

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 participar que 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, superficialmen-

te 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.

Esto es particularmente cierto para el primero de los grupos señalados con anterioridad: el de los convencidos de que los valores 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 financie-



*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.*

ros 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 disenso. 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 devastoso 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 faltó de recursos en el mercado. En esta respuesta había algo más que una sombra de antisemitismo.

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 lanzáramos de estampido».



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

da 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 numerosos 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 noti-



cia. 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 I, 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 descubri-



miento 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 cortadad 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 acostumbra 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: impues-



tos, 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.

Más 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. Invariablymente, éste será un tiempo de angustia y recri-

minaciones, 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 habrá 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 inmuebles ni, como cabría esperar, las sobrias 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: tulipomanía.

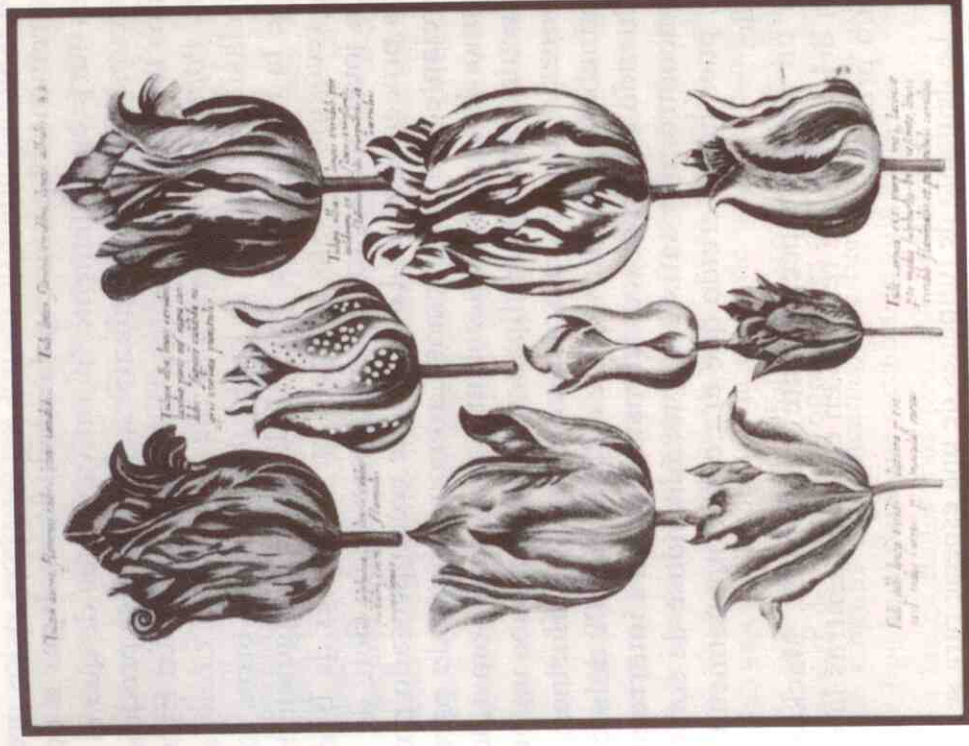
El tulipán —*Tulipa*, de la familia de las liliáceas, que comprende unas 160 especies— crece en estado salvaje en los países del Mediterráneo oriental y más al Este. Los bulbos llegaron a Europa occidental en el siglo XVI. Se cree que un buque mercante los transportó de Constantinopla a Amberes en 1562, 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 ello, 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



Cuando Johann Theodore de Bry creó este grabado en cobre en 1611 para un libro de botánica sobre unas nuevas flores llamadas *Florilegium Novum*, jamás hubiera podido imaginarse que algunos de estos bulbos costaran entre 25.000 y 50.000 dólares unos veinte años más tarde.



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, Hoorn 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 hicie-

ron 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, sirvientes 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 Plutón. 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, indetificando 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 manifestamente 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 suscribirse al sentimiento de que la tulipomanía fue la precursora de un auténtico don de la naturaleza.

No nos han llegado los nombres de los protagonistas de la historia de la tulipomanía 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.

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 innova-



ción 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



*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.*

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 decididas 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 banarrota 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 1800, 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 tenebres e inversores que llegaría un abundante suministro de metal, fue reclutado un batallón de mendigos parisenses, 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 nostálgico 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. Si 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 incontestable pertinencia 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.

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.

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 satisficía 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

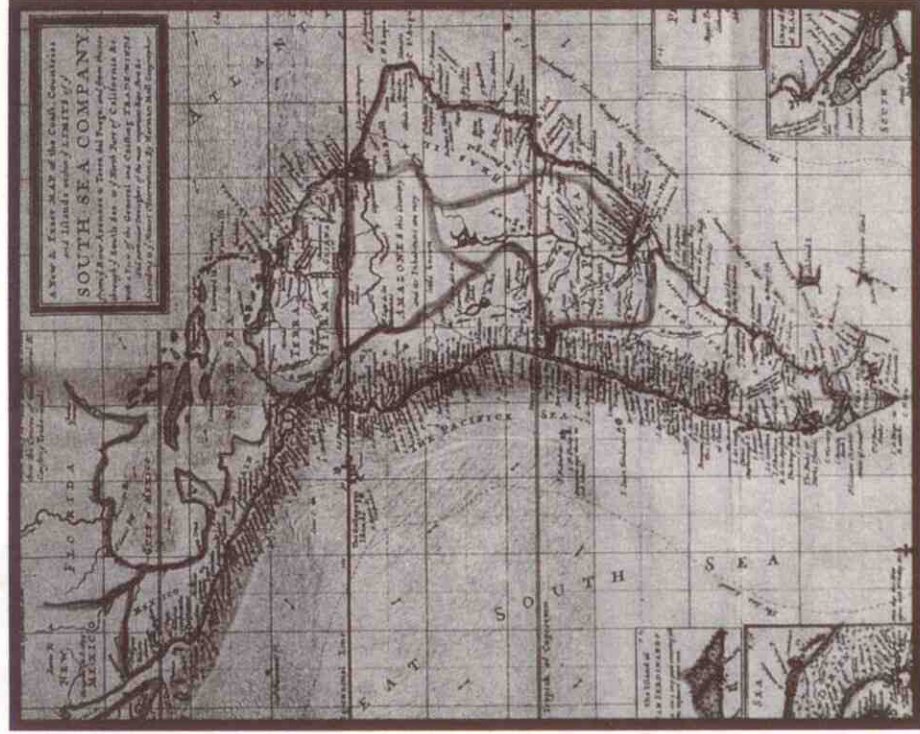


*Robert Harley, conde de Oxford, contribuyó a fundar la desafortunada Compañía de los Mares del Sur.*

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 desgastado contencioso entre Gran Bretaña y España durante dos siglos y medio más.





*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.*

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 potentes 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 veintinueve 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 transmutaron este error a otros. Se brindaba una oportunidad de inversión rica en perspectivas imaginadas, pero inane si se examinaba serenamente la realidad. Algo en aparien-



cia 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, ignora da 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