no recayó sobre la especulación ni sobre los incautos que sucumbieron a ella. Como ya se ha indicado, John Law y su Banque Royale fueron señalados como responsables, y durante un siglo los bancos se consideraron sospechosos en Francia. Los que perdieron la cabeza al mismo tiempo que su dinero y se entregaron a la especulación, se dispensaron a sí mismos de toda censura.

CAPÍTULO IV
LOS CASOS CLÁSICOS II: LA BURBUJA

Mientras la gran especulación alcanzaba su imprevista pero plenamente predecible culminación en París en 1720, se estaba desarrollando otra en Londres. El extravío nacido del optimismo y de la ilusión alimentada por cada uno fue la «historia de dos ciudades». Según cabía esperar, tanto los protagonistas británicos como el episodio en sí carecieron del estilo francés. En comparación con el caso parisiense, el londinense fue más bien vulgar, aunque excepcionalmente intenso: el *boom* y el colapso de los precios de los valores se vieron incrementados por un generalizado despliegue de sobornos oficiales, corrupción y embrollos.

El descubrimiento que justificó el *boom* o, como siempre y para más precisión, el redescubrimiento, fue la sociedad por acciones. Tales compañías se remontaban a una antigüedad de cien años y aún más en Inglaterra; pero de repente surgían ahora como la nueva maravilla de las finanzas y del entero mundo económico.

En los primeros años del siglo XVIII, había habido algunas iniciativas o propuestas notablemente imaginativas en el terreno bursátil: una empresa para construir y comercializar una máquina de escribir, lo que constituía un adelanto considerable sobre su tiempo; un proyecto para una ametralladora ligera que podía disparar balas tanto cuadradas como redondas, según el enemigo fuera cristiano o turco; otro proyecto para un piano mecánico, etc. «Puedo medir el movimiento de los cuerpos -observó sir Isaac Newton en cierta ocasión-, pero no puedo medir la locura humana.» Y, en efecto, no podía medir ni la suya, pues iba a perder 20.000

libras -mucho más de un millón de dólares actuales- en la orgía especuladora que estaba a punto de desencadenarse.

Robert Harley, conde de Oxford, contribuyó a fundar la desafortunada Compañía de los Mares del Sur.

La Compañía de los Mares del Sur (South Sea Company) había nacido en 1711 por iniciativa o, acaso más apropiadamente, por inspiración de Robert Harley, conde de Oxford. En los primeros tiempos de la empresa, se le unió un tal John Blunt, escribiente de profesión, aventajado no sólo como copista de documentos legales, sino en el aprendizaje de su contenido.

Este mapa del cartógrafo Herman Moll fue un encargo de la Compañía de los Mares del Sur. Con la excepción de Brasil, toda la inmensa región fue proclamada como territorio de explotación comercial de la compañía. No se tuvo, en cuenta el hecho de que España también reivindicase ese mismo territorio

Los orígenes de esta compañía se asemejaron estrechamente a los de la Banque Royale y de la Compañía del Mississippi. De forma similar, aportó una supuesta y sin duda bien recibida solución al problema de la deuda flotante y apremiante del Estado que, como en Francia, había intervenido en los años anteriores en la guerra de Sucesión española. A cambio del permiso para su constitución, la Compañía de los Mares del Sur adquirió y consolidó esa deuda de procedencia diversa. El gobierno satisfacía por ella un interés del 6%. Y a la compañía se le reconoció el derecho de emitir valores y de ser «la única en comerciar y traficar, a partir del 1 de agosto de 1711, con, en y desde los reinos, tierras, etc., de América, desde la orilla oriental del río Aranoca hasta el extremo sur de Tierra del Fuego». A este comercio se le añadía todo el de la costa occidental de las Américas «con, en y desde todos los países dentro de los mismos límites, considerados como pertenecientes a la Corona de España, o los que en lo sucesivo fueran descubiertos». Se pasó por alto astutamente que España reclamaba el monopolio de todos los intercambios y el comercio con esa vasta región, si bien cabía alguna lejana esperanza de que las negociaciones por entonces en curso con vistas a un tratado, permitieran el acceso de Gran Bretaña a las fabulosas riquezas en metales preciosos de México, Perú y demás lugares. También habría oportunidades en la trata de esclavos, para la cual los negociantes británicos creían poseer una especial aptitud.

Finalmente, se abrió una pequeña –pequeñísima ventana de oportunidades. En resumen, España permitió a la compañía un solo viaje anual, sujeto a una participación en sus beneficios. La esperanza de algo mejor se basaba, en parte, en la creencia de que podía negociarse la soberanía de Gibraltar a cambio de un más amplio acceso a las Américas. La cuestión de esa soberanía iba a continuar siendo un desgraciado contencioso entre Gran Bretaña y España durante dos siglos y medio más.

De hecho, resultaría difícil imaginar un proyecto comercial más problemático. Se autorizaron y se lanzaron más emisiones de valores, en respuesta a las compras del público, y a comienzos de 1720 ya se había asumido la totalidad de la deuda pública. Tales fueron las supuestas ventajas de la empresa. La oportuna legislación se vio facilitada mediante el regalo de valores de la Compañía de los Mares del Sur a los ministros clave del gobierno, así como por la feliz circunstancia de que varios directivos de la empresa se sentaban en el Parlamento, lo que brindaba la excelente oportunidad de dar a conocer allí las halagüeñas

perspectivas de aquélla. Esos mismos directivos se mostraban también generosos asignándose valores.

En 1720, el público británico o, mejor, aquella parte del mismo sensible a la idea del enriquecimiento mediante las finanzas, respondió con entusiasmo a la supuesta oportunidad que le brindaba la Compañía de los Mares del Sur y, más aún, al empuje al alza de los valores y al deseo de participar en las ganancias. La guerra había enriquecido a un reducido pero significativo sector de la población británica. Las clases terrateniente y aristocrática, aunque desdeñosas con los «del comercio» o con los relacionados de algún modo con el «hacer dinero», también fueron capaces de tragarse su orgullo y participar a su vez. A menudo el dinero produce esos efectos. Las escenas de la rue Quincampoix se repetían ahora en las calles y avenidas de la City. La cotización de la compañía, que había sido de unas 128 libras en enero de 1720, ascendió a 330 en marzo, a 550 en mayo, a 890 en junio y a unas 1.000 más avanzado el verano. Nunca con anterioridad en el reino, y tal vez ni siquiera en París o en Holanda, tantos y tan súbitamente se volvieron tan ricos. Como siempre, el espectáculo de algunos convertidos en potentados con tan poco esfuerzo, provocó la carrera para participar que, a su vez, determinaba el alza.

Pero la Compañía de los Mares del Sur no era la única oportunidad. Su éxito generó al menos un centenar de imitadores y advenedizos, todos los cuales aspiraban a su parte en el *boom*. Entre ellos se incluían compañías para desarrollar el movimiento perpetuo (con lo que también se adelantaron a su tiempo), asegurar caballos, perfeccionar el arte de fabricar jabón, comerciar con cabello, reparar y reconstruir casas parroquiales y vicariales, transmutar mercurio en metal fino maleable, y levantar residencias u hospitales para ingresar y mantener en ellos a hijos ilegítimos, amén de la inmortal empresa «para llevar adelante una iniciativa muy ventajosa, pero que nadie sabe en qué consiste». En julio de 1720, finalmente, el gobierno dio el alto. En efecto, se aprobó una ley -la Bubble (»Burbuja») Act- que prohibía esas otras empresas, menos, según se ha creído siempre, para proteger a los insensatos y a los ingenuos que para asegurar el monopolio especulador de la propia Compañía de los Mares del Sur.

Pero por entonces ya se acercaba el fin de la compañía. Los valores entraron en barrena, en parte, sin duda, como resultado del oportuno reparto de beneficios de los que estaban dentro y arriba. En septiembre las acciones habían caído a 175 libras y en diciembre, a 124. Se hicieron esfuerzos heroicos, retóricos y de otros tipos para sostener y reavivar la confianza, incluyendo un llamamiento en demanda de ayuda al recién fundado Banco de Inglaterra. Con el tiempo, y con algún apoyo del gobierno, las acciones subieron hasta 140 libras, más o menos:

aproximadamente una séptima parte del valor más alto alcanzado. Como antes sucediera y como sucedería después, una vez se produce el hundimiento, quedan desbordados todos los esfuerzos para evitar el desastre.

No tardó en iniciarse la búsqueda de chivos expiatorios, que fue feroz y brutal. Blunt, ahora ya sir John Blunt, escapó por poco a la muerte cuando un asaltante, cabe imaginar que una víctima, trató de dispararle en una calle londinense. Acabó salvándose porque puso en manos del gobierno a sus compañeros de conspiración situados en puestos de alta responsabilidad; una iniciativa corriente en los tiempos actuales. Los individuos relacionados con la compañía fueron expulsados del Parlamento, y los directivos y otros empleados (incluido el propio Blunt) vieron su dinero y sus propiedades confiscados a fin de proveer alguna compensación a los perjudicados. Robert Knight, tesorero de la compañía, partió de súbito para el continente, pero fue perseguido y encarcelado y se solicitó su extradición. Logró escapar, sin embargo, y vivió desterrado durante los veintiún años siguientes. James Craggs, un influyente político de avanzada edad, implicado en el asunto, se suicidó. Otros acabaron en prisión. Como tras el caso de los tulipanes y el de John Law, la vida económica de la ciudad de Londres y la del país en su conjunto experimentaron una notable depresión.

Aquí quedaron de manifiesto las previsibles características propias de la aberración financiera. Se daba un gran apalancamiento sobre los reducidos intereses que abonaba el Tesoro por la deuda pública. Los individuos fueron peligrosamente cautivados por la creencia en su propia perspicacia e inteligencia en asuntos financieros, y transmitieron este error a otros. Se brindaba una oportunidad de inversión rica en perspectivas imaginadas, pero inane si se examinaba serenamente la realidad. Algo en apariencia emocionante e innovador se apoderó de la imaginación del público, en este caso la sociedad por acciones, la cual, por lo demás y como ya se ha dicho, tenía un origen decididamente más antiguo. (Las grandes compañías con privilegio comerciaban con la India y con otras partes desde hacía ya un siglo.) Y como fuerza operativa, ignorada según cabía esperar, actuaba el abandono del buen sentido por el público en masa, en pos del beneficio.

Pero, excepcionalmente, esta última circunstancia fue reconocida andando el tiempo. Charles Mackay, en un relato muy agudo de la «Burbuja de los Mares del Sur», señaló cuál era la verdad:

[En el otoño de 1720] en cada ciudad de alguna importancia del Imperio se celebraron reuniones públicas en las que se elevaron peticiones, solicitando que el legislativo hiciera recaer la venganza sobre los directivos de la Compañía de los Mares del Sur, los cuales, mediante sus fraudulentas prácticas, habían conducido la

nación al borde de la ruina. Nadie parecía imaginar que la propia nación era tan culpable como la Compañía de los Mares del Sur. Nadie censuraba la credulidad y la avaricia del pueblo; el degradante afán de ganancia... ni tampoco la obsesiva pasión que había inducido a la multitud a apresurarse e introducir la cabeza, con alocada avidez, en la red tejida para ella por los artífices de aquella iniciativa. Pero estas cosas jamás se mencionaron.

Como tampoco se mencionaron nunca tras los episodios recientes de especulación, como quedará ampliamente de manifiesto.

CAPÍTULO V
LA TRADICIÓN AMERICANA

En asuntos financieros, la memoria es frágil, pero las actitudes públicas subjetivas pueden ser más duraderas. De la misma forma que John Law hizo sospechosos a los bancos en Francia durante más de un siglo, la «Burbuja» de los Mares del Sur puso en guardia a Gran Bretaña contra las sociedades por acciones. La Bubble Act restringió durante muchas décadas la formación de sociedades limitadas, antecesoras de las actuales sociedades anónimas. Con todo, hacia 1824 esas empresas se habían ganado suficiente respetabilidad como para dar lugar a otra oleada. de emisión de valores en Londres. También esta vez estaban inspiradas, en parte, en las perspectivas de Sudamérica, pero, con un espíritu más ecuménico, se extendían hasta el mar Rojo. Una emisión particularmente destacada era la de una compañía que se proponía el drenaje de aquella extensión de agua, «con objeto de recuperar el tesoro abandonado por los egipcios tras el paso del mar Rojo por los judíos». Más avanzado el siglo, se registraron otros episodios de especulación, en respuesta a las oportunidades que brindaba el Nuevo Mundo, con Sudamérica una vez más en funciones de imán para la imaginación. En 1890, el Banco de Inglaterra hubo de precipitar la bancarrota de la gran empresa Baring Brothers, peligrosamente envuelta en préstamos a la Argentina. Que nadie imagine que las modernas desdichas con los préstamos al Tercer Mundo son cosa nueva.

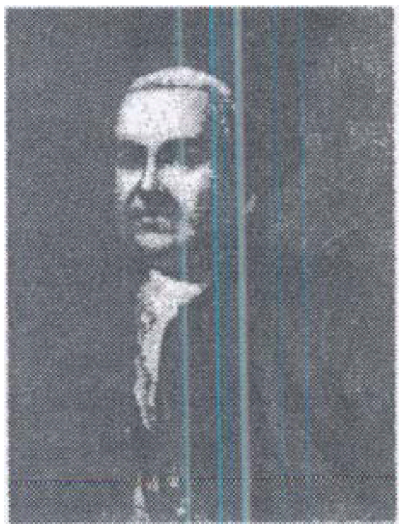
Cualesquiera que fuesen los excesos en Londres, no se vea el menor rastro de chauvinismo si afirmamos que, en el pasado siglo, la imaginación especuladora alcanzó sus manifestaciones más delirantes en Estados Unidos. Esto se debió a una creencia específicamente americana en la supuesta magia de la acumulación de dinero y sus presuntos efectos económicos maravillosos.

Esa creencia en la magia del dinero se inició en la época colonial. También en este caso, y tan invariablemente como en los asuntos financieros, los implicados

estaban convencidos de su genio innovador. Como antes y después, estaban reinventando la rueda.

Las colonias del Sur -Maryland, Virginia y Carolina, como entonces se llamaba- emitieron billetes contra el valor del tabaco, y lamentaron grandemente cualquier demanda de oro o plata como medio de cambio, hasta el punto de que llegaron a proscribir su uso. En Maryland, los billetes basados en el tabaco sirvieron como moneda durante casi dos siglos, considerablemente más tiempo que el patrón oro. Pero fue prosaicamente útil, si se compara con el papel moneda de Nueva Inglaterra.

En 1690, sir William Phips condujo una expedición de soldados muy poco convencionales desde la colonia de la bahía de Massachusetts hasta la fortaleza de Quebec. Se proponían que el producto del botín sufragara los gastos de la incursión. Pero he aquí que la fortaleza no se rindió, y cuando las tropas regresaron, la tesorería colonial no disponía de moneda en metálico, ni de oro ni de plata, para pagarles. Entonces, al gobierno colonial le pareció, un mal menor emitir billetes en los que se comprometía, con el tiempo, al pago en oro o plata. En las dos décadas que siguieron, el papel circuló junto con el metal y en pie de igualdad con él, sobre la base de aquel compromiso. He aquí un instrumento financiero supuestamente innovador y maravilloso, y he aquí de nuevo el prodigio del apalancamiento. Había deuda en forma de billetes respaldados por unos activos consistentes, en este caso moneda metálica, notablemente inferiores a los que serían precisos si todos los billetes se presentaran al cobro de manera simultánea.



Massachusetts tenía los cofres vacíos cuando sir William Price y su banda extraordinariamente irregular de soldados fracasaron en la captura de la fortaleza y de las fortunas de Quebec.

La maravilla se extendió a otras colonias, donde se emitieron billetes en abundancia, incluso con ligereza. Rhode Island fue un caso extremo. Allí, como en

todas partes, en los días en que al fin se ajustaron las cuentas, los billetes perdieron todo su valor o casi.

Conviene precisar que no todas las colonias sucumbieron; así, Pennsylvania, Nueva York, Nueva Jersey, Delaware y Maryland aplicaron un admirable criterio restrictivo. Y existen indicios de que el papel moneda que sustentaba los precios y los intercambios contribuyó al generalizado bienestar económico allá donde se utilizó. Ésta fue ciertamente la postura de Benjamin Franklin, quien pudo haberse visto influido por su condición de impresor de los billetes. Más adelante, en 1751, el Parlamento de Londres prohibió las emisiones de papel en Nueva Inglaterra, y poco después, en todas las colonias.

Esta decisión suscitó una reacción muy airada. El papel y el apalancamiento a él asociado estaba hondamente enraizado en la mente de los colonos americanos, que lo consideraban un bien económico. El uso del papel no fue totalmente proscrito, aunque así lo hayan dicho muchos historiadores. Los soldados de Washington, por ejemplo, fueron pagados con billetes del continente, que sirvieron para financiar la revolución. La recaudación de impuestos era por entonces insignificante, como también lo era la maquinaria recaudatoria. El coste de la guerra lo soportaron quienes, habiendo recibido los llamados «continentales», vieron su poder adquisitivo rápida e irrevocablemente disminuido. Así se pagó la independencia americana, y no está claro que hubiera podido sufragarse de otra manera. Pero ahora, en la nueva república, el escenario estaba dispuesto para los recurrentes episodios especuladores. La política financiera del joven país fue conservadora, influida inicialmente por el recuerdo, aún fresco, de la inflación acarreada por la divisa continental: la amplia disponibilidad de papel determinaba una necesariamente limitada disponibilidad de artículos. Así, en Virginia un par de zapatos costaba 5.000 dólares y más de 1.000.000 un guardarropa completo. La Constitución prohibía al gobierno federal y, ni que decir tiene, a los estados, emitir papel moneda. Las transacciones debían efectuarse en oro y plata y en billetes bancarios canjeables por metálico. Se creó un banco central, el First Bank of the United States, para imponer la disciplina en la dispersión de pequeños bancos autorizados por los estados, y que se negó a aceptar los billetes de aquellos que, a petición, no pagaban en metálico. El hasta entonces conservador Noreste aprobó esta iniciativa, pero, en la mayoría de los casos, no hicieron otro tanto el Sur y el Oeste, regiones jóvenes y financieramente más necesitadas. En ellas, el crédito fácil derivado de los billetes de banco, ampliamente disponibles, estaba muy valorado. En 1810, y debido a los ataques que suscitó su rigor financiero, al First Bank no se le renovó el permiso para seguir actuando.

Con el estímulo de la guerra de 1812, y ante la necesidad de financiarla con un amplio empréstito público los precios aumentaron. Los bancos estatales, dispensados de la servidumbre del canje forzoso de billetes por metal, recibieron ahora autorizaciones sin cortapisas. Toda localidad lo bastante grande como para disponer «de una iglesia, una taberna o una herrería, se consideraba un lugar apropiado para establecer un banco». Estas entidades emitían billetes, y otro tanto hacían, a imitación de ellas, las empresas más inesperadas. «Incluso los barberos y los taberneros competían con los bancos en este terreno...» Los bienes que respaldaban esos billetes eran, huelga aclararlo, minúsculos y evanescentes. Una vez más, apalancamiento.

En los años que siguieron al final de la guerra, la tierra y otras formas de propiedad aumentaron prodigiosamente de valor en todo el país. Como siempre en estos casos, los activos en alza atrajeron a quienes estaban convencidos de que aún se producirían más incrementos, y esta convicción dio seguridades de que aún iban a producirse más subidas. En 1816 se autorizó la creación del Second Bank of the United States, pues había persistido la idea de que era necesaria una autoridad reguladora superior. Sin embargo, en sus inicios se sumó al *boom*, y el banco se lanzó con entusiasmo a los créditos inmobiliarios. Pero en 1819 el *boom* experimentó un colapso. Los precios y los bienes raíces cayeron espectacularmente, los créditos dejaron de pagarse y aumentó el número de bancarrotas. Éste fue el primero de los episodios de especulación, con resultado de colapso, que iban a caracterizar la historia económica y financiera americana durante el resto del siglo. Se incorporó al léxico la palabra *pánico* asociada al dinero. Más tarde, en afanosa búsqueda de una designación más suave, menos alarmante, se dio con los conceptos *crisis*, *depresión* y *recesión*, y ahora, cómo no, con el de *ajuste de crecimiento*, todos los cuales vinieron sucesivamente a designar las secuelas económicas de aquellos episodios.

Parece probable, aunque nadie lo tiene por seguro, que el *boom* de la segunda década del siglo pasado terminó en 1819, siguiendo el curso normal de todo episodio especulador. Pero el Second Bank, que ateniéndose a su propósito regulador había empezado por reclamar el pago de los billetes, fue instintiva y agriamente denostado. Como siempre, la necesidad de hallar una causa al margen de la especulación misma. En consecuencia, el presidente Andrew Jackson aglutinó la opinión pública en contra de esas instituciones, una iniciativa en la que recibió la ayuda inconsciente de Nicholas Biddle, de Filadelfia. Como director del Second Bank, Biddle hizo un llamamiento a los bancos locales para que pagaran por sus billetes, pero empleó un tono enérgico, elitista, recto y por lo general ofensivo. El resultado fue que la autorización del Second Bank, como en el caso del First, no se

renovó. Habría de transcurrir casi un siglo antes de que se permitiera la existencia de un banco central en Estados Unidos. Nuevos bancos y nuevos billetes no tardaron en afluir al escenario, que quedó dispuesto para el siguiente episodio de especulación, el cual habría de concluir con el hundimiento de 1837.

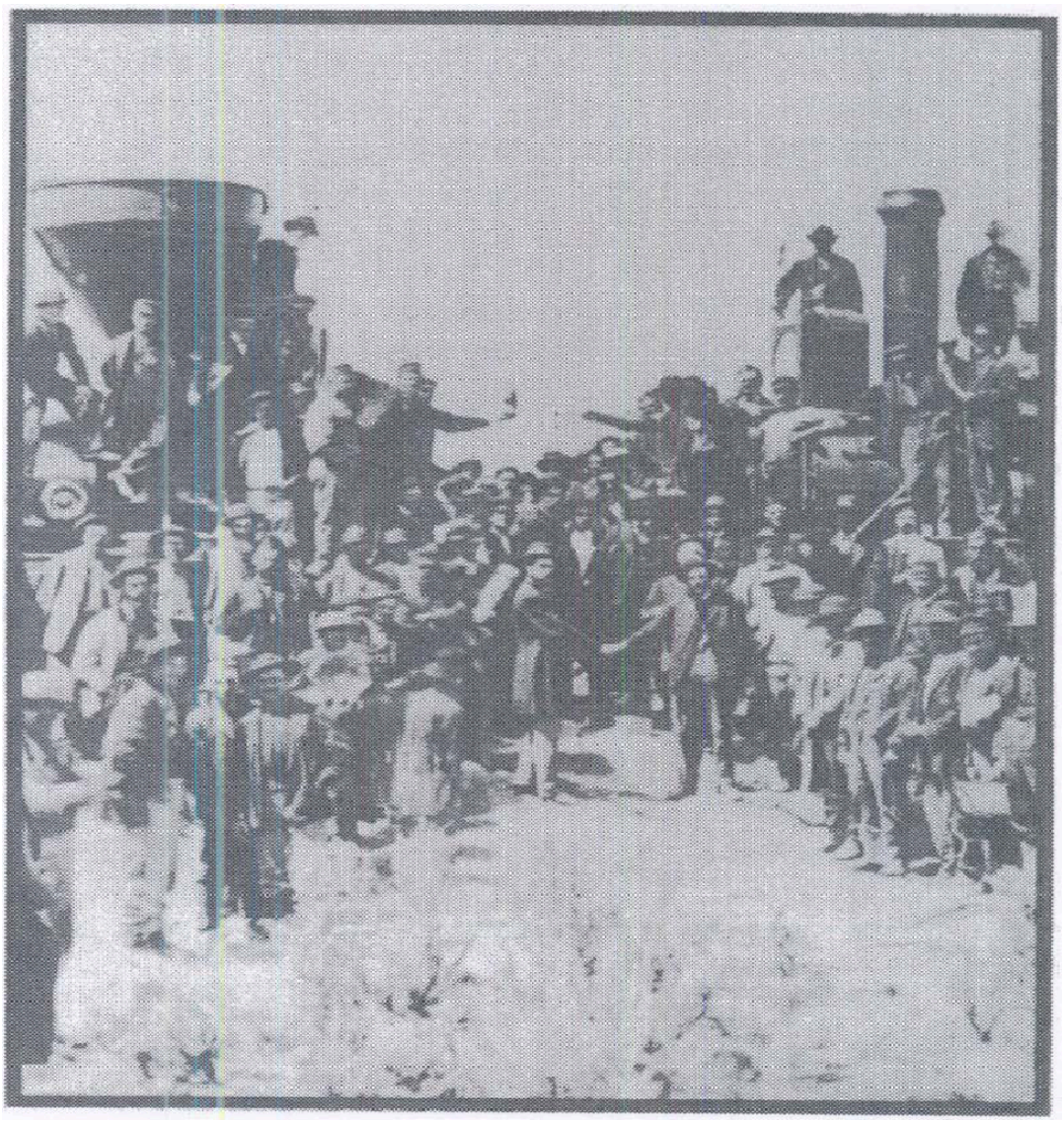
Esta burbuja especuladora se localizó una vez más en la propiedad inmobiliaria, especialmente en el Oeste, y dio lugar a reclamaciones de tierras públicas, pero se extendió también a empresas manufactureras y a mercancías. Fue financiada mediante la toma en préstamo de los billetes que proliferaban como consecuencia del número de bancos, en continuo aumento. Pero ahora había también una nueva fuente de financiación.

Los progresos internos, como se llamaban, se convirtieron en una superior oportunidad de inversión. Aquéllos consistían notablemente en canales y peajes, habida cuenta las grandes distancias que había que cubrir y el formidable territorio por el que era preciso viajar en la joven república, para obtener productos agrarios, mineros e industriales. Los estados emprendieron la tarea de allegar fondos, que resultaron hallarse en cantidades disponibles en Gran Bretaña. El dinero se movió en sumas sin precedentes a través del Atlántico, y sin duda alguna contribuyó decisivamente a la construcción de medios de transporte. Pero también contribuyó a un explosivo *boom* en los negocios y en el empleo, y a una carrera para participar en el incremento del valor de la propiedad.

En 1837 se produjo el inevitable desencanto y sobrevino el colapso. No tardó en iniciarse un período de acentuada depresión. Pero este episodio iba a presentar dos aspectos nuevos, uno de los cuales mantiene hoy su vigencia. En efecto, dejó tras de sí las mejoras, notablemente los canales, que habían constituido la fuente del entusiasmo especulador. E introdujo una actitud distintivamente moderna hacia los préstamos extraordinarios: en las desfavorables condiciones que siguieron al hundimiento, aquéllos suscitaron indignación o, sencillamente, no se cancelaron. Mississippi, Luisiana, Maryland, Pennsylvania, Indiana y Michigan repudiaron sus deudas, si bien con posterioridad se registró algún tímido esfuerzo de reintegro. Se manifestó el temor de que ahora, en los tiempos duros, los bancos y los inversores extranjeros reclamaran el pago de las deudas garantizadas y contraídas tan a la ligera. Conviene insistir en un punto: sólo la patológica debilidad de la memoria en asuntos financieros, algo que en esta historia se repite sin falta, o acaso nuestra indiferencia a la propia historia financiera, nos induce a considerar un fenómeno nuevo la moderna experiencia de la deuda del Tercer Mundo, que ahora afecta a la Argentina, al Brasil, a México y a los demás países latinoamericanos.

Durante una década después del estallido de la burbuja de la deuda en 1837, la situación de los negocios en Estados Unidos permaneció deprimida. Declinó el número de bancos dispuestos a financiar aventuras de especulación. Pero transcurridos otros diez años, la memoria del público de nuevo se debilitó. Recobrada la confianza, florecieron las autorizaciones de nuevos bancos, los billetes volvieron a circular para financiar la especulación, y en 1857 se produjo otro pánico y el colapso.

Mientras tanto, se había desarrollado una experiencia de apalancamiento que le hubiera parecido formidable a T. Boone Pickens o incluso a Michael Milken y a la otrora gran empresa de Drexel Burnham Lambert. La legislación estatal establecía que los bancos debían poseer reservas en metálico que garantizaran sus billetes en circulación. Ello iba a limitar en buena medida el alcance del apalancamiento. Los inspectores bancarios hicieron cumplir este requisito; pero esta exigencia iba a la par con la recientemente impuesta por la reglamentación de las actividades de ahorro y crédito. En un caso extremo de picaresca, un grupo de bancos de Michigan se unió para compartir la propiedad de las mismas reservas. Éstas eran trasladadas de una institución a otra, adelantándose a la visita del inspector. Y, tanto en ésta como en otras ocasiones, el ahorro aún era mayor: la capa superior de monedas de oro contenidas en el cofre presentaba una altura tanto más impresionante porque debajo se había dispuesto una capa más gruesa de clavos de 10 peniques. Pero no todos los excesos del apalancamiento se registraron en el Oeste. En estos mismos años, en los más conservadores reductos de Nueva Inglaterra, un banco fue clausurado con 500.000 dólares en billetes circulando y una reserva en metálico de 86,48 dólares.



El notable auge del ferrocarril en el siglo XIX terminó en corrupción y en una imaginativa manipulación de los precios de las acciones ferroviarias. Arriba, directivos del ferrocarril celebran la terminación de la primera vía férrea transcontinental en 1869 en Promontory, estado de Utah.

La guerra civil no alteró la sucesión de episodios de *boom* y estallido, pero acortó el intervalo entre ellos. Mientras las heridas de la contienda se cicatrizaban, a finales de la década de 1860, y comienzos de la siguiente, se produjo uno de los

mayores *booms* especuladores, que anticipó el devastador pánico económico y político de 1873.

Los años anteriores fueron de generalizado incremento de valores, en crecimiento piramidal, y se dieron unas condiciones de euforia en las manufacturas, la agricultura y las obras públicas. Ese incremento de valores arrastró de nuevo más incremento de valores. Lo mismo que en el caso de los canales y los peajes, el transporte -en esta época los ferrocarriles- constituyó el foco de la especulación. Aquí los horizontes parecían en verdad ilimitados. ¿Se precisaba aclarar quiénes y qué iban a perder? De nuevo estuvieron disponibles los préstamos británicos en gran cantidad, apoyados en la amnesia financiera que ahora había borrado toda memoria efectiva de los préstamos fallidos de 40 años antes. La realidad no tardó en imponerse. Los nuevos ferrocarriles, y algunos de los viejos, no podían pagar. El prestigioso establecimiento de banca Jay Cooke & Company, gravemente comprometido en la financiación de esos medios de transporte, quebró en septiembre de 1873. Otros dos grandes bancos le siguieron. La Bolsa de Nueva York se cerró por diez días. Los bancos de esa ciudad y de todas partes suspendieron los reintegros en metálico.

Una vez más, concluido el episodio se registró el predecible escapismo. Esto era ya una tradición americana. Se dijo que el problema no fue la anterior euforia, sino algo inadecuado en relación con el dinero. La razón alegada para los colapsos anteriores, y que también implicaron dinero, fue la mano excesivamente dura de los dos Bancos de Estados Unidos. Ahora se dijo que la causa fue un plan mal conocido, que databa de poco antes, de retirar el papel moneda de la guerra civil y cambiarlo por un patrón oro. Nada, dada la historia y la fascinación del papel, podía inspirar más confianza a las mentes americanas. De inmediato nacieron dos grandes movimientos políticos: el Partido del Papel Moneda y el de los defensores de la libre acuñación de la plata. No iba a tardar en dejarse oír la resonante voz de William Jennings Bryan advirtiendo de la crucifixión de América en la cruz del oro.

En las últimas décadas del siglo pasado, y dada la acusada tendencia deflacionaria de la época, había buenas razones para un régimen monetario más liberal. Los que lo reclamaban no estaban equivocados. Pero entonces, como siempre, el efecto de la agitación monetaria iba a distraer la atención del papel de la especulación anterior y de su inevitable y depresiva secuela.

De la secuencia claramente establecida de boom y estallido en el siglo pasado provino, en los últimos años, otro empeño de encubrir el episodio de euforia. En efecto, la comprensión de aquella secuencia iba a normalizar el episodio: se dijo que el *boom* y el estallido eran predecibles manifestaciones del ciclo de los negocios. Podía haber manía, como afirmó Joseph Schumpeter, pero la

manía era un detalle en un proceso más amplio, y el papel benéfico de la consiguiente contracción y depresión había de restaurar la salud normal y expulsar el veneno del sistema, como algunos otros eruditos puntualizaron. Ahora se aceptaba rutinariamente en los cursos universitarios sobre ciclos de los negocios, la alternancia entre expectativas elevadas hasta la extravagancia y momentos bajos.

El economista Joseph Schumpeter sostenía que las manías recurrentes eran una característica normal de la vida empresarial.

En 1907, después de otra huida de la realidad, menos dramática y centrada esta vez en Nueva York, sobrevino el llamado pánico de Wall Street. Sigue siendo memorable por la creencia de que J. P. Morgan, con su llamamiento para que los fondos públicos y privados acudieran en ayuda de la amenazada Trust Company of America, y con su otro llamamiento al clero de Nueva York para que en sus sermones predicara la confianza e infundiera ánimos, condujo la crisis a su final por su sola iniciativa. Lo cual es discutible. Un hundimiento se termina sin necesidad de la intervención divina.

De nuevo en los meses que siguieron a la primera guerra mundial reinó un talante moderadamente eufórico. Los ingresos de la agricultura eran saneados, lo cual dio lugar a una oleada de adquisiciones de tierras, lo que se reflejó en los precios de las superficies cultivables. Esta situación dejó a los agricultores con una pesada carga de deudas, que en los años de la Gran Depresión solía estimarse que superaba en conjunto el valor total de la propiedad rural. Aquí nació la crisis agraria de los años treinta, y los programas que aún subsisten para sostener los precios y rentas agrarios, así como para facilitar créditos a los campesinos. Pero todos los episodios de especulación anteriores se vieron eclipsados por el gran *boom* bursátil de los últimos años veinte. Desde los tiempos de John Law o de la Burbuja, la manía no había influido tan profunda y ampliamente en un sector de la población. Se desplegaban ahora todas las características básicas de la euforia financiera. y significó también el final de la noción schumpeteriana de que la

subsiguiente contracción era normal, tolerable y, como el propio Schumpeter insistía, benigna.

A J. P. Morgan se le atribuyó el fin del crac de 1907 cuando, junto con otras acciones terapéuticas, pidió a los clérigos de la ciudad de Nueva York que dieran sermones alentadores.

CAPITULO VI
1929

En la ya larga historia de la economía y las finanzas, ningún año destaca tanto como el de 1929. Como ya he observado en varias oportunidades, trae muchas evocaciones a la memoria pública, como 1066, 1776[1], 1914, 1945. Y tal vez, pronto, 1989 a causa del colapso del comunismo. Ello se debe en parte a que el desastre especulador que entonces se produjo tuvo especial magnitud, incluso grandeza, y más todavía porque inauguró para los Estados Unidos y el mundo industrializado en su conjunto, la más extrema y duradera de las crisis por las que ha pasado nunca el capitalismo.

El año 1929 se recuerda también porque se hicieron entonces evidentes todos los elementos del episodio eufórico, y especialmente el vigor con que se presentó la supuesta innovación financiera. Esta última incluía, como siempre, las redescubiertas maravillas del apalancamiento, que ahora se encaminarán, y el despliegue de genio públicamente celebrado. El optimismo generó optimismo para elevar los precios. Se produjo entonces el hundimiento y, con el tiempo, se advirtieron las deficiencias mentales y morales de los que se había creído dotados de genio y que, en el mejor de los casos, cayeron en el olvido o, en el peor, se

[1] 1066: Guillermo el Conquistador se apodera de Inglaterra. 1776: Declaración de Independencia de los Estados Unidos. (N. del t.)

expusieron al descrédito público y a la prisión o acabaron suicidándose. En 1929 y en los años que siguieron, todos estos casos se dieron hasta la saciedad.

La justificación se buscó en el orden político, social y económico asociado a la benigna e inevitablemente republicana administración de Calvin Coolidge y de su secretario del "Tesoro Andrew W. Mellon. El 4 de marzo de 1929 dio comienzo la presidencia de Herbert Hoover, más experto como ingeniero, administrador y estadista. El talante que por entonces imperaba iba a resurgir, algo menos de sesenta años después, con el advenimiento de Ronald Reagan. Esta recurrencia no fue un mero accidente. La mayoría de los que dirigen operaciones de inversión o que cuentan con sumas considerables de dinero para invertir son, cómo no, partidarios de los republicanos en política. Naturalmente, y acaso de forma inevitable, creen en los políticos a los que apoyan, en las doctrinas que éstos profesan y en las ventajas económicas que de ellas derivan. A los aquejados por tales creencias les resulta particularmente fácil convencerse de las nuevas y poco menos que indefinidas oportunidades de enriquecimiento inherentes a una era republicana, bajo un régimen republicano. Así sucedió en 1929 y volvió a ocurrir antes del hundimiento de 1987. Cualesquiera que fuesen sus ideas políticas, todos eran igualmente vulnerables y todos resultaron afectados, pero todos debían estar advertidos.

Charles Ponzi ya era un falsificador y ladrón convicto y confeso cuando empezó una nueva carrera vendiendo tierras pantanosas de Florida a inversores voraces de beneficios.

La primera manifestación del espíritu de euforia de los años veinte no se vio en Wall Street sino en Florida, en el gran *boom* inmobiliario de mediados de la década. Aparte el optimismo generado por Coolidge y Mellon, el clima de Florida ejerció una indudable atracción. Para muchos, el contraste con el clima de Nueva York o Chicago constituyó un brillante descubrimiento. Y también estaba presente

el apalancamiento: los terrenos podían adquirirse con una entrada en efectivo de alrededor del 10%. Así, cada oleada de compras se justificaba a sí misma y estimulaba la siguiente. Mientras la especulación siguió su curso, en 1924 y 1925, cabía esperar que los precios se duplicaran en cuestión de semanas. ¿Quién iba a preocuparse por una deuda que sería cancelada con tanta rapidez?

Actuaban también otras fuerzas apremiantes. Los terrenos seleccionados de «primera línea de playa» distaban del mar, aplicando un criterio de medición flexible, de 15 a 25 km. El conocido Charles Ponzi, de Boston, cuyo nombre ha quedado asociado a las operaciones inversionistas que pagaban sustanciosos dividendos a los primeros inversores, con el dinero aportado por los que venían después, se orientó ahora al negocio inmobiliario.

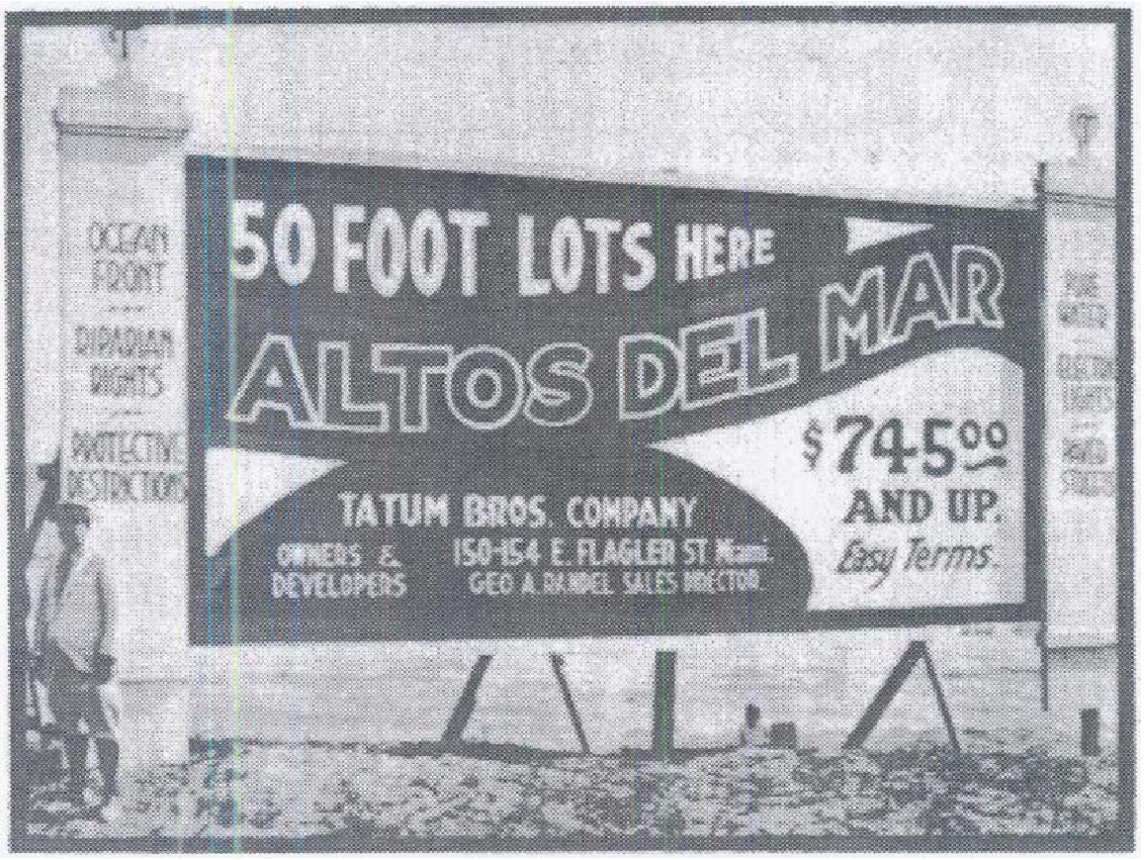
Promovió una parcelación que según decía se hallaba «cerca de Jacksonville», cuando estaba aproximadamente a unos 100 km de allí. El buen momento continuó. Tal fue la presión ejercida sobre los ferrocarriles que servían aquella línea, que se vieron forzados a suprimir el transporte de mercancías, incluidos los materiales de construcción que el propio boom demandaba.

En 1926 sobrevino el inevitable colapso. La afluencia de nuevos compradores, precisa para sostener el empuje hacia arriba, se agotó. Se produjo entonces una inútil carrera para abandonar. Circularon explicaciones superficiales y no del todo disparatadas; así, la culpa no se atribuyó a la propia culminación de la especulación, sino a dos huracanes del Caribe particularmente dañinos que se registraron en el otoño de 1926. Y así se dejó a miles de personas sin hogar. La responsabilidad del desastre se desvió así del hombre y de su capacidad para el engaño en materia financiera, y se trasladó a Dios y al tiempo atmosférico. También, aunque en menor medida, se puso de manifiesto la tendencia a promover iniciativas de caridad mal orientadas, en respuesta a la acción del viento.

Un funcionario de la Seaboard Air Line, según recogía *The Wall Street Journal*, expresó su temor de que la demanda de fondos de la Cruz Roja para paliar los efectos del huracán «perjudicara por más tiempo a Florida de lo que lo hubiera hecho la contrapartida de los fondos recibidos ».

En 1925, las compensaciones bancarias de Miami se cifraron en 1.066.528.000 dólares; en 1928 habían descendido a 143.364.000.

En dicho año de 1928, el afán especulador y la manía a él asociada se desplazaron al mucho menos estable clima del bajo Manhattan.



El «boom» de las tierras de Florida en los años veinte terminó cuando bajó la demanda de compradores adecuadamente crédulos y un huracán dejó sin casas a miles de personas.

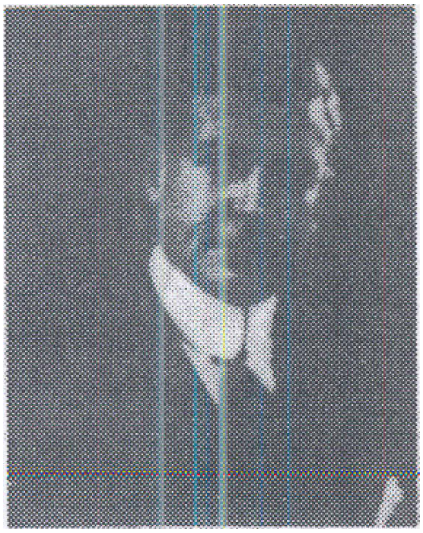
Los precios de las acciones ordinarias en la Bolsa de Nueva York habían empezado a subir en 1924. El incremento continuó en 1925 y experimentó algún retroceso en 1926, posiblemente como reflejo del colapso del *boom* inmobiliario de Florida. Ascendió de nuevo en 1927 y, como cabría decir con propiedad, tropezó con la cruda realidad en 1928 y, particularmente, en 1929.

En la primavera de este último año se produjo una caída amortiguada. El Consejo de la Reserva Federal, apartándose muy ligeramente de su timidez, por entonces sin parangón, y de su aceptada incompetencia, anunció que podía ajustar los tipos de interés para detener el *boom*, y el mercado retrocedió algo. La acción del banco central se vio como un ejercicio de sabotaje económico. Charles E. Mitchell, que se hallaba al frente del National City Bank, como entonces se llamaba, y cabalgando él mismo en la cresta de la ola, se apresuró a contrarrestar la

amenaza. Acerca de su banco, y en unas declaraciones de una arrogancia casi sin precedentes, manifestó: «Creemos que por encima de cualquier advertencia de la Reserva Federal o de otro organismo, prevalece nuestro compromiso de prevenir toda crisis peligrosa en el mercado monetario.» El National City Bank prestaría todo el dinero necesario para contrarrestar una restricción de la Reserva Federal.

El efecto fue más que satisfactorio: el mercado despegó de nuevo. En los tres meses de verano, el incremento de los precios superó el ya impresionante registrado durante todo el año anterior.

Ahora, las plenamente predecibles y bien identificadas características del gran episodio especulador estaban de nuevo presentes y resultaban manifiestas. Los precios aumentaban porque los inversores privados o las instituciones y sus consejeros estaban convencidos de que aún crecerían más, y esta convicción producía entonces el aumento.



Charles Mitchell, al frente del National City Bank en 1929, ofreció prestar al público dinero suficiente como para anular cualquier acción restrictiva de parte de la Reserva Federal.

El apalancamiento estaba magníficamente servido, e incluso con una maravillosa novedad de la época. En su forma más común, permitía la adquisición de valores sobre un 10% de margen: el 10% del aspirante a tenedor y el 90% del prestador. No era barato. Aquel verano el prestatario abonaba las por entonces increíbles tasas de interés del 7 al 12%. Y en cierta ocasión se llegó al 15.

Los trusts de inversiones -United Founders Corporation, Goldman y Sachs y muchas empresas similares- fueron especialmente celebrados por su genio para descubrir y utilizar el apalancamiento. El grupo United Founders, que se remontaba a una iniciativa de 1921, fracasó y fue rescatado con una inyección de capital de 500 dólares de un amigo. Entonces tomó en préstamo dinero y vendió

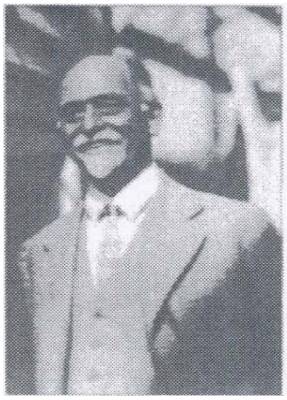
valores para financiar la inversión en otros valores por un total, con el tiempo, de unos mil millones de dólares. Esto -bienes valorados en mil millones de dólares a partir de una inversión original de 500 dólares- podría haber sido el más notable ejercicio de apalancamiento de todos los tiempos, con la posible excepción del caso de los bancos de Michigan y de los billetes apalancados contra los chivos de diez peniques.

No menos dramático fue el extravagante apalancamiento patrocinado por Goldman y Sachs.

La Goldman Sachs Trading Corporation fue creada por Goldman y Sachs a finales de 1928, con el único propósito de reunir acciones ordinarias y especular con ellas. La primera oferta de acciones fue modesta -cien millones de dólares- que sirvieron para adquirir otros valores. El verano siguiente, la Trading Corporation fundó la Shenandoah Corporation, ofreciendo al público sus acciones ordinarias y preferentes, pero conservando en última instancia en sus propias manos el control de las ordinarias.

La finalidad de la Shenandoah era también adquirir acciones ordinarias. Todas las ganancias producidas por el valor de dichos títulos enriquecían a los tenedores de las acciones ordinarias -incluyendo, sobre todo, la Trading Corporation- y no a los de las preferentes, de rendimiento fijo. A continuación, la Shenandoah creó la Blue Ridge Corporation, repitiendo el proceso. El incremento apalancado del valor de las acciones ordinarias de la Blue Ridge incrementó a su vez la cartera de acciones ordinarias de la Shenandoah. Estas ganancias, por su parte, se reflejaron en el patrimonio de la Trading Corporation.

Lo único que no se reconoció fue la manera en que este proceso podía actuar en sentido contrario: las obligaciones contraídas que implicaban disminuir los valores y rendimientos de las acciones en cotización. Las de Goldman Sachs Trading Corporation se lanzaron a 104 dólares y subieron hasta 222,50 pocos meses más tarde, para caer a finales de la primavera de 1932 a l,75 dólares.



Irving Fisher, un famoso y brillante economista de la Universidad de Ya le, fue una víctima de la euforia especuladora de 1929.
.

Los hombres más célebres de la época fueron los que cabalgaron sobre el *boom* y lo hicieron avanzar. Los más notables fueron el canadiense Arthur W. Cutten; Bernard E. Smith, perversamente apodado «Sell 'Em Ben» («Véndeselo, Ben»); el agente de Bolsa M. J. Meehan, que gozó de especial celebridad; los dos grandes presidentes de bancos, el ya mencionado Mitchell, del National City, y Albert H. Wiggin, del Chase; el rey sueco de las cerillas y financiero internacional, el extraordinario Ivar Kreuger; y Richard Whitney, el más eminente y aristocrático de los agentes de Bolsa y subdirector -pronto director- de la Bolsa de Nueva York. En apoyo de estas personalidades y con objeto de mantener la confianza del público, se convocó a profesores de economía, quienes aseguraron a sus oyentes que lo que estaba ocurriendo se mantenía perfectamente dentro de las normas del triunfante capitalismo contemporáneo.

El más preeminente de estos sabios académicos -y el que resulta más lamentable que interviniera- fue Irving Fisher, de Yale, que, como ya se ha indicado, era el economista más innovador de su tiempo. Hondamente comprometido a su vez en la Bolsa, también él sucumbió al impulso básico especulador, que sin duda es lo que mejor sirve a la buena fortuna que uno está experimentando. En el otoño de 1929, ganó fama duradera por su ampliamente difundida conclusión de que «las cotizaciones bursátiles han alcanzado lo que parece un permanente alto nivel de estabilización».

También llegaron manifestaciones optimistas de las Universidades de Harvard, Michigan, Ohio State y, notablemente, de un joven economista de Princeton, cierto Joseph Stagg Lawrence quien, al alcanzar las acciones su punto culminante, hizo este comentario, ampliamente citado: «La coincidencia en el juicio de millones de personas cuyas estimaciones hacen funcionar ese admirable mercado que es la Bolsa, se traduce en que las acciones no estén en este momento sobrevaloradas.» Y añadía la siguiente pregunta: «¿Dónde está ese grupo de

hombres que, con su omnisciente sabiduría, pretendían oponer su veto al juicio de esta inteligente multitud?»

Unos pocos opusieron ese veto, y no escaparon a la abierta e incluso salvaje denuncia. Como ya se ha señalado, Paul M. Warburg que, al menos hasta que habló en contra de la actividad bursátil, había sido uno de los banqueros más respetados de su tiempo, fue objeto de especial condena, como también el igualmente conocido, aunque algo menos reputado, Roger Babson.

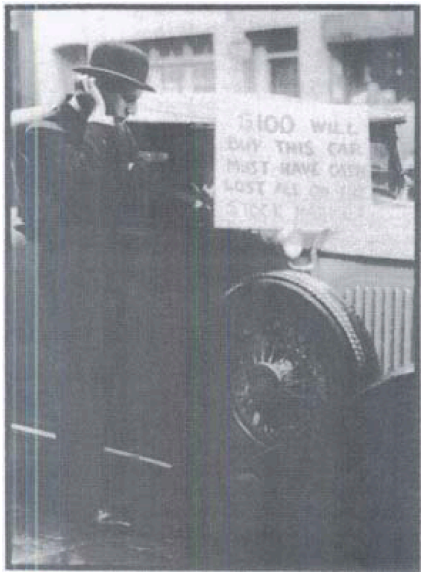
Al iniciarse el día 21 de octubre sobrevino el fin.

La secuencia de los acontecimientos que configuraron la historia de esos días se ha detallado a menudo, y ello nos dispensa de hacer aquí una narración extensa. La Bolsa abrió mal la semana que se iniciaba el 21 de octubre, con una actividad escasa para lo que era usual en la época. El miércoles la situación empeoró. El jueves fue el primero de los días desastrosos. Las cotizaciones cayeron al parecer incontenible mente aquella mañana. Como había sucedido el lunes, el teletipo se quedó muy atrás respecto a las operaciones. Se hicieron llamamientos para obtener más margen para quienes aún desconocían cabalmente su infortunio. La referencia común fue de nuevo el pánico.

Sin embargo, a mediodía de aquel jueves, las cosas mejoraron brevemente. Los grandes banqueros de la época, incluidos Thomas Lamont, de Morgan; Mitchell, del National City; y Wiggin, del Chase, se reunieron en la sede de Morgan y resolvieron actuar. Richard Whitney, el agente bursátil de este último banco, apareció en el parqué a fin de efectuar compras estabilizadoras con dinero que los grandes banqueros habían puesto a su disposición. Como en los días de John Law, de la Burbuja y de otros episodios, se creyó que con declaraciones e iniciativas tranquilizadoras todo volvería a ser como antes. Pero desgraciadamente, y como cabía prever, la confianza se evaporó durante aquel fin de semana. Se registró un elevado volumen de ventas el lunes, y el martes 29 de octubre fue, hasta ese momento, el día más devastador en la historia de la Bolsa. Ahora nada detenía ya la carrera para vender o para conseguir lo más parecido a una venta. A la situación no le ayudó el rumor de que los grandes banqueros estaban abandonando, lo que muy bien pudo ser el caso. En las semanas que siguieron, los lunes eran días particularmente malos, y la Bolsa seguía bajando.

Acaso se esté de acuerdo en que esta historia tuvo muy poco de original o de notable. Los precios se dispararon por las expectativas de que iban a seguir subiendo, y esas expectativas eran confirmadas por las compras resultantes. Y luego se produjo la inevitable defraudación de esas expectativas al parecer por un

suceso o iniciativa perjudicial, o tal vez porque, sencillamente, se había agotado la afluencia de compradores intelectualmente vulnerables. Cualquiera que sea la razón (y esto carece de importancia), la certeza absoluta, como ya se ha observado, se centra en que estos episodios no se acaban con gimoteas sino con una súbita explosión.



El crac obligó a muchas víctimas inocentes del mercado bursátil a vender objetos personales como este Chrysler Roadster 1929 vendido en 100 dólares cuando su valor en ese momento era de 1.555 dólares.

Como secuelas del hundimiento, se produjeron otros dos fenómenos predecibles. John Law, que vivió sus últimos y sombríos años en Venecia, corrió mejor suerte que los grandes magos de las finanzas de la década de 1920. Charles Mitchell y Albert Wiggin fueron fulminantemente despedidos. El primero, muy implicado en el negocio bursátil, pasó más de diez años defendiéndose ante los tribunales de acusaciones por evasión de impuestos sobre la renta. Se había deshecho de su depreciada cartera traspasándosela a su esposa, posiblemente ajena a la maniobra, a fin de conseguir una elevada deducción por pérdida de capital. Con el tiempo fue exonerado de toda responsabilidad penal, pero hubo de enfrentarse a largos procesos civiles y hacer frente a elevados pagos. A Wiggin, también activo bolsista y escasísimo de valores de su propio banco, se le negó su pensión. Cutten, Meehan y «Sell 'Em» Ben Smith fueron convocados ante comisiones del Congreso. Cutten padecía de amnesia aguda. Cuando Meehan fue requerido, sufrió una distracción y se fue al extranjero, pero no tardó en regresar y pedir excusas. Richard Whitney acabó en Sing Sing por malversación. En 1932, en París, Ivar Kreuger, antes un financiero de proyección mundial, promotor y especulador, y considerado ahora ladrón de altos vuelos, salió un día, se compró una pistola y disparó contra sí mismo. Entre otras cosas, se había descubierto su

falsificación de bonos del Estado italiano: una manifestación inmoderada de la libertad de prensa. Irving Fisher perdió millones y Yale lo rescató ofreciéndole un modesto puesto. Dos gigantes de la época, Joseph P. Kennedy y Bernard Baruch, iban a compartir beneficios y a seguir gozando de estima por haber abandonado a tiempo.

También era predecible, en las explicaciones subsiguientes acerca de los hechos, la evasión de la dura realidad. Aquí se dio un estrecho paralelismo con lo sucedido en episodios previos, y el episodio iba a tener una notable y en cierto modo caprichosa repetición en 1987 y más tarde. En octubre de 1929 se dijo que la Bolsa no hacía más que reflejar influencias externas. Durante el verano anterior se había producido, como se descubrió tardíamente, una caída de la producción industrial y de otros pocos índices económicos disponibles. El mercado de valores, de una manera racional, había respondido a aquellas influencias. La culpa no fue de la especulación y de sus inevitables secuelas; más bien hay que achacarla a esos factores completamente externos, más profundos. Los economistas profesionales mostraron un especial talante colaborador para extender y defender esa ilusión. Unos pocos, al tratar de esta historia, siguen haciéndolo.

Claro que no convencieron del todo. Se tomaron algunas medidas, que no dejaron de tener su utilidad: la creación de la Comisión de Valores y Cambio; restricciones a la acumulación de los *holdings*, que había sido particularmente elevada en valores eléctricos; y el control de los márgenes obligatorios. Pero, como siempre, la atención se centraba en los instrumentos de la especulación. Nada se dijo ni se hizo, ni en realidad podía hacerse, respecto al factor decisivo: la tendencia misma a la especulación.

El hundimiento de 1929, sin embargo, tuvo un efecto terapéutico: cosa excepcional, caló en la memoria financiera. Durante el cuarto de siglo siguiente, los mercados de valores se mantuvieron generalmente en orden y llevaron una existencia monótona. Aunque esta tendencia perduró más de lo que había sido usual, la historia financiera no había llegado a su fin. Pronto iba a reafirmarse que la manía de Schumpeter era ineludible.

CAPÍTULO VII
EL REGRESO DE OCTUBRE

Permítasenos subrayarlo una vez más, y en especial para quien estuviera inclinado a un escepticismo personalmente gratificador: a efectos prácticos, la

memoria en asuntos financieros debería considerarse que dura, como máximo, veinte años. Éste es el tiempo que suele precisarse para que los frutos de un desastre queden borrados, y para que alguna variante de la demencia anterior rebrote a fin de cautivar la mente de los financieros. Suele ser también el tiempo generalmente requerido para que una nueva generación irrumpa en escena impresionada, como ocurrió con sus predecesoras, por su propio genio innovador. Sin poder sustraerse a esta impresión, es arrastrada por otras dos influencias que operan en el mundo financiero, muy seductoras y que conducen al error. La primera, como se ha señalado suficientemente, es la facilidad con que un individuo, al prosperar, atribuye su buena fortuna a su superior perspicacia. Y cuenta asimismo la tendencia, que acompaña a la anterior y que protagonizan las muchas personas que viven más modestamente, de atribuir una aptitud mental excepcional a quienes, por lo demás con imprecisión, se identifica como ricos. Sólo en el mundo financiero se da un designio tan eficaz para encubrir lo que, con el paso del tiempo, se revelará como un engaño a uno mismo y a todos en general.

Pero no hay regla sin excepción. Mientras que el ciclo de veinte años que media entre la ilusión y la desilusión, para volver a la ilusión, ha tenido una absoluta regularidad en los Estados Unidos en el siglo pasado, algunos de los más violentos episodios de irracionalidad -los de John Law, la Burbuja de los Mares del Sur y el hundimiento de 1929 nos brindan ejemplos- permanecieron más vivos en la memoria financiera que en la del público en general. El resultado fue un período algo más prolongado de duda, cautela y relativa sensatez.

El hundimiento de 1929 dio paso a los años nefastos de la Gran Depresión, de los que, sin duda, puede atribuirse con razón una gran responsabilidad al desastre bursátil. En las semanas subsiguientes, cayó la demanda de una amplia variedad de artículos de consumo, la confianza en los negocios se vio sacudida y, como manifestación directa, la inversión descendió y se incrementaron los fallidos. Como ya he señalado, invocando factores más profundos entre los que ahora se incluye la política, insuficientemente flexible, de la Reserva Federal, responsable del declinar de la actividad económica. Esto era una evasión que bordeaba la insensatez. En realidad, el hundimiento de la Bolsa se produjo en una estructura económica excepcionalmente frágil desde el punto de vista financiero, bancario y general. No cabe duda razonable de que esta circunstancia tuvo un sustancial y claramente devastador efecto económico.

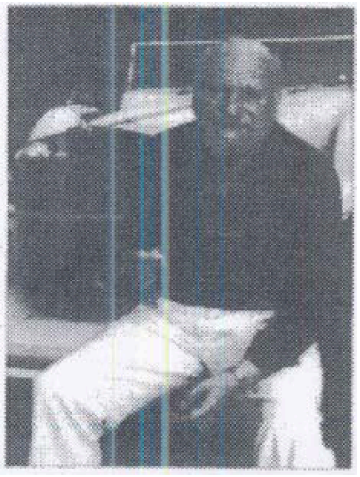
Sin embargo, a mediados de la década de 1950, los norteamericanos dejaron de considerar la Bolsa con recelo -en el sentido de que era algo que perseguía despojarles a ellos-, que fue la actitud aceptada tras el hundimiento de 1929. En

1954 y 1955, un cuarto de siglo después de los terribles días de octubre, se registró un modesto *boom*.

A finales de los años cincuenta y a lo largo de los sesenta, hubo más repuntes de la especulación y los consiguientes tropiezos. Éstos fueron años de buenos y con frecuencia brillantes logros de la economía industrial de Norteamérica y de otros países: escaso desempleo, crecimiento económico firme y amplio, y bajos índices de inflación. Como reflejo del optimismo propio de la situación, los jóvenes operadores del mercado, notablemente los *go-go boys* de los sesenta, fueron considerados por los demás y, como siempre en estos casos, por ellos mismos, como los representantes de un tratamiento altamente innovador de las oportunidades de inversión. Este error vinieron a corregirlo, al menos en parte y de vez en cuando, algunos reveses relativamente benignos, sobre todo en 1962 y 1969.

La más notable manifestación del nuevo talante especulador, aunque bajo auspicios señaladamente norteamericanos, iba a suceder en Suiza, con ramificaciones en Europa y en Sudamérica.

Investors Overseas Services (IOS) fue el invento de un grupo de jóvenes pletóricos de energías capitaneados por Bernard Cornfeld y Edward Cowett. El primero era un ex asistente social, y el segundo, un abogado de incuestionable competencia. IOS fue el hilo conductor de un grupo de fondos mutuos; de fondos mutuos que invertían en otros fondos mutuos (fondo de fondos), incluidas inversiones «incestuosas» en fondos de los propios IOS; de firmas dedicadas a vender fondos mutuos y dirigirlos; y, en un nivel más impreciso, de bancos, compañías de seguros y otras entidades financieras. Pero por encima de todo se trataba de una vasta organización de ventas, en la que los vendedores de valores reclutaban a otros vendedores y recibían una comisión por sus ventas, y los segundos reclutaban a su vez a otros vendedores y asimismo obtenían comisiones. En Alemania la pirámide llegó a tener unos seis niveles de altura, y sólo una fracción de la inversión primitiva llegó hasta los valores que se decía iban a adquirirse. El resto fue a parar a aquellas comisiones.



Bernard Cornfeld lleva hoy una vida tranquila en Francia. Hace algunas operaciones inmobiliarias y se dice que piensa volver al negocio de fondos mutuos.

Cuesta imaginar una empresa fiscalmente más improbable para el inversor. IOS tenía prohibida la venta de valores en Estados Unidos por la Comisión de Valores y Cambio, y en los últimos tiempos la prohibición se extendió a los ciudadanos norteamericanos dondequiera que viviesen. De ahí la radicación de la sede fuera del país. Ésta fue expulsada incluso del Brasil, considerado normalmente como una nación tolerante en materia financiera. Una y otra vez tuvo problemas con los suizos, y al final la empresa se vio forzada a trasladar muchas de sus operaciones a un lugar próximo en Francia. Con todo, les sacó unos cuantos miles de millones de dólares a inversores incautos, sin excluir a los propios vendedores de la firma, que habían sido ampliamente conquistados por su propia oratoria. James Roosevelt, hijo de Franklin Delano Roosevelt, anteriormente un distinguido miembro del Congreso y embajador ante las Naciones Unidas; sir Eric Wyndham White, un funcionario de elevada reputación internacional, durante mucho tiempo secretario general del GATT (Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio); y el doctor Erich Mende, ex vicecanciller de la República Federal de Alemania: todos prestaron sus nombres con evidente buena fe a la empresa. Ellos y miles de personas más respondieron encantados al exigente llamamiento de Cornfeld: «¿Quiere usted verdaderamente hacerse rico?» Con el tiempo llegarían las lamentaciones. Invitado por James Roosevelt a formar parte de la junta directiva, decliné el ofrecimiento. Me atenía a mi norma general contraria a prestar mis servicios en tales juntas, y en este caso me reforzaron grandemente en mi propósito tanto los comentarios de banqueros suizos conocidos míos, como lo que yo ya sabía acerca de los peligros de tales empresas. De haber aceptado, sin duda habría experimentado ciertos efectos adversos en mi reputación como economista. Y los lectores se hubieran ahorrado el presente trabajo.

En 1969, el descenso de las ventas y de los precios de los valores fue minando la organización de ventas con un efecto de apalancamiento acusadamente inverso. Fallaron los desesperados esfuerzos para mantener los valores mediante compras internas, y se hizo inevitable el desencanto, que se manifestó en un flujo incontenible. Cornfeld fue convencido, al parecer desafortunadamente, para que cediera el sustancial volumen de valores que restaba a Robert Vesco. La reputación de este último como financiero le ha aconsejado evitar cautamente desde entonces residir en Norteamérica. El propio Bernard Cornfeld no fue objeto de acusación alguna, si bien más tarde, al parecer, cometió la torpeza de transitar por Suiza, y fue recluido durante unas semanas en una cárcel de ese país. Resulta difícil creerle culpable de algo más que de su energía y su ambición mal encaminadas. Como siempre, la culpa es de aquellos que con tanto afán, y valiéndose de artificios tan transparentes, se esfuerzan en permanecer alejados de su dinero.

Robert Vesco, el financiero fugitivo que ha conseguido refugiarse en Cuba, tomó el control de Investors Overseas Services en 1971.

En esos años también se registraron la entusiasta acogida que se dispensó a los Real Estate Investment Trusts, los REIT, y, más tarde, la autocomplacencia de los grandes bancos internacionales -Citibank, Manufacturers Hanover, Continental Illinois y otros- mientras recibieron los considerables depósitos de los países productores de petróleo de la OPEP, y los devolvieron en forma de préstamos a México, Brasil, Argentina, Polonia y otros afanosos receptores. Este reciclado, como se llamó, se consideró innovador e imaginativo en su momento, así como una operación al más alto nivel de respetabilidad financiera.

Su legado, tan tristemente manifiesto desde entonces, fue el incumplimiento o una opresiva carga de deuda para los países así favorecidos, una carga que amenaza gravemente sus niveles de vida y la estabilidad de sus gobiernos. Parte o acaso mucho del dinero prestado fue reciclado luego sin beneficio local en Suiza u, otra vez, en Nueva York. No es seguro que los banqueros responsables, protegidos por ese elevado prestigio que acompaña la posesión de cuantiosos bienes, hayan llegado a percatarse plenamente de su error.

Los episodios más limitados de las décadas de 1960 y 1970 y sus desdichadas consecuencias dejan suficientemente en claro que la aberración financiera sigue siendo la norma. Pero la plena revelación de esta realidad llegaría en los años ochenta y conduciría al espectacular desastre del 19 de octubre de 1987. Como en los anteriores, en este episodio de especulación había pocos elementos nuevos. Todos volvieron a darse y eran predecibles. De la misma manera que había sido saludada la era Calvin Coolidge, ahora se aclamaba la era Ronald Reagan. El apalancamiento regresó en forma de absorciones de empresas y de compras de participaciones apalancadas. Las elevadas deudas permitieron acceder a la propiedad y al control de pequeñas empresas. Se cumplía el requisito de un nuevo instrumento financiero que se consideraba una asombrosa novedad: en este caso se trataba de bonos de alto riesgo y que, por tanto, rendían una elevada tasa de interés. Como se señaló, su novedad residía tan sólo en su más que apropiado nombre: bonos basura.

La caída del mercado bursátil en 1987 atrapó a una generación más joven de especuladores de la era Reagan. En esta foto, la gente de Wall Street recibe las malas noticias.

Una nueva generación de jóvenes de Wall Street hizo gala de la necesariamente corta memoria. Y se dio la adulación de los agentes más audaces, que en realidad se encaminaban al desastre y a la prisión. (Dennis Levine e Ivan Boesky, los más famosos de esa nueva generación, sufrieron esa suerte tras el hundimiento.) Michael Milken y Drexel Burnham Lambert, los promotores

principales de la sustitución de los bonos basura por valores de renta variable, también tropezaron con dificultades tras el episodio. El señor Milken entró en conflicto con las leyes reguladoras en materia de valores, y Drexel Burnham, tras recompensar a sus ejecutivos por su logro inicial, sufrió un espectacular descenso que le llevó a la bancarrota. Ésta es la conclusión de este último extravío publicada por *Fortune*, una fuente que nada tiene de radical:

"¿Se engañó Drexel? ¿Lo engañaron? La verdad es que éste fue un caso de suicidio y asesinato. Tan poderosa llegó a ser la firma, que sus empleados realmente creían que podían hacer lo que se les antojara sin temor a las consecuencias. Ésta es la razón por la que se permitieron amenazar a las 500 empresas de *Fortune* con sus absorciones, y nunca esperaron ninguna represalia política. Y por eso pudieron apalancarse ellos y a sus clientes al máximo, sin prepararse para el día en que tener deudas dejara de estar de moda. Como dice un antiguo empleado, «creíamos que éramos invulnerables »."

Si hubieran tenido sensibilidad y agudeza intelectual, ni el señor Milken ni sus socios en la empresa hubieran aceptado el riesgo de arrostrar el desastre personal y público. Una vez más, el dinero los descarrió.

Que el hundimiento de 1987 y sus resultados eran predecibles, que se ajustaban perfectamente a la pauta, puedo proclamarlo porque, como ya he señalado, aventuré tan relevante predicción. A comienzos de 1987, traté de sus paralelismos con 1929 en *The Atlantic*, y me referí a que llegaría el «día de rendir cuentas..., cuando el mercado descienda como si nunca fuera a detenerse». Y añadí. una referencia a una verdad más que suficientemente comprobada: «Entonces se redescubrirá la vieja regla de Wall Street: el genio financiero precede a la caída.»

También sugería en el artículo, sin embargo, que cuando sobreviniera el hundimiento sería menos devastador en su efecto económico que el de 1929. Ahora se había producido un cambio. Un sistema de bienestar social, los apoyos a la renta agraria en lo que ya no era una economía predominantemente campesina, los subsidios de los sindicatos sobre los salarios, el depósito de seguridad para los bancos (e igualmente para las cajas de ahorros y préstamos) y un compromiso de inspiración ampliamente keynesiano por parte del gobierno para sostener la actividad económica -factores todos ellos ausentes tras el hundimiento de 1929-, habían conferido elasticidad a la economía. En consecuencia, se registró una vulnerabilidad atenuada a una depresión grave y prolongada.

Las secuelas del desastre de 1987 presenciaron un especialmente notable ejercicio de evasión, incluso si lo comparamos con los formidables ejemplos del pasado. La primera respuesta vino de una convocatoria de los anteriores secretarios del Tesoro, portavoces públicos profesionales y altos empleados

ejecutivos de las grandes empresas. Se reunieron para patrocinar un anuncio en el *New York Times* en el que se atribuía el hundimiento al déficit presupuestario del gobierno federal. Este déficit ya había persistido en lo que los conservadores en materia fiscal consideraron una magnitud alarmante durante los seis años anteriores de la administración Reagan. Pero entonces, aquella terrible mañana de octubre, la evidencia quedó de manifiesto. De repente, los mercados financieros se percataron de aquello. Una vez más se puso de manifiesto la capacidad de los que se hallan en elevadas posiciones en el mundo financiero, para aducir un pretexto, en este caso rayano en lo absurdo.

Siguió una serie de estudios a cargo de la Bolsa de Nueva York (NYSE), la Junta Sindical de Agentes de Cambio y Bolsa (SEC) y un grupo de trabajo de alta dirección. Dichos estudios variaban desde lo relevante -la excepción-, a lo ridículo sin paliativos. El encargado por el presidente Reagan y dirigido por Nicholas F. Brady, quien en el momento de escribir estas líneas es el secretario del Tesoro, atrajo la mayor atención. No eludía por entero la especulación anterior. Las cinco o seis primeras páginas consistían principalmente en gráficos de los que se desprendía la previa existencia de un «mercado alcista». El informe decía, audaz y perspicazmente, en un comentario incluido en un apéndice, que «con el tiempo, todas las cosas, buenas o malas, llegan a su fin, y el mercado alcista de alcance mundial consumó una venganza en octubre de 1987». Pero menospreciando esta verdad básica, el estudio subraya soberbiamente a continuación los factores subordinados: *program and index trading*, cartera de seguros, mal comportamiento de los especialistas no especificado. (»La actuación de los especialistas de la Bolsa de Nueva York durante el período de caída del mercado varió con el tiempo y de un especialista a otro.») Asimismo, en una pasmosa cabriola lógica, se decía que ciertos controles reguladores habían contribuido a causar el colapso. Que la especulación y sus secuelas son recurrentes e inseparables características desdichadas de los mercados y que se extienden a lo largo de los siglos, casi nunca llegó a mencionarse y lo mismo en los demás estudios. El del SEC, que pesaba casi dos kilos y medio, estaba enteramente dedicado al comportamiento del mercado y a las «estrategias» durante el hundimiento. No se hacía mención alguna de las circunstancias que determinaron el percance. En resumen, el informe decía que el *program trading* había sustituido la intervención humana por una inteligencia tecnológica basada en los ordenadores, y que la tecnología podía hacer llover órdenes de venta de una manera súbita y sin precedentes.

El promotor canadiense Robert Campeau fue cesado como presidente de su corporación después de haber endeudado de forma peligrosa y profunda a sus empresas.

El *index and program trading* había añadido, claro es, efectos casino al mercado. Pero se consideró inocentes a aquellos individuos, fondos de especulación, fondos de pensiones y otras organizaciones que tan torpe e ingenuamente habían abrigado grandes expectativas y se habían lanzado al casino.

El Congreso convocó sesiones para tratar del hundimiento. Se consideró la legislación acerca de ciertos aspectos del efecto casino, pero nada se aprobó. Acaso alguna voz interior aconsejó a los legisladores que esas medidas carecerían de relevancia decisiva. La recurrente, triste y errónea creencia de que el enriquecimiento sin esfuerzo es fruto de la supuestamente excepcional perspicacia y sabiduría financieras, no es algo que tenga remedio legal. Esta historia y su inevitable elemento de sorpresa no tiene final ni límites geográficos definidos. En marzo de 1990, los valores japoneses dieron un gran salto atrás completamente inesperado. Los principales índices bursátiles de Tokio descendieron casi una cuarta parte. (Pero aquí iba a intervenir el ingenio japonés. Una importante empresa de inversiones relacionada con el Japón informó de que «se hablaba de cambiar las disposiciones en materia contable, de manera que una empresa que pierda dinero en la Bolsa pueda mantener la confidencialidad de este dato».) Una noticia del *Washington Post* daba cuenta de lo que ya se esperaba: «Ha sido un caso de dar por buenos unos conocimientos recibidos... En el sentido de que la Bolsa japonesa, manipulada por el gobierno y por las grandes empresas de inversiones, sólo puede subir, generando fondos para las ofensivas exportadoras de la nación. »

En los últimos meses, se escribe, han llegado del Canadá noticias del colapso de las operaciones, de alto grado de apalancamiento, del señor Robert Campeau. Las cuales han puesto a las mayores empresas de venta al por menor bajo el peso de una deuda aplastante. La cuestión era si tenían bastante dinero para comprar el género que precisaban vender. Hasta el día de rendir cuentas, pocos fueron los que preguntaron qué podía hacer, digamos, por Bloomingdale's aquel irrelevante

agente inmobiliario canadiense, producto de lo que se ha llamado una carrera de montaña rusa. Un observador ocasional, el consultor de minoristas neoyorquino Howard Davidowitz, dijo de él en la revista *MacLean* que «era el tipo sentado a la cabecera de la mesa que daba un puñetazo en ella y gritaba: "Que se haga el maldito negocio." Nadie podía detenerlo». Lo que no es una calificación distinguida. *Fortune* captó nuevamente la esencia: EL NEGOCIO MÁS DEMENCIAL NUNCA EMPRENDIDO. CÓMO EL EXCÉNTRICO ROBERT CAMPEAU Y SUS BANQUEROS SEDIENTOS DE BENEFICIOS FRAGUARON UN PLAN PARA HACERSE CON EMPRESAS, QUE NO TARDÓ EN FRACASAR.

Los banqueros en cuestión se contaban, ni que decir tiene, entre los más respetables del continente norteamericano. Como también lo eran quienes apoyaron el edificio de relumbrón levantado por el señor Donald Trump y su no mucho menos extravagante aventura aeronáutica. Pero podría dedicarse una palabra de simpatía a los señores Campeau y Trump. La prensa y buena parte del público reaccionaron con cierto regocijo a su transformación de genios agresivamente reconocidos como tales (en el caso del señor Trump reconocido sobre todo por él mismo) en objetos de condena. Es ésta una actitud altamente selectiva. Casi no se hizo mención del juicio desfavorabilísimo que merecían los bancos que financiaron a esos hombres. Pero ¿qué estaban haciendo? Cualquiera que observe la televisión sabe que Citibank anhela creer que los americanos no sólo desean sobrevivir sino triunfar. También debe mencionarse el deseo de los americanos de solvencia y buen sentido por parte de los banqueros. ¿Quién -se pregunta uno- consideraría sensato apoyar a esos reconocidos aventureros, con cientos de millones de dólares de los depósitos? En todo el país se plantea la misma pregunta a aquellos que, por error, optimismo, estupidez y, por qué no decirlo, con ánimo generalizado de latrocinio desprovisto de imaginación, condujeron a las cajas de ahorros y préstamos al mayor escándalo financiero de todos los tiempos.

CAPÍTULO VIII
CONCLUSIÓN

Hay pocas referencias en la vida tan comunes como las que remiten a las lecciones de la historia. Quienes la conocen, no están condenados a repetirla. Desde luego que tales lecciones pueden resultar inquietantemente ambiguas, y acaso de manera especial en economía. Ello se debe a que la vida económica está en

continuo proceso de transformación, y en consecuencia lo que observaron los especialistas del pasado -Adam Smith, John Stuart Mill, Karl Marx, Alfred Marshall- constituye una guía insegura para el presente o el futuro.

No obstante, si las circunstancias rectoras son las mismas, las lecciones de la historia resultan decisivas e incluso ineludibles. Y éste es nuestro caso.

Aun a riesgo de caer en la repetición -o sea la reafirmación de lo que uno esperaría que ya fuera evidente-, permítaseme resumir esas lecciones. Las circunstancias que inducen a los episodios recurrentes de demencia financiera no han cambiado de ninguna manera realmente operativa desde la tulipamanía de 1636-1637. Individuos e instituciones son cautivados por la satisfacción maravillosa de acrecentar la riqueza. La ilusión asociada a la anterior, y que consiste en atribuirse perspicacia, se vio alentada por la varias veces señalada impresión pública de que la inteligencia, propia y ajena, corre parejas con la posesión de dinero. De esta creencia así infundida deriva la acción: acumulación de valores inmobiliarios y mobiliarios o, en fechas recientes, de obras de arte. El movimiento alcista confirma el sentimiento de agudeza personal y de grupo y así hasta el momento de la decepción masiva y del hundimiento. Este último, como ya habrá quedado suficientemente claro, nunca se presenta de manera paulatina. Va acompañado siempre de un desesperado esfuerzo por escapar, infructuoso en la mayoría de los casos.

A este proceso son inherentes los elementos que determinan que, en conjunto, aquél se comprenda mal. Los implicados se resisten siempre a reconocer su estupidez, y los mercados son teológicamente sacrosantos. Pueden dirigirse algunas imprecaciones a los especuladores iniciales más teatrales o más desaprensivos, pero no a los participantes más recientes, primero encantados y luego desencantados. Las preguntas menos importantes son precisamente las más relevantes: ¿Qué provocó el hundimiento? ¿Concurrieron factores específicos que lo hicieron tan dramático o tan drástico? ¿ Quién debería ser castigado?

La perfección radical del mercado, como se ha dicho, está aceptada en la más respetable ortodoxia bursátil. En efecto, el mercado puede reflejar maquinaciones y deseos frívolos; puede estar sujeto al monopolio, a la competencia imperfecta o a los errores de información, pero aparte de esos casos, es intrínsecamente perfecto. Así pues, no cabe duda de que el episodio de especulación, con crecimientos que provocan a su vez crecimientos, es algo que se halla en el propio mercado. Y también el hundimiento en que ese fenómeno culmina. Puesto que este razonamiento es teológicamente inaceptable, se hace necesario buscar influencias externas: en los tiempos más recientes, la depresión del verano de 1929, el déficit presupuestario de los años ochenta y los

«mecanismos del mercado» que determinaron el hundimiento de 1987. En ausencia de estos factores, sin duda el mercado hubiera mantenido el alza, y hubiera subido más o descendido suavemente, sin causar perjuicios. De esta manera, el mercado puede mantenerse libre de culpa respecto a un error inherente e ineludible. Nada hay en la vida económica tan voluntariamente mal comprendido como el gran episodio de especulación.

La pregunta final que continúa planteada es si puede hacerse algo. La recurrente caída en la insania no es una característica muy atractiva del capitalismo. El costo humano dista de ser inapreciable, como tampoco lo son sus efectos económico y social. Las secuelas del hundimiento de 1929 causaron gran perjuicio y, como se ha observado, contribuyeron de manera manifiesta a la depresión que siguió. Después de 1987 y todavía hoy, quedan los residuos de una pesada deuda derivada del ejercicio del apalancamiento; las reclamaciones de intereses que se oponen a la inversión productiva e innovadora; y el trauma de la bancarrota. También persisten los efectos de las pérdidas sufridas por personas y fondos de pensiones en el asunto de los bonos basura.

Pero aparte de formarse un criterio más afinado sobre la tendencia especuladora y sobre el proceso en sí mismo, probablemente no es mucho lo que puede hacerse. No constituyen una posibilidad práctica las disposiciones que pongan fuera de la ley la incredulidad financiera o la euforia masiva. Si dichas disposiciones se aplicaran de forma generalizada a la condición humana, el resultado sería un cuerpo legal impresionante, tal vez opresivo y ciertamente ineficaz.

En realidad, el único remedio es un aumento del escepticismo que asociará resueltamente un optimismo a todas luces excesivo, con una probable forma de locura, y que no asociará la inteligencia con la adquisición, despliegue o, en este caso, administración de abundantes sumas de dinero. Permítaseme enunciar a continuación una de las reglas infalibles para guía del inversor individual y, ni que decir tiene, del administrador de fondos de pensiones y de otros fondos: existe la posibilidad, e incluso la probabilidad, de que las personas muy ligadas al dinero incurran en una conducta autocomplaciente y extravagante que las haga proclives al error. Y sea ésta la reiterada moraleja de este trabajo.

Otra regla es que cuando el clima de excitación invade un mercado o rodea la perspectiva de una inversión, cuando se proclama una oportunidad única basada en una especial visión anticipada, las personas sensatas deberían resistir; es el momento de la cautela. Tal vez sí haya una oportunidad. Tal vez sí exista aquel tesoro en el fondo del mar Rojo. Pero una historia rica en ejemplos suministra la prueba de que tarde o temprano sólo quedan el engaño y el autoengaño.

Nadie que concluya un trabajo como éste puede esperar escapar a estas preguntas: ¿cuándo se producirá el próximo episodio especulador, y a qué valor afectará su recurrencia: propiedad inmobiliaria, títulos bursátiles, arte, automóviles antiguos? Para eso no hay respuestas; nadie lo sabe, y quienquiera que pretenda contestar es que no sabe que no sabe. Pero una cosa sí es cierta: habrá otro de esos episodios y otros más después. Como ya se ha repetido, tarde o temprano a los incautos se los desposee de su dinero. Y lo mismo les sucede, por desgracia, a quienes, respondiendo a un generalizado talante optimista, son cautivados por la creencia en su propia perspicacia financiera. Así ha sido durante siglos, y así continuará siendo en el futuro lejano.