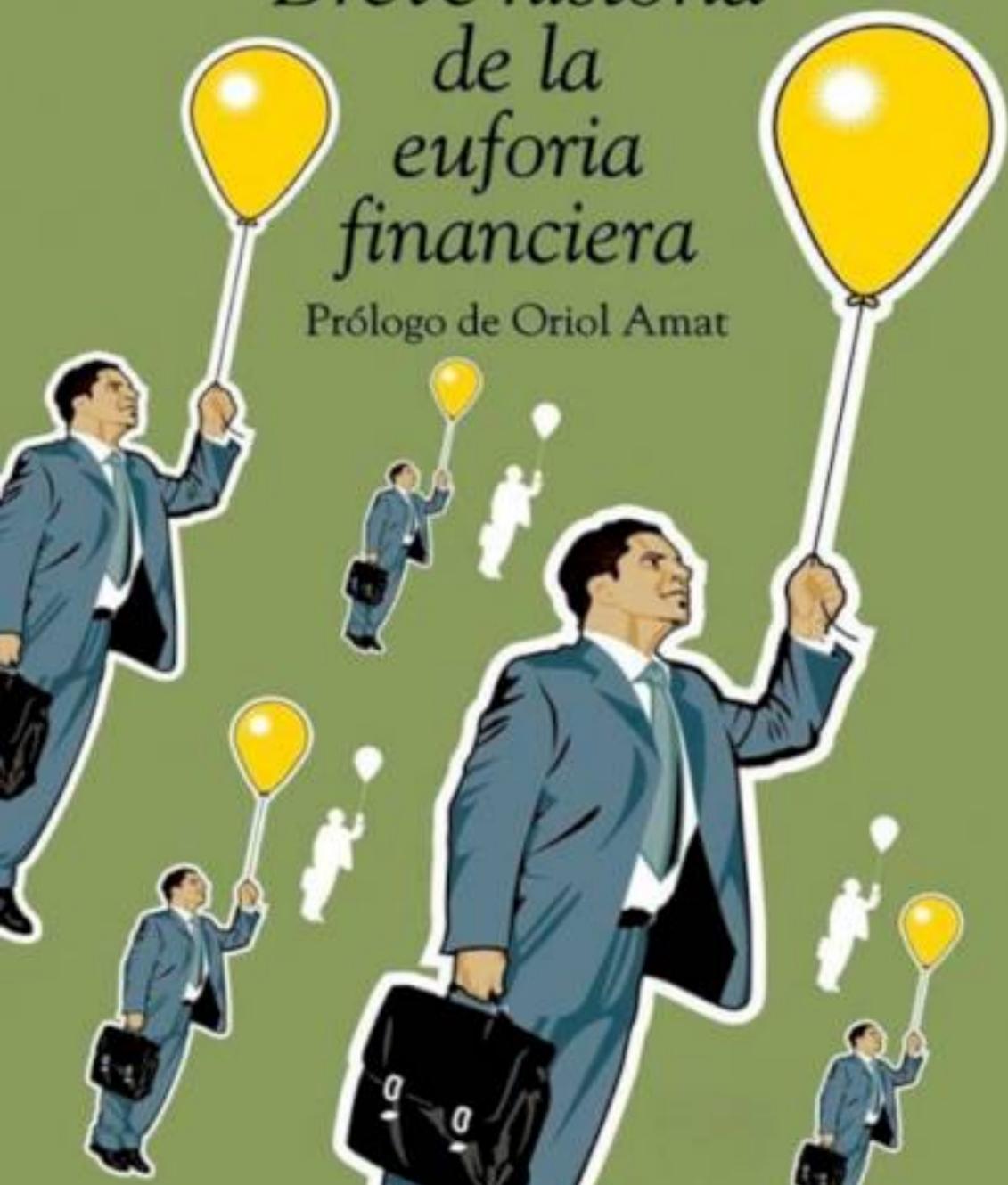


John Kenneth  
Galbraith

*Breve historia  
de la  
euforia  
financiera*

Prólogo de Oriol Amat



¿Cuáles son las constantes en todas las crisis financieras? ¿Se aprende de los errores pasados? ¿Cómo mantener la armonía necesaria entre seguridad, riesgo y beneficio? Éstos son algunos de los interrogantes que el profesor Galbraith intenta dilucidar en esta obra que, según sus palabras, quiere ser una exhortación a la prudencia y una invitación al sentido común. Un análisis magistral sobre la irracionalidad de los mercados financieros. Apto para todos aquellos que creen que las burbujas inmobiliarias o bursátiles son producto de lo bien que funcionan los fundamentos de una economía.

## PRÓLOGO

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

Me preocupó especialmente hacer de este relato una advertencia, ya que Whittle Communications me ha procurado el público que yo más buscaría. Los ejecutivos y, por encima de todo, los hombres y mujeres vinculados al mun-

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

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

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

# CAPÍTULO I

## EL EPISODIO DE ESPECULACIÓN

*Cualquiera, como individuo, es aceptablemente sensible y razonable; como parte de la multitud, de inmediato se convierte en un estúpido.*

*FRIEDRICH VON SCHILLER, citado por Bernard Baruch*

Sin duda, se convendrá en que la economía de libre empresa se entrega a episodios recurrentes de especulación. Éstos —sucesos de pequeño y gran alcance, que afectan a billetes de banco, valores, propiedad inmobiliaria, obras de arte y otros bienes u objetos—, con el paso de los años y los siglos, forman parte de la historia. Los que no han sido suficientemente analizados son los rasgos comunes a esos episodios, aquello que señala su seguro retorno y que, por lo mismo, tiene un considerable valor práctico en cuanto que ayuda a comprender y a predecir. Ni la legislación ni un conocimiento de la economía más ortodoxa protegen al individuo y a la institución financiera cuando vuelve la euforia, induciéndoles a interrogarse, como en efecto sucede, sobre el aumento de los valores y de la riqueza, sobre la carrera para anticipar qué determina el alza de precios, y acerca del hundimiento que acabará produciéndose y de sus tristes y dolorosas secuelas. La protección contra esto sólo radica en una clara comprensión de las características

comunes de estas trayectorias hacia lo que podría considerarse, en términos cautelosos, como una locura colectiva. Sólo en ese caso el inversor queda advertido y a salvo.

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

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

Una vez reconocido, este proceso resulta muy evidente, sobre todo después de los hechos. Pero también, aunque de manera más subjetiva, cuentan las actitudes de los participantes. Éstas toman dos formas. Por una parte, están los convencidos de que alguna circunstancia de la nueva alza de precios está controlada, y esperan que el mercado continúe su trayectoria ascendente, acaso con carácter indefinido. El ajuste a una nueva situación da lugar a un nuevo mundo de rendimientos y de valores resultantes que aumentan grandemente; se diría que hasta el infinito. También están aquellos que, superficialmente más astutos y por

lo general menos numerosos, perciben o creen percibir la disposición de ánimo favorable a la especulación en ese momento. Se disponen a cabalgar en lo alto de la ola. Están convencidos de que su genio particular les permitirá abandonar antes de que la especulación complete su ciclo. Obtendrán el máximo rendimiento mientras aquélla continúe, y se apartarán antes de la caída que habrá de producirse.

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

Como ya he dicho, resulta clara, pero lo que se comprende menos es la psicología de masas y el ánimo especulador. Cuando la regla se entiende plenamente, permite a los afortunados salvarse del desastre. Sin embargo, dada la presión de esta psicología de multitudes, los que se salven constituirán la excepción a una regla muy amplia pero difícilmente eludible. Se verán obligados a resistir dos fuerzas imperativas: una, el poderoso interés personal que se nutre de la creencia eufórica; y la otra, la presión de la opinión fi-

nanciera generalizada, y al parecer superior, que se basa precisamente en aquella creencia. Pero ambas prueban la sentencia de Schiller de que la multitud convierte al individuo del razonable buen sentido a la estupidez contra la que, como el mismo autor sostenía, «los propios dioses luchan en vano».

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

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

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 financieros y con anterioridad director de *The Economist*. A él le debemos la obser-

vacación de que «todas las personas son tanto más crédulas cuanto más felices».

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



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.

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

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

Si se me permite, y espero que con ello no incurra en una acusación demasiado severa de autocomplacencia, puedo aportar en este punto una experiencia personal. A finales del invierno de 1955, J. William Fulbright, por entonces presidente de la Comisión de Banca y Moneda del

Senado, llamó la atención sobre una modesta iniciativa especuladora en el mercado de valores. Junto con Bernard Baruch, presidente de la Bolsa de Nueva York, y otros expertos reales o supuestos, fui invitado a informar. Me abstuve de predecir un hundimiento: me contenté con recordar a la Comisión, con cierto detalle, lo que había ocurrido un cuarto de siglo antes, y urgí un sustancial incremento, a efectos de protección, en los requisitos de margen (compras de acciones a la baja). Mientras yo estaba declarando, el mercado sufrió un considerable desplome.

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

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

Lamentablemente, cuando mi trabajo estuvo listo, la dirección del *Times* lo consideró demasiado alarmante. Yo

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

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

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

## CAPÍTULO II

### LOS DENOMINADORES COMUNES

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

Hay otros dos factores que contribuyen a esa euforia y la sostienen, y que han sido escasamente valorados en nuestro tiempo o en época pasadas. El primero de dichos factores es la extrema fragilidad de la memoria en asuntos financieros. En consecuencia, el desastre se olvida rápidamente. Así pues, cuando vuelven a darse las mismas circunstancias u otras muy parecidas, a veces con pocos años de diferencia, aquéllas son saludadas por una nueva generación, a menudo plena de juventud y siempre con una enorme confianza en sí misma, como un descubrimiento innovador en el mundo financiero y, más ampliamente, en el

económico. Debe haber pocos ámbitos de la actividad humana en los que la historia cuente tan poco como en el campo de las finanzas. La experiencia pasada, en la medida en que forma parte de la memoria de todos, es relegada a la condición de primitivo refugio para aquellos que carecen de la visión necesaria para apreciar las increíbles maravillas del presente.

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

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

Además, en un mundo en el que para muchos la adquisición de dinero resulta difícil, y las sumas a las que acceden son a todas luces insuficientes, la posesión de dinero en elevadas cantidades parece un milagro. Así pues, esa posesión debe asociarse a algún genio especial. Esta visión se ve reforzada por el aire de confianza en sí mismo y de autosatisfacción que acostumbra asumir la persona opulenta. En ningún caso queda tan ruda y abruptamente de manifiesto la inferioridad mental del lego como cuando le dicen: «Me temo que, sencillamente, usted no entiende de finanzas». En realidad, semejante reverencialismo por la posesión de dinero indica una vez más la cortedad de la memoria, la ignorancia de la historia y la consecuente propen-

sión, 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