

Kindleberger y Galbraith: el eterno retorno de las crisis financieras

HÉCTOR GUILLÉN ROMO*

RESUMEN: En este texto se presentan algunas de las principales tesis desarrolladas por Charles Kindleberger, en su libro clásico *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, y por John Kenneth Galbraith en su importante libro *A Short History of Financial Euphoria*. En el caso de Kindleberger, nos centramos en su modelo económico de las crisis financieras, que describe el paso de la euforia especulativa a la depresión y en el rol fundamental que desempeña el “prestamista en última instancia” para la superación de las crisis. En el caso de Galbraith, se hace una revisión de los rasgos comunes que caracterizan los episodios especulativos de los últimos tres siglos: desde la crisis de los tulipanes en Holanda a comienzos del siglo XVII hasta el desastre financiero de octubre de 1987 en los Estados Unidos. Se trata de dos libros escritos por dos grandes economistas heterodoxos americanos que pueden servir de base para la comprensión de la primera gran crisis financiera del siglo XXI: la crisis de los créditos subprime.

PALABRAS CLAVE: crisis económica, especulación, boom, crac, liquidez, depresión, prestamista en última instancia, riesgo moral, burbuja financiera.

ABSTRACT: This paper present some of the main theories developed by Charles Kindleberger, in his classic *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, and John Kenneth Galbraith, in his important book *A Short History of Financial Euphoria*. For Kindleberger, we focus on his economic model of financial crises, which describes the transition from speculative euphoria to depression and the fundamental role played by the “lender of last resort” for overcoming the crisis. For Galbraith, this paper make a review of the common features that characterize the speculative episodes of the last three centuries: from the crisis of tulips in Holland in the early seventeenth century to the financial disaster in October 1987 in the U.S. These two books, written by two great american heterodox economists, can provide a basis for understanding the first great financial crisis of the XXI century: the subprime loan crisis.

KEYWORDS: Economic crisis, speculation, boom, crash, liquidity, depression, lender of last resort, moral hazard, financial bubble.

Un modelo económico de las crisis financieras

No habría que esperar que Kindleberger,¹ antiguo colaborador de Keynes, fiel a su maestro, cediera a las sirenas del monetarismo y del neoliberalismo. Como al mismo tiempo rechaza la

* Docente-Investigador del Departamento de Economía y Gestión de la Universidad de París 8.

¹ Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Paris, Edition P.A.U, 1994; Charles Kindleberger, *Histoire financière de l'Europe Occidentale, Economica*, Paris, Economica, 1990.

economía matemática,² el economicismo de Coase³ y de Becker,⁴ su libro clásico sobre las crisis *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* se sitúa a contracorriente de la mayoría de escritos sobre el tema desde varias décadas atrás.

Desde la primera aparición del libro en 1978, la especulación financiera se volvió de actualidad. Durante lo que se ha denominado “los Treinta Gloriosos” predominaba una tendencia a olvidar la existencia de la patología particular de las burbujas financieras. Pero a partir de los choques petroleros, de la crisis de la deuda del tercer mundo y de la crisis financiera de 1987, el espectro de 1929 nos recordó que vivimos bajo la amenaza permanente

de un crac. Para Kindleberger, muchos de los problemas financieros actuales nacen de la especulación en los mercados cambiarios cuyos actores son financieros muy sofisticados, capaces de movilizar cuantiosas sumas de dinero. El hecho de que George Soros haya podido ganar mil millones de dólares especulando contra la libra esterlina en el otoño 1992 es un ejemplo de los peligros que amenazan a los bancos centrales.

Kindleberger se rebela tanto contra los liberales como contra los intervencionistas. ¡No! los mercados de dinero no tienen siempre razón ni siempre se equivocan. “Acontece eso con los mercados financieros como con todos los mercados: funcionan por lo general pero se desploman ocasionalmente”.⁵ Desplome fulminante, dado que para Kindleberger está en la naturaleza de los mecanismos monetarios el desajustarse muy rápidamente.

Según señala Kindleberger en su obra monumental que se reclama de la economía literaria y de la historia sociológica,⁶ los hechos históricos son suficientemente representativos para establecer una estructura recurrente de la economía capitalista.⁷ A este respecto el modelo de Kindleberger, considera que todas las crisis financieras se desarrollan siguiendo un proceso similar.

En una primera fase el sistema macroeconómico recibe un choque que Hyman Minsky⁸ (prácticamente el único economista moderno que se interesó en la inestabilidad financiera) denomina desplazamiento. Se trata de una sacudida real o monetaria que modifica en los mercados financieros las anticipaciones de ganancia para ciertas categorías de inversiones. Aparecen nuevas oportunidades de beneficio que los individuos quieren captar abandonando las viejas. El desplazamiento es un suceso exterior de una amplitud suficiente para modificar las perspectivas, las previsiones, los centros de beneficio y los comportamientos de los agentes económicos. Varios sucesos modifican cotidianamente nuestro entorno pero muy pocos son suficientemente significativos para merecer el término de desplazamiento. Entre las sacudidas reales se pueden considerar las guerras, las revoluciones, las restauraciones, los cambios de régimen, una cosecha record o catastrófica, un suceso político. Como ejemplos de sacudidas monetarias o financieras, que son más específicamente técnicas, se pueden considerar un inesperado éxito en la emisión de valores con un significativo efecto estimulante, una decisión errónea en la emisión o en la política monetaria, una conversión de la deuda pública que se acompaña de una baja precipitada de las tasas de interés, etc.⁹ Los desplazamientos crean nuevas oportunidades de inversión y acaban con las antiguas. En consecuencia, las familias y las empresas buscan invertir su ahorro o su crédito en las primeras y abandonan las

² “La economía, hoy, busca expresar todo en términos matemáticos. Las viejas ideas son puestas en ecuaciones implorando hacer lo mismo con las nuevas. La verdadera cuestión es saber si las matemáticas mejoran nuestra comprensión de los fenómenos económicos. Para numerosas cuestiones complejas estoy más o menos seguro que así sea. Para otras creo que es un puro artificio, al igual que las cinco citas de *El Capital* de Karl Marx repetidas por todos los escritores comunistas antes de abordar el tema”. Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, op. cit., pp. 284-285, “La mayor parte de la ciencia económica contemporánea es de tipo deductivo. Construye modelos matemáticos bonitos y elegantes, sin alcanzar en todos los casos una aproximación exacta del comportamiento humano” Charles Kindleberger, *Histoire financière de l’Europe Occidentale*, op. cit., p. 6.

³ A diferencia de Ronald Coase quien considera que lo fundamental son la oferta y la demanda por lo que las instituciones no tienen ninguna importancia, Kindleberger piensa que estas últimas incrustadas en las actitudes y maneras de hacer de los agentes económicos son determinantes en el comportamiento de la economía. Charles Kindleberger, *Histoire financière de l’Europe Occidentale*, op. cit., p. 9.

⁴ En total oposición a Gary Becker quien considera que la mejor manera de explicar la sociología y la política es hacerlo en términos de análisis económico, Kindleberger considera que el comportamiento económico y financiero se basa en todo momento en la matriz socio-política, dejando poca o ninguna posibilidad al libre arbitrio en las elecciones de política económica de los reyes, ministros de finanzas y gobernadores de los bancos centrales. Charles Kindleberger, *Histoire financière de l’Europe Occidentale*, op. cit., p. 14.

⁵ Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, op. cit., p. 18.

⁶ Para Kindleberger, existen tres tipos de historia comparada. En primer lugar, la historia impresionista o romántica que trata de encontrar paralelismos. En segundo lugar, la historia cuantitativa como la emprendida por Bairoch, Chenery, Goldsmith, Kuznets o Maddison. En tercer lugar, la historia sociológica constructora de modelos que proveen criterios para pasar de un país a otro buscando explicaciones generales. Kindleberger, aspira a hacer el tercer tipo de historia sin estar seguro de escapar a la trampa del primer tipo. Charles Kindleberger, *Histoire financière de l’Europe Occidentale*, op. cit., p. 6.

⁷ Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, París, Edition P.A.U., 1994, y Charles Kindleberger, *El orden económico internacional*, capítulos 2 y 4, editorial Crítica, Barcelona, 1992.

⁸ Hyman P. Minsky, *Stabilizing an unstable economy*, New Haven and London, Yale University Press, 1986.

⁹ En un punto intermedio entre los desplazamientos monetarios y los reales se pueden citar los descubrimientos de minas de oro y de plata.

segundas. Basta con que las nuevas oportunidades sean superiores a las antiguas para que la inversión y la producción crezcan fuertemente. El optimismo se instala. En un clima de confianza y de prosperidad duradera, la atracción por colocaciones de cartera no deja de crecer. Las instituciones financieras aceptan estructuras de pasivo poco liquidas que habrían condenado en tiempos más serenos. El alza se inicia alimentándose por sí misma hasta llegar a la **euforia especulativa**.

Todo mundo se pone a invertir, algunos inmediatamente por sinergia en relación con otros proyectos, otros para obtener una renta u obtener ganancias de corto plazo, finalmente otros más llegan al mercado tardíamente al tomar conciencia de que el mercado registra una expansión. Cuando algunos comienzan a obtener ganancias “otros se contagian con lo que podríamos cortésmente denominar un apetito de ingreso y riqueza, y más lisa y llanamente de codicia y avaricia”.¹⁰ La codicia, o de manera menos peyorativa la búsqueda de un ingreso es muy contagiosa. Cuando se sabe que un vecino o un conocido está realizando ganancias aunque sólo sea sobre el papel se tiende a imitarlo. En estas condiciones, los patrimonios de los individuos comienzan a aumentar de valor. La euforia limitada se transforma en **boom**. El boom, en un determinado sector de inversión se generaliza a otros sectores y de uno o más países, se extiende a otros. Se vive entonces bajo una cierta “paradoja de la tranquilidad” que algunos denominan “ceguera ante el desastre”. Los negocios marchan bien y la opinión general es que esto tiene que durar.

Las cotizaciones en uno o más de los mercados se elevan a alturas insostenibles. La política monetaria resulta impotente para contrarrestar el exceso de demanda, dada la capacidad de los mercados y de los banqueros para innovar monetizando el crédito por nuevas vías.¹¹ Se llega a una situación de **euforia** caracterizada por una especulación intensa que acompaña la elevación del precio de los activos y de los beneficios. El financiamiento de las inversiones se realiza en forma cada vez más aventurada gracias a créditos o montajes financieros. Una especie de locura especulativa guía el comportamiento de los agentes. El exceso de demanda o estado de fiebre especulativa descontrolada continúa apoyándose en expectativas de un constante crecimiento de las cotizaciones. El boom especulativo se prosigue, la velocidad de circulación de la moneda y los precios continúan aumentando. Pero en un cierto momento, los inversionistas con información privilegiada deciden realizar sus ganancias vendiendo. En lo más alto del mercado, el movimiento especulativo parece vacilar, ya que los nuevos especuladores sólo reemplazan a los inversionistas que abandonaron el juego. Los precios

comienzan a estabilizarse. Se asiste entonces a un cambio de situación y se entra en un **periodo de malestar** y “**angustia financiera**” cuya esencia es la pérdida de confianza. La especulación tiende a transformar los precios en burbuja especulativa y es en esta fase cuando a menudo aparecen los fraudes, las estafas y otros delitos ejecutados por los delincuentes de “cuello blanco”.¹² La angustia financiera lleva al fraude. Las crisis financieras y comerciales están íntimamente vinculadas a las transacciones que empujan hasta sus límites –aunque sean imprecisos– la ley y la moral. La propensión a estafar y a ser estafado varía paralelamente con la propensión a especular. Un **crac** (marcado por una caída de los precios de los activos o la quiebra de una empresa o banco importante) o un pánico, el “sálvese el que pueda” que por lo general los acompaña, constituyen incitaciones a hacer trampa con el único fin de salvarse trasladando el peso de sus pérdidas a otros.

Aunque la causa remota de **la crisis** es la especulación y la extensión del crédito, la causa próxima proviene de cualquier incidente que merme la confianza en el sistema e induzca los agentes a considerar la posibilidad de una quiebra empujándolos a liquidar sus posiciones sobre los bienes, las acciones, los inmuebles, las letras de cambio, las divisas, etc.¹³ En sí misma, la causa próxima puede ser banal: una quiebra, una fuga de capital al extranjero, una revelación, un crédito rechazado, un suicidio o una persona importante que cambia de opinión y reniega de sus compromisos. Los precios caen. Las anticipaciones se invierten. El movimiento se acelera. En la medida en que los especuladores se financian con dinero prestado, la caída de los precios conduce a buscar liquidez y los obliga a nuevas liquidaciones. Como los precios continúan cayendo, la calidad de los préstamos se degrada y una o varias casas

¹⁰ Charles Kindleberger, *El orden económico internacional*, op. cit., p. 33.

¹¹ “En los tiempos en que la moneda consistía, casi enteramente, en especies metálicas, ello se efectuaba a través del desarrollo de la circulación de letras de cambio... posteriormente se registra la adición de los billetes de banco y depósitos bancarios y, en tiempos más recientes, la de los certificados de depósito, tarjetas de crédito, cuentas NOW y super NOW, etc.” Charles Kindleberger, *El orden económico internacional*, op. cit., p.33.

¹² Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, op. cit., pp. 107-129.

¹³ Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, op. cit., pp. 143-144.

comerciales, bancos, organismos de descuento de títulos quiebran. El sistema de crédito en su conjunto se revela frágil comenzando la carrera a la liquidez.

En el mundo de las finanzas empresariales, una empresa se dice que está en situación de **angustia financiera** cuando existe la posibilidad (aunque sea leve o lejana) de que no pueda hacer frente a sus compromisos. Extendida al conjunto del sistema financiero, ella indica que los mercados están cada vez más concientes de que las cotizaciones están altas, de que la gente comienza a retirarse de los valores mobiliarios, de las materias primas o de lo que haya sido el objeto de la especulación para volverse líquidos. La mayoría de los especuladores toma de conciencia de que una **carrera a la liquidez** va a comenzar (vendiendo los activos para recuperar la inversión), con consecuencias desastrosas sobre los precios de los bienes y de los títulos, dejando a algunos en la incapacidad de reembolsar sus préstamos. Si la angustia persiste, los especuladores se dan cuenta rápidamente de que el mercado no puede subir más, de que es tiempo de retirarse. La carrera a la liquidez puede muy pronto degenerar en una desbandada con un trasfondo de ideas como “sálvese el que pueda” o de que hay que correr rápido, ya que “los perros muerden siempre al último”.

La característica común de las crisis bancarias y financieras es la **carrera a la liquidez**. Los agentes que han sufrido pérdidas en los mercados financieros intentan encontrar liquidez para reembolsar sus deudas o reconstituir su tesorería. Igualmente, la desconfianza con respecto a los bancos puede conducir a los depositantes a precipitarse para obtener el reembolso de los depósitos. La carrera a la liquidez si no es bloqueada conduce así a una seria **depresión**.

El sistema funciona provocando reacciones en cadena.¹⁴ Las caídas de los precios de los activos disminuyen el valor de las garantías e incitan a los bancos a exigir el reembolso de los préstamos o a rechazar la atribución de nuevos, obligando las casas comerciales a vender sus mercancías, las familias a vender sus títulos, los industriales a suspender el reembolso de sus préstamos por lo que los precios continúan cayendo. Nuevas bajas del valor de las garantías provocan nuevas liquidaciones. Si las empresas quiebran

los préstamos bancarios ya no son reembolsados y los mismos bancos pueden quebrar. Las casas comerciales, las empresas industriales, los inversionistas y los bancos que tienen necesidad inmediata de liquidez se deshacen de los títulos más malos y luego de los mejores si no les queda otra alternativa. En lo más fuerte del pánico se dice que ya no hay dinero disponible.

Aunque ciertas crisis son específicamente nacionales, la mayoría de las crisis que afectan al sistema financiero internacional rebotarán de país en país. Según Kindleberger, en varias ocasiones observadores como Juglar, Mitchell y Morgenstern mostraron que las crisis financieras tienen dimensiones internacionales o bien porque corren paralelamente en cada país o bien porque se propagan de una manera u otra desde los centros donde surgen. Los conductos de transmisión de un país a otro son numerosos.¹⁵ En primer lugar, el alza del precio de las mercancías y de otros activos intercambiados en los mercados internacionales se repercute de un mercado a otro gracias al juego del arbitraje. En segundo lugar, el multiplicador del comercio exterior transmite las variaciones del ingreso de un país a otro actuando sobre el monto de las importaciones. Los flujos de capitales constituyen una tercera vía de transmisión. Los flujos monetarios de oro, plata o divisas constituyen una cuarta vía. Finalmente, existen vías puramente psicológicas cuando la euforia o el pesimismo se transmiten de un país a otro.

Para Kindleberger, “algunos economistas firmemente convencidos de la eficacia de los mercados, estiman que las crisis financieras pueden detenerse por sí mismas”¹⁶ pero para él “poco importa que la teoría nos enseñe racionalmente que el mercado pueda o no pueda salir por sí sólo del pánico, históricamente el hecho es que los pánicos que se han saldado con los menores daños son aquellos en los que se ha encontrado una fuente de liquidez para facilitar la realización de los activos antes de que las cotizaciones caigan a niveles catastróficos”.¹⁷

A este respecto, el papel de las autoridades monetarias es entonces crucial. Pueden actuar de manera preventiva ex-ante para bloquear el boom del crédito e impedir las burbujas especulativas. Pueden elaborar reglamentaciones severas y un estricto control de los bancos con el propósito de impedir esta fase de crédito eufórico que desemboca a menudo en una crisis financiera. Igualmente pueden intervenir de manera expost para detener la carrera a la liquidez. Particularmente, pueden intervenir a través de **un prestamista en última instancia** que esté listo para impedir ventas masivas y precipitadas de activos reales y financieros no líquidos aumentando la disponibilidad de dinero. ¿En qué cantidad? ¿En beneficio de quién? ¿En qué condiciones? ¿Cuándo? Para Kindleberger¹⁸ todas

¹⁴ Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, op. cit., p. 151.

¹⁵ Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, op. cit., p. 33.

¹⁶ Charles Kindleberger, *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, op. cit., p. 381.

¹⁷ *Idem* p. 382.

¹⁸ Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, op. cit., pp. 207-231.

estas preguntas constituyen algunos de los dilemas que el prestamista en última instancia debe resolver a condición de primero ponerse de acuerdo sobre su necesidad y luego sobre su identidad. Todo esto lleva a un solo y mismo problema según el cual el mercado sabiéndose sostenido por un prestamista en última instancia se sentiría menos inclinado a asegurar un funcionamiento eficaz de los mercados de la moneda y de los capitales durante el próximo boom. El interés general del prestamista en última instancia vendría a debilitar la responsabilidad individual del “buen” banquero. Si, sin embargo, ninguna autoridad pone un término a la desintermediación surgida del pánico, a las ventas forzadas de mercancías, de títulos y de otros activos así como a la lucha sin piedad por una oferta limitada de moneda, la puerta queda completamente abierta para la anarquía. Cada individuo tratando de salvarse contribuye a la ruina total.

El prestamista en última instancia no es una construcción del espíritu del economista sino que resulta de la práctica de los mercados que precede a la teoría. El papel del prestamista en última instancia sólo fue respetado por los teóricos con la aparición en 1873 del libro de Walter Bagehot **Lombard Street**.¹⁹ Desde entonces se fue imponiendo la idea de que los bancos centrales deben actuar en una dirección (prestar sin restricción) para detener el pánico e ir en otra (dejar al mercado seguir su curso) para dar una mayor oportunidad de prevenir futuros pánicos. Inevitablemente, la actualidad debe primar sobre la contingencia pensando que hoy es más importante que mañana. Según Kindleberger, se puede considerar como un avance para nuestra comprensión de los fenómenos económicos el hecho de que no haya habido la más mínima crítica u objeción cuando Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, decidió intervenciones masivas de “open market” justo después del 19 de octubre de 1987 inyectando moneda central. Sin embargo, el justo momento de la intervención del prestamista en última instancia se mantiene como un problema por resolver. En efecto, cuando el boom va creciendo hay que frenarlo sin provocar pánico. Cuando el crac se produce es importante alcanzar suficiente tiempo para que las empresas insolventes quiebren pero no demasiado para que la crisis se propague a empresas confrontadas únicamente a una necesidad de liquidez.

Para Kindleberger,²⁰ el prestamista en última instancia involucra, como acabamos de señalar, una cierta ambigüedad que se aparenta a una contradicción interna. Si, por un lado, afirma no querer socorrer a los bancos en dificultad para obligarlos a asumir la responsabilidad de sus actos, por el otro, se encuentra obligado a ayudarlos cuando tienen problemas para evitar que sus dificultades se extiendan como una mancha de aceite. La existencia de un

prestamista en última instancia engendra el mismo tipo de riesgo que el que prevalece en los seguros: si el asegurado sabe que será indemnizado en caso de pérdida debido a un incendio o a un accidente, tendrá menos cuidado aumentando así el riesgo de incendio o de accidente. Este **riesgo moral** no es tan grande en el dominio bancario dado que la intervención del prestamista en última instancia no resulta de un contrato. Sin embargo, con el tiempo la experiencia genera anticipaciones que se le parecen mucho.

Por otro lado, independientemente de que se haya impuesto la idea de un prestamista en última instancia a escala nacional queda el problema del prestamista en última instancia a escala internacional en caso de propagación internacional de la crisis financiera.²¹ En efecto, sin gobierno mundial, sin banco central mundial y sólo con un esbozo de jurisdicción internacional la cuestión del prestamista en última instancia es crucial. La Historia sugiere que ese papel debe corresponder al principal centro financiero a menudo secundado por otros países, lo que plantea el problema del “leadership” en materia económica y financiera. También la Historia nos enseña que en ausencia de tal prestamista, como fue el caso en 1873, 1890 y 1931, las depresiones que siguieron a las crisis financieras fueron muy largas, en tanto que cuando ha habido uno la crisis pasa como una tempestad de verano. Además, se ha documentado ampliamente el hecho de que la depresión de los años treinta fue exacerbada por la ausencia de prestamistas en última instancia eficaces tanto en los Estados Unidos en 1929 como en el mundo entero en 1931. Persuadido de que la ausencia de “prestamista en última instancia internacional” después de la Primera Guerra Mundial explica la duración, la amplitud y la profundidad de la crisis de 1929, Kindleberger se preocupa de las insuficiencias de los Estados Unidos a finales de los ochenta. Incapaces de desempeñar su papel de líder no podrían ser reemplazados ni por el Japón juzgado demasiado consensual para actuar rápidamente en caso de urgencia ni

¹⁹ Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London, John Murray, 1917. Sin embargo, según Kindleberger, la paternidad de la idea de un prestamista en última instancia debería atribuirse a Sir Francis Baring, quien en 1797 calificó el Banco de Inglaterra de “banco de bancos” considerándolo como el “último recurso”, o a Henry Thornton quien señaló en 1802 que el Banco de Inglaterra había aprendido a prestar sin restricción en caso de problemas de liquidez interna. Charles Kindleberger, *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, op. cit., p. 384.

²⁰ Charles Kindleberger, *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, op. cit., p. 386.

²¹ Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, op. cit., pp. 233-265.

por Alemania aún traumatizada por la hiperinflación de los años veinte. En cuanto a la cooperación entre los Siete, para Kindleberger no es seguro que pueda administrar una crisis aguda en un tiempo razonable.

Las grandes burbujas de la historia

Para John Kenneth Galbraith,²² la economía de libre empresa está sujeta episódicamente a accesos de fiebre especulativa grandes o pequeños en torno a los billetes de banco, los valores, los bienes inmobiliarios, las obras de arte y otros activos u objetos. Sin embargo, para él no se han analizado suficientemente los rasgos comunes que imponen su retorno sistemático.

Los rasgos más evidentes del episodio especulativo saltan a la vista para cualquier persona que quiere comprenderlos. Cualquier artefacto o suceso que parece nuevo o deseable seduce a la opinión financiera ilustrada o que se considera como tal. El precio del objeto de especulación aumenta. Una acción, un terreno, un objeto de arte o cualquier otro objeto comprado hoy valdrán más mañana. El alza constatada y la que se prevé atrae nuevos compradores que aseguran la continuación del alza. Otros compradores son atraídos reforzando la prosecución del alza. Desarrollándose sucesivamente la especulación crea por sí sola su propia dinámica. En esta dinámica se distinguen dos tipos fundamentales de comportamiento de los participantes. Primero, el de los que estando convencidos de que los nuevos factores que justifican la tendencia alcista dominan consideran que el mercado continuará al alza, quizás, indefinidamente. Segundo, el de los aparentemente más astutos aunque menos numerosos que se dan cuenta o creen darse cuenta de que se nada en plena especulación: si participan es para “cabalgar en lo alto de la ola”, para salirse justo antes de que la especulación llegue a su fin sacando el máximo provecho del alza. La caída final llega bruscamente cuando los dos tipos de actores presentes en la escena especulativa deciden súbitamente abandonarla. Algo, poco importa lo que sea, desencadena el vuelco final. Los que “cabalgaban en lo alto de la ola” deciden que es el momento de partir. Los que creían que el mercado alcista perduraría eternamente ven sus ilusiones brutalmente destruidas reaccionando a la realidad recientemente descubierta vendiendo o intentando vender. De ahí el desplome.

Para el ilustre profesor de Harvard dos factores adicionales sostienen la euforia especulativa. Primero **la**

extrema brevedad de la memoria financiera lo que tiene dos consecuencias. Por un lado, cualquier desastre financiero es rápidamente olvidado. Por otro lado, cuando circunstancias idénticas o muy parecidas se reproducen, algunas con sólo algunos años de intervalo, son recibidas por una nueva generación, a menudo joven y con mucha confianza en ella misma, como un descubrimiento brillantemente innovador en el mundo de la finanza y de una manera más general en la economía. Para Galbraith “raros son los dominios del comportamiento humano donde la historia cuenta tan poco como el universo financiero”.²³ El segundo factor que contribuye a la euforia especulativa y al desplome programado es **la ilusión de que el dinero y la inteligencia están vinculados**. Existe una tendencia en el capitalismo a creer que mientras más dinero en ingresos o capital posee o administra un individuo más profunda y magistral es su visión sobre los fenómenos económicos y sociales y más sutiles y penetrantes son sus procesos mentales. “El dinero es la medida del éxito capitalista”.²⁴ Mientras más dinero hay, mayor será el éxito y supuestamente la inteligencia que lo sostiene.

Tras el desplome vendrá el tiempo de la cólera y de las recriminaciones pero también el tiempo de la introspección no muy sutil. La cólera tomará por blanco los individuos que habían sido más admirados por su imaginación y su perspicacia financiera. Algunos de ellos persuadidos de estar exentos de una ortodoxia angustiosa habrán desbordado los límites de la legalidad. Su caída y en algunos caso su encarcelamiento serán aplaudidos. Además se examinarán minuciosamente los instrumentos y prácticas financieras antaño alabadas que facilitaron y financiaron la especulación. Se hablará de reglamentación y de reforma pero de lo que no se hablará será de la especulación misma y del optimismo aberrante que la sostiene. No hay nada más extraordinario que tras el crac la realidad sea casi totalmente ignorada. Para Galbraith, esto tiene dos explicaciones. Antes que nada muchas gentes e instituciones están implicadas y si bien es aceptable que un individuo aislado, o incluso una empresa, sea poco lucido, demasiado crédulo o extravagante, no es conveniente decir lo mismo del conjunto de la comunidad financiera. Señalarlo sería completamente contradictorio con la idea que asocia inteligencia con dinero. Es absolutamente necesario que a la comunidad financiera se la considere intelectualmente por encima de errores exuberantes. La segunda razón por la cual la locura especulativa escapa a toda crítica es de orden teológico. En las concepciones y las doctrinas de la libre empresa, el mercado es un reflejo neutral y exacto de factores externos: es incapaz de engendrar naturalmente una dinámica interna de error. El mercado puede ser deformado por el monopolio, la competencia imperfecta, o los errores

²² John Kenneth Galbraith, *Brève histoire de l'euphorie financière*, Paris, Editions du Seuil, 1992.

²³ John Kenneth Galbraith, *op. cit.*, p. 20.

²⁴ Idem.

de información pero fuera de ello es intrínsecamente perfecto. Se trata de una cuestión de fe en el mercado, de ahí la necesidad de encontrarle al crac una causa, aunque sea fantasista, exterior al mercado o de suponer un mal tratamiento infligido al mercado que inhibe su funcionamiento normal.

Para Galbraith, todos los grandes episodios especulativos desde principios del siglo XVII tienen rasgos comunes.

1637: la crisis de los tulipanes en los Países Bajos

A inicios del siglo XVII, en Ámsterdam, el mercado de capitales de mayor importancia en Europa, se produjo la primera de las grandes especulaciones conocidas de la historia. El objeto de la especulación fueron los bulbos de los tulipanes que produciendo flores con pétalos amarillos suscitaban un boom de la demanda a partir de 1630. Las transacciones firmadas ante notario se multiplicaron. En 1636 se implementó un sistema de Bolsa donde se negociaron contratos a plazos. El esfuerzo por invertir devoró a toda Holanda. Ningún individuo dotado del más mínimo espíritu de apertura consideró pertinente quedar fuera del juego especulativo. Los precios se volvieron extravagantes: en 1636 un bulbo hasta entonces sin valor intrínseco llegó a cambiarse contra “una carroza nueva, dos caballos grises y sus arreos”.²⁵ La especulación se volvió más intensa. Un bulbo de tulipán podía ahora cambiar de manos varias veces a precios en fuerte alza incluso cuando se encontraba aún bajo tierra y nadie lo había visto. Nunca en la historia los holandeses habían conocido una situación tan favorable. Conforme a las reglas inmutables que gobiernan dichos episodios cada alza de precios persuadía a más gente de tomar parte en la especulación. Esto justificaba las esperanzas de los que ya participaban abriendo la vía para más transacciones y alzas asegurando un enriquecimiento sin límites. Para comprar se pedía prestado, los bulbos pequeños sirviendo de “palanca” para los grandes préstamos. El final de la fiebre se sitúa en 1637. En ese entonces las reglas de base se imponen. Los más informados y los nerviosos comienzan a tomar sus distancias sin saber por qué. Otros los ven partir. La avalancha para vender se convierte en pánico y los precios caen como en un precipicio. Los que habían comprado, a menudo poniendo como garantía sus bienes para obtener un crédito se vieron despojados de todo o en quiebra. Después del crac llegó la hora de las rerimenciones buscando un chivo expiatorio olvidando la verdadera causa del drama: la locura colectiva. El desplome del precio de los tulipanes y el empobrecimiento que de ello resultó tuvieron un efecto refrigerante sobre la vida económica holandesa en los años que siguieron, provocando una seria recesión.

1720: la bancarrota de Law

El 2 de mayo de 1716 el Escocés John Law obtuvo el derecho de abrir un banco en Francia que se transformaría finalmente en Banco Real con un capital de seis millones de libras. Se le autorizaba a emitir billetes que serían utilizados por el banco para pagar los gastos corrientes del Estado y hacerse cargo de la deuda pública. Como estos billetes libremente intercambiables contra piezas fueron bien acogidos se emitieron más. En estas condiciones, evidentemente, se necesitaba una fuente de ingresos en piezas para poder sostener la emisión de billetes. Teóricamente, esto se lograría con la creación de la Compañía del Mississippi (y más tarde con los privilegios aún más grandes de la Compañía de las Indias) encargada de explotar los yacimientos auríferos que se suponía existían en el vasto territorio norteamericano de Louisiana. Aunque no existía ninguna prueba tangible de la existencia del oro, como siempre en estos casos, el momento no era propicio para el escepticismo. Se emitieron acciones de la compañía y la reacción del público fue sensacional. “La vieja Bolsa de la calle Quincampoix fue teatro de la actividad más intensa, llegando casi al tumulto, en toda la historia de la codicia financiera”.²⁶ Pero el producto de las ventas de las acciones de la Compañía del Mississippi no se destinó a financiar la búsqueda de oro que no se había aún descubierto sino a reembolsar las deudas del Estado. Los billetes emitidos para pagar estas deudas se utilizaron para comprar más acciones. Se emitieron entonces más acciones para satisfacer una intensa demanda que hacía aumentar de manera extravagante el precio de las acciones tanto viejas como nuevas. Todos los billetes en circulación estaban garantizados supuestamente con piezas en el Banco Real, pero el monto de piezas que sostenían los billetes se volvió minúsculo con respecto al volumen de papel. El factor que precipitó la caída en 1720 fue la decisión del príncipe de Conti, contrariado por no poder comprar más acciones, de enviar sus billetes al Banco Real para cambiarlos por oro. Muy rápidamente otros individuos hicieron lo mismo hasta llegar a provocar una corrida bancaria de gentes que no querían convertir sus billetes en acciones de la Compañía del Mississippi sino en oro. Los billetes terminaron por ser declarados inconvertibles. Todos los valores y no solamente las acciones de la Compañía del Mississippi se desplomaron. Muchos ciudadanos que la semana anterior eran millonarios cayeron en la indigencia. Tras el desplome la economía francesa entró en recesión. Una vez más

²⁵ John Kenneth Galbraith, *op cit.*, p. 33.

²⁶ John Kenneth Galbraith, *op. cit.*, p. 40.