



Manías, pánicos y cracs

HISTORIA DE LAS
CRISIS FINANCIERAS

CHARLES P. KINDLEBERGER
ROBERT Z. ALIBER

Ariel ECONOMÍA



Manías, pánicos y cracs

HISTORIA DE LAS
CRISIS FINANCIERAS

CHARLES P. KINDLEBERGER
ROBERT Z. ALIBER

Ariel ECONOMÍA

PRÓLOGO

Charlie Kindleberger (CPK a partir de ahora) fue un compañero encantador: perspicaz, receptivo, sentía curiosidad por todo, tenía carácter, y, sobre todo, era alegre. Esas mismas cualidades se reflejan claramente a lo largo de las páginas de *Manías, pánicos y cracs*. Creo que CPK empezó a trabajar en el libro con la idea de escribir una historia natural, como Darwin en la etapa del Beagle: recopilar, examinar y clasificar especímenes de interés. *Manías, pánicos y cracs* tenía ventaja sobre los roedores, las aves y los escarabajos, que fueron acompañados por la retórica de sus contemporáneos, a veces con perspicacia, a veces sólo con simpleza. El estilo de CPK era el de un historiador de la economía a la caza de cosas interesantes que aprender, y no perseguía una agenda sistemática.

Por supuesto, fue un economista con formación y experiencia, y pronto encontró patrones y regularidades, causas y efectos. Sobre todo, le llamaban la atención las irracionalidades que tan a menudo parecían confusiones, directa o indirectamente enredadas en los acontecimientos mismos. Que por sí solas habrían sido solo entretenidas. Para CPK, la historia se ponía interesante con la interacción de la conducta y las instituciones. La aparición de manías, pánicos y cracs, y su fin último, también dependía en gran medida de las instituciones monetarias y del mercado de capitales de la época.

Al principio, CPK no podía saber cuán resistentes resultan ser las crisis financieras permanentes. El cuarto de siglo *después* de la publicación de la primera edición contó con un nuevo nivel de turbulencia en los sistemas bancarios nacionales, la volatilidad del tipo de cambio y las burbujas de precios de los activos.

Siempre había nuevo material para ser digerido en las sucesivas ediciones. Esta historia no podía ser simplemente el resultado de la siempre creciente irracionalidad humana, aunque a CPK le habría encantado por lo que un amigo alemán nuestro llamaba “Das Gesetz der Verschlechterung aller Dinge” (la Ley del Deterioro de Todas las Cosas). El aumento de la riqueza, la comunicación más rápida y barata, y la evolución de los sistemas financieros nacionales e internacionales también juega un papel indispensable, como se esboza en el capítulo 13, añadido a esta edición por Robert Aliber. El esfuerzo de CPK dio con un tema de la historia económica que no parece pasar de moda.

La forma de una “nueva arquitectura financiera” y la posible utilidad de un prestamista de último recurso, nacional y/o internacional, junto con las directrices que deben gobernarlo también se encontraban entre las preocupaciones de CPK. Los que se han comprometido con la reforma del

sistema (o al menos con el cambio) harían bien en reflexionar sobre las lecciones que surgen de este libro.

Una de esas lecciones es muy general, y es más aplicable en contextos en los que la irracionalidad puede estar por encima de cálculo sobrio. CPK era escéptico por naturaleza, todo lo contrario de doctrinario. Desconfiaba de los sistemas intelectuales férreos, fueran defensores del libre mercado o ingenieros sociales. De hecho, consideraba que aferrarse a unas creencias rígidas frente a las desconcertantes evidencias es una de las formas más peligrosas de la irracionalidad, sobre todo cuando son los responsables los que la practican. La economía internacional sería un lugar más seguro si el escepticismo tolerante de CPK fuera más común entre los poderes fácticos. Me refiero, en particular, a los debates actuales del llamado “Consenso de Washington”, y los pros y los contras de los tipos de libre cambio flotante y

de los mercados sin restricciones de capital.

Cualquier lector de este libro tendrá la idea clara de que las grandes cantidades de capital líquido chapoteando por todo el mundo deberían plantear la posibilidad de que se desborde el recipiente. Un tema omitido en el libro, porque está fuera de su cometido, es el otro lado de la balanza: ¿Cuáles son los beneficios sociales del libre flujo de capitales en sus diversas formas, análogos a las ganancias del comercio? CPK, cuyas especialidades como economista incluían el comercio internacional, las finanzas internacionales y el desarrollo económico, fue sensible a la necesidad de llegar a un equilibrio pragmático entre riesgos y beneficios. Uno sólo puede esperar que la continuación y actualización de este libro ayude a difundir los hábitos de su pensamiento libre y su mente abierta.

Al llegar a esta sexta edición actualizada, Aliber hace hincapié en la probabilidad de que las

burbujas de crédito más o menos simultáneas en varios países diferentes sean acontecimientos relacionados entre sí, posiblemente como respuestas a una perturbación común. Parece improbable que la aparición de burbujas de crédito inmobiliario con sede en Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda y España respondan simplemente al azar. Aliber muestra cómo estos eventos se transmiten internacionalmente a través de los desequilibrios en cuenta corriente en un mundo en el que el capital se mueve fácilmente a través de las fronteras. CPK, como especialista en economía internacional, probablemente habría detectado esta relación.

Una cuestión más complicada, también revelada por Aliber, es si existen sucesivas “oleadas” de burbujas de crédito relacionadas causalmente. De ser así, existen importantes implicaciones para el diseño de las futuras normativas, tanto nacional como

internacionalmente. Ahora vamos mucho más allá de la historia natural.

Creo que la versión de Aliber conserva esta orientación básica de Kindleberger, pero impone un poco más de orden a la trayectoria, a veces díscola, de CPK y sus vitrinas de especímenes. Puede haber más plagas de manías, pánicos y cracs, pero al menos los lectores de este libro habrán sido inoculados.

ROBERT M. SOLOW

LA CRISIS FINANCIERA: PERENNEMENTE PRESENTE

La volatilidad en los precios de los productos básicos, las divisas, los bienes raíces, y las acciones en los años transcurridos desde la década de 1970 no tiene precedentes. Ha habido cuatro oleadas de crisis financieras; los bancos en tres, cuatro, o más países se desplomaron casi al mismo tiempo. Cada una de esas oleadas fue seguida por una recesión, y la desaceleración económica que comenzó en el 2008 fue la más grave a nivel global desde la Gran Depresión de la década de 1930.

La primera oleada de crisis tuvo lugar en 1980

cuando México, Brasil, Argentina, y otros diez países en vías de desarrollo incumplieron los pagos de sus préstamos en dólares por 800 mil millones. La segunda oleada tuvo lugar en los primeros años de la década de 1990 e incluyó a Japón y a tres países nórdicos: Finlandia, Noruega y Suecia. La crisis financiera asiática, que empezó a mediados de 1997, fue la tercera oleada; Tailandia, Malasia e Indonesia inicialmente estuvieron envueltos y, posteriormente, cayeron Corea del Sur, Rusia, Brasil y Argentina. En retrospectiva, la crisis financiera que afectó a México durante la transición presidencial a finales de 1994 fue la precursora de la crisis en el sudeste asiático treinta meses después. La cuarta oleada comenzó en 2007 y fue provocada por la caída de los precios de los inmuebles en los Estados Unidos, Gran Bretaña, España, Irlanda e Islandia —y luego por la caída de los precios de los bonos de los gobiernos griego, portugués y español.

Cada oleada de crisis siguió a una oleada de burbujas de crédito, cuando el endeudamiento de los grupos de prestatarios en situación similar creció a una tasa dos o tres veces mayor que los tipos de interés durante tres, cuatro o más años. Por lo general, estos prestatarios utilizaban el dinero para comprar bienes raíces: casas y propiedades comerciales. Sin embargo, la primera oleada de burbujas de crédito estuvo relacionada con el rápido crecimiento de los préstamos de los bancos internacionales más importantes a los gobiernos y a las empresas propiedad del gobierno en México y otros países en vías de desarrollo, que se mantuvo durante casi diez años. Japón fue el país clave en la segunda oleada de burbujas, los precios inmobiliarios y los precios de las acciones se multiplicaron por cinco o seis en la década de 1980. Casi al mismo tiempo los precios de ambos tipos de activos aumentaron en Finlandia, Noruega y Suecia. La tercera oleada de burbujas se centró

inicialmente en Tailandia y algunos de sus vecinos del sudeste asiático. La cuarta oleada de burbujas se centró principalmente en los mercados inmobiliarios de los Estados Unidos, Gran Bretaña, España, Irlanda e Islandia.

En cada una de estas oleadas de burbujas de crédito hubo flujos transfronterizos de dinero, que indujeron a grandes aumentos en los valores de las monedas y al aumento de los precios de los bienes raíces o acciones en los países que recibían el dinero. Las burbujas siempre implosionan, ya que por definición implican incrementos no sostenibles en el endeudamiento de un grupo de prestatarios o aumentos no sostenibles en los precios de las acciones. La deuda puede aumentar mucho más rápidamente que los ingresos en dos, tres o unos cuantos años más, pero la deuda no puede crecer más rápidamente que los ingresos durante un período prolongado. Cuando la deuda se incrementa de un 20 a un 30 % al año, los

prestatarios tienen un historial impecable de pagar el interés previsto en el momento oportuno. Al final, la tasa de crecimiento de su deuda disminuye, y es entonces cuando «llega el día de su juicio final» cuando no hay suficiente dinero en efectivo de los nuevos préstamos para pagar los intereses sobre los préstamos pendientes. Entonces los precios de los bienes raíces y de las acciones disminuyen. Por otra parte, cuando la tasa de crecimiento de la deuda se reduce, se produce una depreciación de las monedas, muchas veces muy marcada.

Cuando los precios inmobiliarios disminuyen, los prestatarios son el primer grupo que incurre en pérdidas; una vez han cesado en sus pagos, las pérdidas afectan, a su vez, a los prestamistas. La implosión de las burbujas inmobiliarias y acciones en Japón condujo al fracaso masivo de los bancos y a un período prolongado de crecimiento inferior a la tendencia. La implosión de la burbuja de los

precios de los activos en Tailandia a mediados de 1997 provocó un descenso en los valores de moneda y de los precios de los activos en toda la región, a ello siguieron de las recesiones. Sin embargo, no hubo fracasos importantes de las empresas financieras de Estados Unidos, cuando los precios de las acciones de Estados Unidos disminuyeron en un 40 % entre 2001 y 2003, y la consiguiente recesión fue breve y poco profunda.

El rango de movimiento en los valores de las monedas nacionales desde principios de 1970 ha sido mayor que nunca. En 1971 Estados Unidos abandonó la paridad con el oro de Estados Unidos de 35 dólares la onza que se había establecido en 1934. El esfuerzo por retener una versión modificada del sistema de Bretton Woods de monedas vinculadas, que se formalizó en el Acuerdo Smithsoniano de 1972, fracasó y se adoptó un arreglo de tipo de cambio flotante de forma predeterminada a principios de 1973. A

principios de la década de 1970, el punto de vista dominante en el mercado era que el marco alemán y el yen japonés podrían apreciarse un 10 y un 12 % debido a que sus tasas de inflación habían sido inferiores a la tasa de los Estados Unidos en los últimos años. En la década de 1970, el marco alemán y el yen japonés experimentaron una apreciación más rápida de lo previsto por la mayoría, y luego las dos monedas se depreciaron de manera significativa en la primera mitad de la década de 1980, aunque no bajaron a los niveles de la década de 1970. El peso mexicano, el cruzeiro brasileño, el peso argentino y las monedas de muchos otros países en desarrollo se depreciaron entre un 30 y un 40 % o más en la década de 1980. El marco finlandés, la corona sueca, la libra esterlina, la lira italiana y la peseta española perdieron más de un tercio de su valor en los últimos seis meses de 1992. El peso mexicano perdió más de la mitad de su valor durante la

transición presidencial a finales de 1994. La mayoría de las monedas asiáticas —el baht tailandés, el ringgit de Malasia, la rupia indonesia y el won surcoreano— se depreciaron bruscamente durante la crisis financiera asiática en el verano y el otoño de 1997. El peso argentino perdió más de dos tercios de su valor en los primeros meses de 2001. La corona islandesa perdió la mitad de su valor en 2008. El euro, la nueva moneda que once miembros de la Unión Europea aprobaron a principios de 1999, pronto se depreció un 30 %, y más tarde experimentó una apreciación del 50 %, que se inició en el 2002.

Los cambios en los valores de estas monedas individuales fueron mucho más grandes que los que se habían pronosticado sobre la base de las diferencias entre los Estados Unidos y las tasas de inflación extranjeras. Las intervenciones excesivas o insuficientes de las monedas nacionales eran mucho mayores que en cualquier período anterior.

Los aumentos en los precios de los productos básicos en la década de 1970 fueron espectaculares. El precio del oro, conforme al precio en dólares estadounidenses, pasó de 40 dólares la onza a principios de la década de 1970 a casi 1.000 dólares diez años más tarde, el precio era de 450 dólares a finales de la década de 1980 y de 283 dólares a finales de la década de 1990. El precio superó los 1.200 dólares en el verano de 2010. El precio del petróleo era de 2,50 dólares por barril a principios de la década de 1970 y 40 dólares al final de esa década; a mediados de la década de 1980 el precio del petróleo era de 12 dólares y luego al final de la década de 1980 el precio aumentó a 40 dólares después de la invasión de Kuwait por parte de Irak. El precio del petróleo casi alcanzó los 150 dólares en el verano de 2008, luego disminuyó por debajo de 50 y luego aumentó a 80 dólares.

El número de quiebras bancarias durante los

años 1980 y 1990 fue mucho, mucho mayor que en décadas anteriores. Varios de estos fracasos fueron hechos aislados: tanto el Franklin National Bank de Nueva York como el Herstatt AG de Colonia, Alemania, habían hecho grandes apuestas sobre los cambios en los valores de moneda en la década de 1970, que posteriormente perdieron. Crédit Lyonnais, empresa propiedad del gobierno que llegó a ser el banco más grande de Francia, aumentó rápidamente sus préstamos en un esfuerzo por convertirse en un banco de primer nivel internacional y sus malos préstamos finalmente costaron a los contribuyentes franceses el equivalente de más de 30.000 millones de dólares. Sin embargo, la mayoría de las quiebras de bancos y otras firmas financieras eran sistémicos, y reflejaban los cambios drásticos en el entorno financiero. Tres mil sociedades de ahorro y préstamo de los Estados Unidos y otras instituciones de ahorro fracasaron en la década de

1980, con pérdidas de más de 100.000 millones de dólares para los contribuyentes estadounidenses.

Cuando las burbujas en bienes raíces y acciones japonesas implosionaron, las pérdidas sufridas por los bancos japoneses fueron varias veces más grandes que su capital y prácticamente todos los bancos japoneses implícitamente pasaron a estar bajo la tutela del gobierno. Del mismo modo, cuando el peso mexicano y las monedas de los otros países en desarrollo se depreciaron fuertemente en la década de 1980, la mayoría de los bancos de estos países tocó fondo debido a la combinación de las grandes pérdidas en préstamos sufridas por sus prestatarios nacionales, en parte a causa de las pérdidas masivas que la revaluación de la moneda habían producido. Prácticamente todos los bancos en Finlandia, Noruega y Suecia quebraron cuando las burbujas en sus bienes raíces y los mercados de valores se implosionaron en la primera mitad del decenio de 1990. La mayor

parte de bancos mexicanos quebraron a finales de 1994, cuando el peso se depreció fuertemente. Del mismo modo la mayoría de los bancos de Tailandia y Malasia y Corea del Sur y varios de los otros países asiáticos —a excepción de Hong Kong y Singapur— quebraron después de la crisis financiera asiática a mediados de 1997. Las caídas de los precios de bienes raíces residenciales en los Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda y otros países, que comenzaron a finales de 2006, dieron lugar a inversiones masivas del gobierno —«a los rescates»— de las instituciones financieras. En 2008 muchas de las firmas más importantes de la industria bancaria de inversión de los Estados Unidos fueron eliminadas o forzadas a buscar un socio más fuerte con el que fusionarse. El gobierno británico «nacionalizó» el Northern Rock, el mayor prestamista hipotecario del país, y se convirtió en el accionista dominante del Royal Bank of Scotland. El gobierno irlandés hizo

inversiones masivas en los seis bancos más grandes del país. Los tres grandes bancos de Islandia fueron tomados por el gobierno. Countrywide Financial, el mayor prestamista hipotecario de Estados Unidos, fue adquirido por Bank of America, que posteriormente adquirió Merrill Lynch, uno de los mayores bancos de inversión estadounidenses —pero luego Bank of America requirió una gran inyección de capital del Tesoro de los Estados Unidos. El gobierno de Estados Unidos hizo una gran inversión en el Citibank. El gobierno holandés aportó capital a ING, el conglomerado de seguros y banca.

Estas crisis financieras y las quiebras bancarias fueron resultado de la implosión de las burbujas de los precios de los activos y de las fuertes depreciaciones de las monedas: en muchos casos, las crisis monetarias dispararon las crisis bancarias. El costo de estas crisis bancarias fue muy alto en términos de varias métricas: las

pérdidas sufridas por los bancos en proporción al PIB del país y al porcentaje del gasto público, y a la desaceleración en las tasas de crecimiento económico y a los aumentos en el desempleo y en las brechas del PIB.

El enorme número de quiebras de los bancos, los grandes cambios en los valores de moneda y las burbujas de precios de los activos estaban relacionados de forma sistemática y fueron el resultado de los rápidos cambios en el entorno económico mundial. La década de 1970 fue una década de aceleración de la inflación, el aumento sostenido más grande de la historia en el nivel de precios de Estados Unidos en tiempos de paz. El precio de mercado del oro subió debido a que algunos inversores se basaron en el cliché de que «el oro es una buena cobertura contra la inflación», sin embargo, el aumento en el precio del oro era muchas veces mayor que el aumento real en los Estados Unidos y los niveles de los

precios mundiales. Hacia el final de la década de 1970 los inversores compraban oro porque su precio iba en aumento —y el precio iba en aumento porque los inversores compraban oro.

La opinión predominante en la década de 1970 era que las tasas de inflación en Estados Unidos y en el mundo se acelerarían. Algunos analistas predijeron que el precio del oro podría llegar a 2.500 dólares la onza y que el precio del petróleo alcanzaría de 80 a 90 dólares el barril a las 1990.

El rango de variación de los precios de los bonos y las cotizaciones bursátiles en la década de 1970 fue mucho mayor que en las décadas anteriores. En la década de 1970 las tasas reales de rendimiento de los bonos en dólares y de las acciones en Estados Unidos fueron negativas. En contraste, en la década de 1990 las tasas reales de rendimiento de los bonos y las acciones fueron en promedio de más del 15 % al año.

El endeudamiento externo de México, Brasil,

Argentina y otros países en desarrollo como grupo aumentó de 125.000 millones de dólares en 1972 a 800.000 millones en 1982. Uno de los tópicos comunes en ese momento era que «los países no quiebran». Durante este período los prestatarios tenían un récord estelar de pagar los intereses de sus préstamos de manera puntual. Luego, en el otoño de 1979 la Reserva Federal adoptó una política monetaria fuertemente contractiva, los tipos de interés de los títulos denominados en dólares de Estados Unidos subieron. El precio del oro alcanzó su punto máximo en enero de 1980 y luego comenzó a disminuir a medida que las anticipaciones inflacionistas se invirtieron.

El fuerte aumento de los precios inmobiliarios y de los precios de las acciones en Japón en la década de 1980 se asoció con un auge en la economía; *Japan as Number One: Lessons for America*^[1] se convirtió en un éxito de ventas en Tokio. Los bancos japoneses aumentaron sus

depósitos y sus préstamos y su capital mucho más rápidamente que los bancos con sede en los Estados Unidos y en Alemania y en los demás países europeos. En aquel momento siete u ocho de los diez bancos más grandes del mundo eran japoneses. Luego, al comienzo de la década de 1990 los precios inmobiliarios y los precios de las acciones en Japón se desplomaron. En pocos años muchos de los principales bancos e instituciones financieras japonesas quebraron, se fueron al traste, a la bancarrota, y se mantuvieron a flote sólo gracias a un entendimiento implícito de que el gobierno japonés protegería a los depositantes de las pérdidas financieras si los bancos cerraban. Es la historia sorprendente de un crac, pero sin pánico, porque los depositantes creían que el gobierno socializaría las pérdidas por préstamos.

Tres de los países nórdicos: Noruega, Suecia y Finlandia, experimentaron burbujas en sus mercados de valores y en sus mercados de bienes

raíces en la misma época, como resultado de los flujos de dinero asociados con la liberalización financiera. Sus burbujas explotaron aproximadamente al mismo tiempo que la de Japón.

México había sido uno de los grandes éxitos económicos de la década de 1990 mientras se preparaba para entrar en el Acuerdo de Libre Comercio de Norteamérica. El Banco de México adoptó una dura política monetaria contractiva, que redujo la tasa de inflación de 140 % a menos del 10 % en cuatro años, durante el mismo período varios cientos de empresas de propiedad estatal se privatizaron y se liberalizaron las regulaciones empresariales. El dinero fluía a México debido a que las tasas reales de rentabilidad de los títulos públicos eran altos y a que las tasas de ganancias potenciales de las inversiones industriales también eran elevadas. La expectativa universal era que México se convertiría en la base de bajo costo

para la producción de automóviles y lavadoras y muchos otros productos manufacturados para los mercados de Estados Unidos y Canadá. La gran afluencia de dinero condujo a una apreciación real del peso, el déficit comercial de México aumentó a 7 % de su PIB y su deuda externa al 60 % de su PIB. Los incidentes políticos asociados con la elección presidencial de 1994 condujeron a una fuerte disminución en el flujo de dinero y el gobierno mexicano fue incapaz de soportar el peso. Una vez más la depreciación del peso dio lugar a grandes pérdidas en préstamos, y la mayor parte de los bancos mexicanos que habían sido privatizados en los años anteriores quebraron.

A mediados de la década de 1990 los precios inmobiliarios y los precios de las acciones subieron en Tailandia, Malasia e Indonesia: éstos conformaban los «pequeños dragones» y parecían propensos a emular los éxitos económicos de los «tigres asiáticos» —Taiwán, Corea del Sur, Hong

Kong, y Singapur— de la generación anterior. Las empresas con sede en Japón, Europa y los Estados Unidos invirtieron en estos países como recursos de suministro de bajo costo, del mismo modo en que las empresas estadounidenses y extranjeras habían invertido en México como una fuente de abastecimiento para el mercado norteamericano. Los bancos europeos y japoneses aumentaron rápidamente sus préstamos a las empresas y los bancos de estos países. Los prestamistas nacionales en Tailandia luego experimentaron grandes pérdidas en sus préstamos internos en el otoño y el invierno de 1996 porque no habían sido lo suficientemente exigentes en sus evaluaciones de la voluntad de los prestatarios tailandeses de pagar los intereses de su deuda. Los prestamistas extranjeros redujeron drásticamente sus compras de valores en Tailandia, y luego el Banco de Tailandia, al igual que el Banco de México treinta meses antes, se quedó sin dinero para mantener su

moneda. La fuerte caída en el valor de la moneda local, el baht, a principios de julio de 1997 llevó a la salida de dinero por parte de los otros países de Asia y sus monedas (con excepción del dólar de Hong Kong y del yuan chino, que se mantuvo rígidamente vinculado al dólar de Estados Unidos) reducidos en un 30 % o más. La rupia de Indonesia perdió 80 % de su valor. La mayoría de los bancos de la zona —a excepción de los de Hong Kong y Singapur— habrían sido declarados en quiebra bajo cualquier concepto razonable de «valor razonable». La crisis se extendió a Rusia, se produjo una debacle en el rublo, y el sistema bancario del país se derrumbó en el verano de 1998. Los inversores luego se volvieron más cautelosos y vendieron valores de riesgo y compraron valores del gobierno de Estados Unidos más seguros, y los cambios en la relación entre los tipos de interés de estos dos grupos de valores llevaron al colapso de la Long-Term

Capital Management, en aquel entonces el mayor fondo de cobertura de EE. UU.

La burbuja de las acciones NASDAQ de la década de 1990

Las acciones en los Estados Unidos se cotizan ya sea en el mercado extrabursátil o en una de las bolsas de valores organizadas, principalmente en la Bolsa de Nueva York. El patrón típico era que las acciones de las empresas jóvenes inicialmente se negociaban en el mercado extrabursátil y luego la mayor parte de estas empresas podía incurrir en los costos asociados con la obtención de un listado en la Bolsa de Nueva York, porque creían que una lista ampliaría el mercado y llevaría a un aumento de los precios de sus acciones. Algunas empresas nuevas asociadas con la revolución de tecnología de la información de la década de 1990 que tuvieron gran éxito — Microsoft, Cisco, Dell, Intel— fueron las excepciones a este patrón. Optaron por no obtener un listado en la Bolsa de Nueva York, porque creían que la compraventa de acciones por vía electrónica en el mercado *over the counter* era superior a la

compraventa de acciones por corros utilizado en la Bolsa de Nueva York.

En 1990, el valor de mercado de las acciones negociadas en el NASDAQ fue del 11 % del de la Bolsa de Nueva York; las cifras comparables para 1995 y 2000 fueron un 19 % y 42 %. La tasa media anual de aumento en el valor de mercado de acciones de NASDAQ fue de 30 % durante la primera mitad de la década y un 46 % durante los próximos cuatro años. Algunas de las empresas nuevas que cotizaban en el NASDAQ con el tiempo llegarían a tener tanto éxito como Microsoft e Intel y por eso los precios tan elevados de sus acciones se podían justificar. La probabilidad de que todas las empresas cuyas acciones se cotizaban en el NASDAQ tuvieran tanto éxito como Microsoft era muy reducido, ya que implicaba que el porcentaje de ganancias sobre el PIB de Estados Unidos sería de dos a tres veces mayor de lo que había sido anteriormente.

En parte el gran número de accidentes en los mercados financieros nacionales en los últimos treinta años refleja que hay países más independientes. A pesar de que no se puedan

llevar a cabo comparaciones perfectas en todos los períodos, la conclusión es inequívoca: el fracaso financiero ha sido más amplio y generalizado en los últimos treinta años.

La burbuja de los precios de las acciones de Estados Unidos en la segunda mitad de la década de 1990 se asoció con un notable auge económico de los Estados Unidos, la tasa de desempleo se redujo drásticamente, la tasa de inflación se redujo, y tanto las tasas de crecimiento económico como las de la productividad aceleraron. El gobierno de los EE. UU. desarrolló su mayor superávit fiscal en 2000, después de haber tenido su mayor déficit fiscal en 1990. El notable desempeño de la economía real contribuyó a la subida de precios de las acciones de Estados Unidos que, a su vez, condujo al aumento en el gasto de inversión y el gasto de consumo y un aumento en la tasa de crecimiento económico.

El precio de las acciones de los Estados

Unidos comenzó a declinar en la primavera de 2000 y cayó en un 40 % en los tres años siguientes, mientras que los precios de las acciones del NASDAQ se redujeron en un 80 %.

Los precios de bienes raíces de Estados Unidos comenzaron a aumentar a una tasa superior a la media en el año 2002. Los precios inmobiliarios aumentan a largo plazo, en parte debido al aumento en el nivel general de precios y al aumento en el PIB nominal. (Gran parte del aumento de los precios inmobiliarios se debe al incremento en el precio de la tierra.) La Reserva Federal mantuvo tipos de interés bajos, en parte debido a la lentitud en la economía, y el precio de la vivienda se incrementó tres veces más rápidamente que el nivel general de precios. El fuerte aumento de los precios produjo un auge de la construcción, y la construcción de viviendas llegó a dos millones de unidades al año — alrededor de 500.000 unidades más que el número

requerido para satisfacer el crecimiento de la población y las pérdidas por los incendios, tormentas y otros factores similares—. Parte del aumento de la demanda era de los inversores que buscaban beneficios de los continuos aumentos en los precios.

La fuerte caída en el precio de los bienes raíces residenciales y la debacle en los precios de los valores relacionados con hipotecas desde 2007 han llevado a muchos libros que se centran en los Estados Unidos, y que tratan de explicar la burbuja en términos del fracaso de la regulación o la codicia de los banqueros o el fracaso de los reguladores o los caprichos de los nuevos instrumentos financieros.

Uno de los temas de este libro es que las burbujas de crédito que a menudo ocurren en varios países al mismo tiempo tienen unas causas iniciales similares. Así, el aumento en el endeudamiento de los países en desarrollo en la

década de 1970 se produjo debido a que los grandes bancos internacionales creían que los precios de las materias primas seguirían aumentando y que las tasas de crecimiento en estos países seguirían siendo altas. La probabilidad de que las burbujas en los mercados inmobiliarios en los Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, Islandia, España, Sudáfrica y varios otros países (que comenzaron alrededor de 2002) fueran eventos independientes, parece bajo. Las burbujas en el sector inmobiliario siempre son el resultado de las burbujas en el crecimiento del crédito. Había aspectos idiosincrásicos únicos en estos diferentes mercados nacionales; el mercado de hipotecas de alto riesgo parece exclusivamente estadounidense. El rápido crecimiento de la oferta de crédito dio lugar a un fuerte aumento en la demanda de hipotecas, que fue mayor que la oferta de préstamos con un tipo de interés preferencial, por lo que los corredores de hipotecas apostaron

por un gran aumento en la oferta de hipotecas de alto riesgo.

Otro tema es que la probabilidad de que las cuatro oleadas de burbujas durante un período de treinta años fueran eventos no relacionados es baja. Cada burbuja llevó a una crisis. Varias de estas crisis parecen haber sentado las bases para la próxima oleada de burbujas. La crisis financiera en los países en desarrollo en la década de 1980 tuvo un efecto en cadena que contribuyó a la burbuja de bienes raíces y acciones japonesas en la segunda mitad de la década de 1980. La implosión de la burbuja en Tokio en la década de 1990 condujo a un aumento en los flujos de dinero de Japón a Tailandia y Malasia e Indonesia, lo que llevó a la apreciación de sus monedas y al aumento de los precios de los bienes inmuebles y de acciones en estos países. Cuando las burbujas en los países del sudeste asiático explotaron, no hubo aumento en el flujo de dinero a los Estados

Unidos ya que estos países devolvieron los préstamos, se apreció el dólar estadounidense y el déficit comercial de Estados Unidos aumentó en 150.000 millones de dólares al año.

El aumento en el flujo de dinero a un país casi siempre llevó a un incremento del valor de su moneda y al aumento de los precios de los activos en ese país, ya que los vendedores nacionales de los valores utilizaban casi todos sus ingresos para comprarles otros valores a otros residentes del país. Estos residentes en el país, a su vez, usaban de manera similar una gran parte de sus ingresos para comprar otros valores nacionales a otros residentes del país. Estas operaciones de valores se producían cada vez a precios más altos. Era como si el dinero de la venta de valores a los extranjeros fuera la «patata caliente» proverbial, que se pasaba rápidamente de un grupo de inversores a otro, a precios cada vez más altos.

Las manías y el crédito y los libros

La producción de libros sobre las crisis financieras es anticíclica. Aparecieron una serie de libros sobre el tema en la década de 1930, después de la burbuja del mercado de valores de Estados Unidos a finales de 1920 y la posterior caída y la Gran Depresión. Durante las décadas que siguieron a la Segunda Guerra Mundial aparecieron pocos libros sobre las crisis.

La primera edición de este libro fue publicada en 1978, después de que las cotizaciones de las acciones en los Estados Unidos hubieran disminuido en un 50 % en 1973 y 1974 concluyendo un período de quince años de mercado alcista. La debacle bursátil y la recesión en Estados Unidos, llevó a la quiebra de la Penn Central Railroad, de varias de las grandes

empresas siderúrgicas y de un gran número de firmas de corretaje de Wall Street. La Ciudad de Nueva York estuvo a punto de incurrir en el impago de sus bonos en circulación y se salvó de la insolvencia gracias al Estado de Nueva York. No fue exactamente un colapso, a menos que fuera usted un funcionario de alto rango o un accionista de una de las empresas fallidas, o el alcalde de la ciudad de Nueva York.

La quinta edición se publicó después de la implosión de la burbuja de las acciones del fenómeno puntocom en Estados Unidos a finales de la década de 1990. La innovación desde la quinta edición fue la burbuja en el sector inmobiliario residencial en los Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, España, Islandia, y varios otros países, y el fuerte aumento del endeudamiento de los gobiernos de Grecia, Portugal, Irlanda y España.

Cada una de estas oleadas de burbujas ha sido global, en el sentido de que cuatro, cinco, o más

países se han visto afectados. Además, las burbujas parecen ser más grandes, a juzgar por el aumento de la riqueza de los hogares.

Libros sobre la crisis financiera de 2008

El colapso de los bancos de inversión estadounidenses y de los bancos comerciales en 2007, 2008 y 2009 ha dado lugar a un gran número de libros sobre la crisis financiera escritos por tres grupos de autores diferenciados. Muchos de ellos han sido escritos por periodistas, entre ellos Gillian Tett, que escribió *Fool's Gold: How Unrestrained Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets, and Unleashed a Catastrophe*. Andrew Ross Sorkin sacó *Too Big to Fail* (Malas noticias, Planeta) Roger Lowenstein creó *The End of Wall Street*, Justin Fox escribió *The Myth of the Rational Market: Una historia de riesgos, recompensas, y el engaño en Wall Street*, y Scott Patterson escribió *The Quants; How a New Breed of Math Whizzes Conquered Wall Street and Nearly Destroyed It*. El tema de la irracionalidad del mercado también se explora en *How Markets Fail* (Por qué quebraron

los mercados, RBA), de John Cassidy. Michael Lewis en su libro, *The Big Short: Inside the Domsday Machine*, se centró en unos pocos individuos que desde un principio se dieron cuenta de que había una burbuja en el mercado de la vivienda, y que se podían conseguir unos beneficios excepcionales con la venta corta de valores relacionados a hipotecas. Después vino *Chasing Goldman Sachs: How the Masters of the Universe Melted Wall Street Down...* de Suzanne McGee y *Why They Will Take Us to the Brink Again* y *The Meltdown Years: The Unfolding of the Global Economic Crisis* de Wolfgang Munchau, *The Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash* de Charles R. Morris, *Mr Market Miscalculates: The Bubble Years and Beyond*, de James Gant, *The Sellout: How Three Decades of Wall Street Greed and Government Mismanagement Destroyed the Global Financial System* de Charles Gasparino, *Bailout Nation: How GREED and EASY MONEY Corrupted Wall Street And Shook the World Economy* de Barry Ritholtz, y *Meltdown: How Greed and Corruption Shattered Our Financial System and How We Can Recover* de Katrina vanden Heuvel y los Editores de *The Nation*. Algunos de los

libros fueron escritos por académicos. Uno de los primeros fue *The Failure of Capitalism* de Richard Posner. Robert J. Shiller escribió *The Subprime Solution (El estallido de la burbuja)*, Gestión 2000) y George A. Akerlof junto con Shiller publicaron *Animal Spirits (Animal Spirits. Cómo la psicología humana dirige la economía)*, Gestión 2000); algunos de los capítulos de este libro se enfocan sobre la crisis. Simon Johnson y James Kwak escribieron *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*. Raghuram G. Rajan escribió *Fault Lines (Grietas al sistema)*, Deusto), Joseph Stiglitz produjo *Freefall (Caída libre)*, Taurus) y Nassim Nicholas Taleb nos trajo *Black Swan (El cisne negro)*, Paidós), una crítica del consenso general dentro del mundo académico de las finanzas sobre eficiencia en los mercados. La contribución de Thomas Sowell fue *The Housing Boom and Bust*, mientras que un grupo de quince distinguidos economistas sacaron *The Squam Lake Report; Fixing the Financial System*, con más de treinta recomendaciones sobre cambios y regulaciones. Amar Bhidé escribió *A Call for Judgment*, que integra las finanzas modernas y la economía clásica, mientras que Nouriel Roubini y Stephen Mihm sacaron *Crisis Economics (Cómo*

salimos de ésta, Destino).

Un tercer grupo de libros fue escrito por «*insiders*», personas de dentro, individuos que anteriormente habían formado parte de alguna entidad financiera. Henry Paulson, Secretario del Tesoro de Estados Unidos desde el 2007 al 2009 y anteriormente presidente ejecutivo de Goldman Sachs, escribió *On the Brink: Inside the Race to the Stop the Collapse of the Global Financial System*. Lawrence McDonald escribió *A Colossal Failure of Common Sense; the Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers*, su antiguo empleador. William D. Cohan, un ex banquero que se convirtió en periodista, sacó *House of Cards: A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street*, mientras que Alex Pollock, otro ex banquero, publicó *Boom and Bust: Financial Cycles and Human Prosperity*. George Cooper, analista financiero, escribió *The Origin of Financial Crises*.

La mayor parte de estos libros se centra en Estados Unidos e ignora o minimiza las burbujas en los mercados inmobiliarios de otros países. Sin embargo, ha habido tres libros sobre la crisis en Islandia —*Meltdown Iceland: Lessons on the World Financial Crisis from a Small Bankrupt Island*, de Roger Boyes, un periodista británico; *Why Iceland?*

de Asgeir Jonsson, un ex banquero senior de Kaupthing, una de las firmas caídas, y *Frozen Assets: How I Lived Iceland's Boom and Bust* de Eftir Armann Thorvaldsson, un antiguo jefe del mismo banco en el Reino Unido—. Es más, el gobierno de Islandia que llegó al poder después de la caída creó una Comisión Especial de Investigación de Islandia que produjo *Causes of the Collapse of the Icelandic Banks-Responsibility, Mistakes, and Negligence*; cuyos autores fueron Páll Hreinsson, Tryggvi Gunnarsson y Sigridur Benediktsdottir.

El Congreso de los Estados Unidos estableció la «Financial Crisis Inquiry Commission», una comisión bipartidista de diez miembros para investigar la crisis financiera, que ha celebrado audiencias y ha entrevistado a los testigos de las principales compañías financieras. Tanto el ex presidente Alan Greenspan como el ex secretario del Tesoro Robert Rubin declararon ante la comisión. El informe de la FCIC se publicó en diciembre de 2010 (y está disponible en www.fcic.gov/report).

Los títulos y subtítulos de estos libros expresan temas comunes —la avaricia, el mal funcionamiento de los mercados, la corrupción de Wall Street, y la captura de Washington y las entidades reguladoras por los banqueros. Y más codicia.

El defecto de la mayoría de estos libros es que no contienen ninguna explicación de por qué la crisis ocurrió cuando lo hizo, ni tampoco tienen una explicación de por qué algunos países se vieron involucrados, pero otros no. ¿Los problemas en Islandia fueron derivados de los Estados Unidos? ¿O eran consecuencia de un factor común los problemas de los países más grandes y pequeños? ¿Hubo un fuerte aumento de la codicia de los banqueros poco después del comienzo del nuevo milenio, o la codicia estuvo siempre ahí y fue liberado por algún otro evento?

Por otra parte, el enfoque de estos libros suele ser micro, y se centra en el fracaso de la racionalidad y la incapacidad de los prestamistas para prever las consecuencias del aumento del endeudamiento de los prestatarios. Las burbujas de activos —la mayoría de las burbujas de activos— son un fenómeno monetario y son el resultado del rápido crecimiento de la oferta de crédito. La idea de que los aumentos excesivamente rápidos de los precios de bienes y servicios resultan del rápido crecimiento de la oferta monetaria es aceptada: el axioma es que «la inflación es siempre un fenómeno monetario». La contrapartida es que «las burbujas inmobiliarias siempre son un fenómeno de crédito».

La sexta edición de este libro aparece treinta años después de la primera, y también después de treinta de los años más tumultuosos en los mercados financieros globales, un período sin un buen precedente histórico en términos de turbulencia monetaria.

Las diez grandes burbujas financieras

1. La burbuja holandesa de los bulbos de tulipán de 1636.
2. La Compañía de los Mares del Sur en 1720.
3. La burbuja de la Compañía del Mississippi de 1720.
4. La burbuja especulativa en activos y acciones de 1927-1929.
5. La crisis de deuda de México y otras naciones en desarrollo durante la década de 1970.
6. La burbuja inmobiliaria y de acciones de Japón durante 1985-1989.
7. La especulación desmedida en bienes inmuebles

y en acciones de los países nórdicos como Finlandia, Noruega y Suecia de 1985-1989.

8. La burbuja inmobiliaria y de acciones asiáticas de Tailandia, Malasia, Indonesia y otros países y regiones del sudeste asiático durante 1992-1997 y el increíble aumento de la inversión extranjera en México de 1990-1999.
9. La burbuja sin precedentes sobre todo tipo de acciones y activos financieros estadounidenses de 1995-2000.
10. La burbuja en el sector inmobiliario en los Estados Unidos, Gran Bretaña, España, Irlanda e Islandia entre 2002 y 2007 —y la deuda del gobierno de Grecia.

La primera burbuja que se observa en el recuadro, es la de los bulbos de tulipán en los Países Bajos en el siglo XVII. Dos de las burbujas —una en Gran Bretaña y una en Francia— se produjeron al final de las guerras napoleónicas. Hubo manías y crisis financieras en el siglo XIX que se asociaban, sobre todo, a los fracasos de los bancos, a menudo después de una inversión

extendida en infraestructuras como canales y ferrocarriles. Las crisis monetarias y las crisis bancarias fueron frecuentes entre 1920 y 1940. Los incrementos porcentuales de las cotizaciones bursátiles en los últimos treinta años han sido mayores que en períodos anteriores, y seis de las diez burbujas del recuadro se han producido en este período. Las burbujas en el sector inmobiliario y en las acciones a menudo han ocurrido a la vez: algunos países han experimentado una burbuja en el sector inmobiliario, pero no en acciones, mientras que los Estados Unidos tuvieron una burbuja de los precios de las acciones en la segunda mitad de la década de 1990, que no tenían homólogo en el mercado del sector inmobiliario.

Las manías son espectaculares, pero han sido poco frecuentes: en doscientos años sólo se han producido dos en las acciones estadounidenses. Generalmente, las manías se han producido

durante la fase de expansión del ciclo económico, en parte debido a que la euforia asociada con la manía lleva a un aumento en el gasto. Durante la manías los aumentos en los precios de los bienes raíces o acciones, o en uno o varios productos básicos contribuyen a un aumento en el consumo y en el gasto de inversión que, a su vez, conduce a la aceleración del crecimiento económico. Los visionarios de la economía pronostican un crecimiento económico perpetuo y algunos osados incluso proclaman el fin de las recesiones y declaran que los ciclos de negocio tradicionales han quedado obsoletos. El crecimiento más rápido induce a los inversionistas y prestamistas a ser más optimistas, y los precios de los activos aumentan con mayor rapidez.

Las manías —especialmente las macro manías— están asociadas a la euforia económica: las empresas comerciales se vuelven cada vez más optimistas y el gasto de inversión aumenta

vertiginosamente porque el crédito es abundante. En la segunda mitad de la década de 1980 las empresas industriales japonesas podían pedir prestado tanto como querían de sus amigos banqueros en Tokio y Osaka, el dinero parecía «libre» (el dinero siempre parece libre de manías) y los japoneses empezaron a consumir y a invertir a lo loco. Los japoneses compraron diez mil piezas de arte francés. Un empresario de Osaka dedicado a los autódromos pagó 90 millones por el *Retrato del Dr. Gachet* de Van Gogh, en ese momento el precio más alto jamás pagado por una pintura. La empresa Mitsui Real Estate pagó 625 millones de dólares por la construcción del edificio de la Exxon en Nueva York, aunque el precio de venta inicial había sido 510 millones de dólares; Mitsui quería entrar en *El Libro Guinness de los Récords* por pagar el precio más alto de la historia por un edificio de oficinas. En la segunda mitad de la década de 1990, en los Estados

Unidos, empresas de reciente creación en la industria de la tecnología de la información y de la biotecnología tuvieron acceso a fondos prácticamente ilimitados de los capitalistas de riesgo que creían que se beneficiarían en gran medida cuando las acciones de estas empresas empezaran a venderse al público.

Durante estos períodos de euforia un número creciente de inversionistas busca obtener plusvalías a corto plazo de los aumentos en los precios de los bienes raíces y de las acciones. Los inversores realizan pagos iniciales para la compra de apartamentos en condominios, en la fase de pre-construcción, en la previsión de que serán capaces de vender estos apartamentos obteniendo jugosas ganancias cuando los edificios se hayan completado, o incluso antes.

Luego se da algún evento —quizás un cambio en la política del gobierno, un fallo inexplicable de una empresa que hasta el momento parecía

haber tenido éxito— que conduce a una pausa en el aumento de los precios de los activos. Pronto, algunos de los inversores que habían financiado la mayor parte de sus compras con dinero prestado pasan a ser vendedores en dificultades debido a que los pagos de los intereses sobre el dinero prestado para financiar sus compras son mayores que la renta de la inversión de los activos. Los precios de estos activos pasan a estar por debajo de sus precios de compra y los compradores se encuentran «bajo el agua»: las cantidades adeudadas por el dinero prestado para financiar las compras de estos bienes son mayores que su valor de mercado actual. Sus ventas de urgencia llevan a fuertes caídas en los precios de los activos y es muy probable que a eso siga una caída, y el pánico.

La situación económica en un país tras varios años de burbuja se asemeja al comportamiento de un joven en una bicicleta: el ciclista tiene que

mantener el impulso hacia adelante o la bici se vuelve inestable. Durante la manía, los precios de los activos se reducirán de inmediato después de dejar de aumentar; no existe una nivelación, no hay un «término medio». El descenso de los precios de algunos activos conduce a la preocupación de que los precios de los activos se reducirán aún más y que el sistema financiero va a experimentar «dificultades». La prisa por vender estos activos hace que se convierta en una profecía en sí misma, y tan precipitada que se asemeja a un ataque de pánico. Los precios de los productos —casas, edificios, terrenos, acciones, bonos— caen a unos niveles de sólo el 30 o 40 % de sus precios máximos. Aumentan las quiebras, la actividad económica se desacelera y aumenta el desempleo.

Aunque las características de estas manías no son idénticas, sí existe un patrón similar. El aumento de los precios de las materias primas, bienes raíces o acciones se asocia a la euforia:

aumentan la riqueza de los hogares y también los gastos. Hay un sentimiento de «Nunca había ido tan bien». A continuación, los precios de los activos llegan a su punto máximo y luego empiezan a descender. La implosión de la burbuja lleva a la disminución de los precios de los productos básicos, acciones y bienes raíces. Algunas crisis financieras fueron precedidas por un rápido incremento en el endeudamiento de uno o varios grupos de prestatarios en lugar de un rápido incremento en el precio de un activo o de un valor.

La tesis de este libro es que el ciclo de las manías y los pánicos resulta de los cambios procíclicos en la oferta de crédito: la oferta de crédito aumenta rápidamente en los buenos tiempos, y cuando se afloja el crecimiento económico, la tasa de crecimiento del crédito a menudo se reduce drásticamente. Una manía consiste en el aumento de los precios de los bienes raíces o acciones, o de alguna moneda o producto

en el presente y en el futuro próximo, que no son consistentes con los precios del mismo inmueble o de las acciones en un futuro lejano. Las previsiones de que el precio del petróleo aumentaría a 80 dólares el barril después del aumento anterior de 2,50 dólares por barril a principios de la década de 1970 a 36 dólares al final de esa misma década eran maníacas. Durante las expansiones económicas los inversores se vuelven cada vez más optimistas y más dispuestos a aprovechar las oportunidades de lucro que darán sus frutos en un futuro lejano, mientras que los prestamistas se vuelven menos adversos al riesgo. La exuberancia racional se transforma en una exuberancia irracional, se desarrolla una euforia económica y aumenta el gasto de inversión y el gasto de consumo. Hay una sensación generalizada de que es «el momento de subir al tren antes de que salga de la estación y desaparezcan las oportunidades excepcionalmente rentables». Los

precios de los activos aumentan aún más. Una parte cada vez mayor de las compras de estos activos se lleva a cabo en previsión de ganancias de capital a corto plazo y una parte excepcionalmente grande de estas compras se financia con crédito.

Las crisis financieras que se analizan en este libro son importantes tanto en tamaño como en efecto, y la mayoría son internacionales porque involucran a varios países diferentes, ya sea a la vez o de forma causal, secuencial.

El término «burbuja» es un término genérico que se refiere a los aumentos de los precios de los activos en la fase de manía del ciclo, que no se puede explicar por los cambios en los fundamentos económicos. Recientemente, las burbujas inmobiliarias y las burbujas de los precios de las acciones han ocurrido más o menos al mismo tiempo en Japón y en algunos de los países asiáticos. Los fuertes aumentos de los precios del

oro y la plata a finales de 1970 eran una burbuja, pero los aumentos en el precio del petróleo crudo en los mismos años no lo eran: la diferencia es que muchos de los compradores de oro y plata en esa tumultuosa década de inflaciones pronosticaron que los precios de ambos metales preciosos seguiría aumentando y que se podrían obtener ganancias de la compra y retención de estas materias primas durante períodos de tiempo relativamente cortos. En contraste, muchos de los compradores de petróleo estaban preocupados de que las interrupciones en los suministros de petróleo debido a las acciones del cartel y a la guerra en el Golfo Pérsico, podrían conducir a la escasez y al aumento de los precios.

**Finanzas Ponzi, cartas en cadena, esquemas
piramidales, manías y burbujas**

Finanzas Ponzi, cartas en cadena, burbujas,

esquemas piramidales, finanzas y manías son términos que de algún modo se solapan y que sirven para designar patrones de comportamiento financiero no sostenibles, en el sentido que los precios de los activos hoy en día no son consistentes con los precios de los activos en un futuro lejano. Los esquemas de Ponzi, por lo general incluyen promesas de pagar un tipo de interés de un 30 o 40 o 50 % al mes: los empresarios que desarrollan estos planes siempre dicen que han descubierto una nueva fórmula secreta para poder conseguir estos altos tipos de retorno. Durante los primeros meses, hacen los pagos de intereses prometidos con el dinero recibido de sus nuevos clientes, que han sido atraídos por los elevados porcentajes de ganancia prometidos. Pero al cuarto o quinto mes, el dinero que reciben de estos nuevos clientes es menor que las cantidades de dinero prometidas a los primeros grupos de clientes y los empresarios acaban en Brasil, o en la cárcel, o en ambos lugares.

Una carta en cadena es una forma particular de acuerdo en forma de pirámide; el procedimiento es que los individuos reciben una carta pidiéndoles que envíen 1 dólar (o 10 o 100) al nombre que se encuentra en la parte superior de la pirámide y que envíen la misma carta a cinco amigos o conocidos en

un plazo de cinco días: la promesa es que dentro de los próximos treinta días, recibirán 64 dólares por cada dólar de «inversión».

Los acuerdos en pirámide a menudo implican que los ingresos de comisiones por la venta de valores o de cosméticos o suplementos alimenticios son compartidos por los que realmente hacen las ventas con aquellos que los han reclutado para convertirse en personal de ventas.

La burbuja consiste en la compra de un activo, por lo general de bienes inmuebles o algún valor, no por la tasa de rentabilidad sobre la inversión, sino en previsión de que el activo o valor podrá ser vendido a otra persona a un precio aún más alto: el término «teoría del más tonto» se ha utilizado para sugerir que el comprador último siempre contó con encontrar a otra persona a la que podría vender las acciones o el apartamento en condominio o las tarjetas de béisbol.

El término «Manía» describe el desenfrenado patrón de compras, a menudo un aumento de los precios acompañado de un aumento en el volumen de intercambios comerciales: los individuos se muestran ansiosos de comprar antes de que los precios aumenten. El término «Burbuja» sugiere que cuando los precios dejen de aumentar, lo más

probable —casi con seguridad— es que empiecen a descender.

Las cartas en cadena y esquemas piramidales rara vez tienen consecuencias macroeconómicas, más bien involucran a segmentos aislados de la economía y suponen la redistribución de los ingresos de los recién llegados a los que llegaron primero. Las burbujas en los precios de los activos se han asociado a menudo con la euforia económica y el aumento en el gasto empresarial y doméstico, ya que el futuro parece mucho más prometedor, por lo menos hasta que revienta la burbuja.

Prácticamente todas las manías están asociadas a una expansión económica sólida, pero sólo unas pocas expansiones económicas están asociadas con una manía. Sin embargo, la asociación entre las manías y las expansiones económicas es lo suficientemente frecuente y uniforme como para merecer un estudio renovado.

Algunos economistas han cuestionado la opinión de que el uso del término burbuja sea

adecuado, ya que sugiere un comportamiento irracional que es altamente improbable o inverosímil; en lugar de eso tratan de explicar el rápido aumento de los precios inmobiliarios o precios de las acciones en términos que son consistentes con los cambios en los fundamentos económicos. Por lo tanto, para ellos, el aumento de los precios de las acciones de NASDAQ en la década de 1990 se produjo porque los inversores buscaron comprar acciones en empresas que repetirían los éxitos espectaculares de Microsoft, Intel, Cisco, Dell, y Amgen.

Las implicaciones de la política económica

La aparición de una manía o de una burbuja plantea la cuestión política de si los gobiernos deben tratar de moderar el aumento de los precios

de los activos para reducir la probabilidad o la gravedad de la posterior crisis financiera. Prácticamente en todos los países grandes se ha establecido un banco central como «prestamista de último recurso» doméstico para reducir la probabilidad de que una escasez de liquidez desemboque en una crisis de solvencia. La práctica lleva a preguntar sobre esa función para un «prestamista de última instancia» internacional, que ayudaría a los países a estabilizar el valor de sus monedas y a reducir la probabilidad de que una fuerte depreciación de la moneda debido a la escasez de liquidez, diera lugar a un gran número de quiebras.

Durante una crisis, muchas empresas que habían aparecido recientemente robustas van a la quiebra debido a que el fracaso de algunas empresas a menudo conduce a una disminución de los precios de los activos y a una desaceleración de la economía. Cuando los precios de los activos

disminuyen de forma pronunciada, la intervención del gobierno puede ser aconsejable a fin de proporcionar el bien de la estabilidad al público. Durante las crisis financieras la disminución de los precios de los activos puede ser tan grande y abrupta que los cambios en los precios se auto-justifican. Cuando los precios de activos caen bruscamente, el aumento de la demanda de liquidez puede conducir a muchas personas y empresas a la quiebra, y la venta de activos en estas circunstancias difíciles puede provocar mayores caídas en sus precios. En esos momentos, un prestamista de última instancia puede proporcionar estabilidad financiera o puede atenuar la inestabilidad financiera. El dilema es que si los inversores supieran de antemano que el apoyo gubernamental sería provechoso por las dispensaciones generosas que se darían cuando los precios de los activos cayeran drásticamente, tal vez los mercados caerían con más frecuencia

porque los inversores serían menos cautelosos al comprar bienes y valores.

El papel del prestamista de última instancia al hacer frente a un crac o pánico está lleno de ambigüedades y dilemas. Thomas Joplin comentó lo siguiente sobre el comportamiento del Banco de Inglaterra en la crisis de 1825: «Hay momentos en que las normas y los precedentes no pueden romperse, mientras que hay otros en los que no podemos adherirnos a ellos con seguridad». Romper la regla establece un precedente y una nueva regla que puede ser adherida o rota según demande la ocasión. En estas circunstancias, la intervención es más un arte que una ciencia. Las normas generales de que el Estado siempre debe intervenir o de que el Estado no debe intervenir nunca están equivocadas. Este mismo problema de la intervención volvió a aparecer con la cuestión de si el gobierno de EE. UU. debería haber rescatado a Chrysler en 1979, a la ciudad de

Nueva York en 1975 y al Banco Continental Illinois en 1984. (De hecho, Continental Illinois fracasó aunque los depositantes estuvieron cubiertos.) Del mismo modo, ¿debería el Banco de Inglaterra haber rescatado a Baring Brothers en 1995, después de que Nick Leeson, el comerciante deshonesto, hubiera agotado el capital de la empresa a través de transacciones ocultas en los contratos de opción en la sucursal de Singapur? La pregunta surge cuando un grupo de prestatarios o bancos u otras instituciones financieras incurren en pérdidas tan grandes que es probable que se vean obligados a cerrar, al menos bajo sus dueños actuales. Los Estados Unidos actuaron como prestamistas de último recurso durante la crisis financiera mexicana de fines de 1994. El Fondo Monetario Internacional actuó como prestamista de último recurso durante la crisis financiera rusa de 1998, sobre todo después de la insistencia de los gobiernos de Estados Unidos y Alemania. Ni

Estados Unidos ni el Fondo Monetario Internacional estuvieron dispuestos a actuar como prestamista de último recurso durante la crisis financiera argentina a principios de 2001. Esta lista pone de relieve que hacer frente a la crisis financiera sigue siendo un problema importante.

La conclusión de *The World in Depression, 1929-1939* fue que la depresión de 1930 fue amplia, profunda y prolongada porque no había ningún prestamista internacional de último recurso.[2] Gran Bretaña fue incapaz de actuar como prestamista, ya que estaba agotada por la Primera Guerra Mundial, obsesionada con la fijación de la libra esterlina con el oro en su paridad pre-1914, y aturdida por la recuperación económica abortada la década de 1920. Los Estados Unidos no estaban dispuestos a actuar como prestamistas internacionales de última instancia; en ese momento pocos estadounidenses habían pensado en que Estados Unidos podría

haber hecho ese papel. Este libro amplía el análisis de las responsabilidades de un prestamista internacional de último recurso (Capítulo 12).

Los aspectos monetarios de las manías y los pánicos son importantes y se examinan en detalle en varios capítulos. El punto de vista monetarista —por lo menos el punto de vista de un monetarista— es que la manía no se produciría si la tasa de crecimiento de la oferta monetaria se estabilizara o si fuera constante. Muchas de las manías están asociadas con el aumento en el crecimiento del crédito, pero algunas no lo son; una tasa de crecimiento de suministro constante de dinero tal vez podría reducir la frecuencia de las manías, pero es poco probable que los consigne a los cubos de basura de la historia. La tasa de aumento de los precios de las acciones de Estados Unidos en la segunda mitad de la década de 1920 fue excepcionalmente alta en relación con la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, y de manera

similar la tasa de aumento en los precios de las acciones de NASDAQ en la segunda mitad del decenio de 1990 era sumamente elevada en relación con el crecimiento del suministro de dinero de Estados Unidos. Algunos monetaristas distinguen entre las crisis financieras «reales» que son causadas por la contracción de la base monetaria o por dinero de alta potencia y las «pseudo» crisis, que no lo son. Las crisis financieras en las que la base monetaria cambia temprano o tarde en el proceso deben ser diferenciadas de aquellas en las que la oferta de dinero no aumenta significativamente.

Las primeras manías que se discutieron en la primera edición de este libro fueron la burbuja de la compañía South Sea y la de Mississippi en 1719 y 1920. Las primeras manías analizadas en esta edición son el *Kipper und Wipperzeit*, una crisis monetaria (1619-1622) que tuvo lugar en el estallido de la Guerra de los Treinta Años, y la

muy discutida «Tulipomanía» de 1636-37. La teoría de que el comercio de los bulbos de tulipán en la República Holandesa constituyó una burbuja tuvo un amplio reconocimiento, incluso en aquel mismo momento, de que los especímenes exóticos de los tulipanes son difíciles de criar, pero que una vez criados se propagan fácilmente —y que, por lo tanto, al final sus precios disminuirían drásticamente.[3]

El tratamiento precoz e histórico se centra en las experiencias europeas. La crisis más reciente que se trata en esta edición se centra en los mercados inmobiliarios de los Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, España e Islandia. El hecho de que me concentre en las crisis financieras en Gran Bretaña en el siglo XIX refleja tanto la importancia crucial de Londres en los acuerdos financieros internacionales como los abundantes escritos de los analistas contemporáneos. Por el contrario, Ámsterdam fue el poder financiero

dominante durante gran parte del siglo XVIII, pero doy poca importancia a los acontecimientos sucedidos allí debido a las dificultades con las que me he encontrado a la hora de acceder a la documentación holandesa.

Las oleadas de burbujas de crédito y las crisis desde mediados de 1970 sugieren que estos acontecimientos en los mercados eran mucho más globales que en el pasado. La mayoría de los países que han experimentado burbujas de crédito, también han recibido una afluencia de dinero. Debido a que pocas monedas están vinculadas, las entradas han llevado a una apreciación de sus monedas y —ya que el dinero tiene que ir a alguna parte— a los aumentos de precios de los activos. Cada uno de estos países ha experimentado un auge económico —«los tiempos no podían ser mejores»—. Tal vez debido a que las monedas se han apreciado, las presiones al alza sobre los precios de los bienes y servicios han sido menores

de lo que hubieran sido si las monedas hubieran estado vinculadas. Aun así, los bancos centrales de muchos países aumentaron los tipos de interés, cosa que tuvo un impacto: atrajeron más dinero desde el extranjero.

Una característica única de estos acontecimientos monetarios es que los vínculos entre los mercados globales significan que es más probable que el dinero se desplace al extranjero por un menor diferencial en los rendimientos previstos. La novedad es que hay una mayor cantidad de fondos líquidos denominados en el dólar estadounidense que los inversores pueden aprovechar cuando quieren comprar bienes y valores en los países cuyas perspectivas financieras y económicas de repente se ven mucho más halagüeñas.

La historia capítulo a capítulo

En el capítulo 2 se presenta un modelo estilizado de especulación, de expansión del crédito, de problemas financieros, y de una crisis que acaba en crac. El modelo sigue las ideas de los primeros clásicos del «overtrading» —comercializar más de lo que se puede— seguido de «rechazo» y «descrédito» —términos desfasados utilizados por las primeras generaciones de economistas como Adam Smith, John Stuart Mill, Knut Wicksell e Irving Fisher—. Estos conceptos fueron desarrollados por Hyman Minsky, quien argumentó que el sistema financiero en una economía de mercado es inestable, frágil y propenso a las crisis. El modelo de Minsky tiene un gran poder explicativo de las crisis anteriores en los Estados Unidos y en Europa Occidental, de las burbujas de precios de los activos en Japón en la segunda mitad de la década de 1980, y, de las burbujas en el sector inmobiliario en los Estados

Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, España e Islandia entre 2002 y 2007.

El tema del capítulo 3 es la fase de manía de la expansión económica. La cuestión central es si los mercados son siempre racionales, o si la especulación puede ser desestabilizadora —si los inversores en bienes raíces hacen estimaciones de los precios previstos en base a los recientes aumentos en los precios de estos activos, o si sus previsiones de precios se basan en su capacidad de generar beneficios—. La naturaleza de la crisis externa, exógena, que provoca la manía, es examinada en diferentes contextos históricos, incluyendo el inicio y el final de una guerra, una serie de buenas cosechas y una serie de malas cosechas, la apertura de nuevos mercados y nuevas fuentes de suministro, y el desarrollo de distintas innovaciones: el ferrocarril, la electricidad y el correo electrónico. Una forma muy reciente de desplazamiento, que perturba el sistema, ha sido la

liberalización o la desregulación financiera en Japón, en los países nórdicos, en algunos de los países asiáticos, en México, Rusia e Islandia. La desregulación ha llevado a la expansión monetaria, al endeudamiento externo y a la inversión especulativa.[4]

Los inversores han especulado con materias primas, tierras agrícolas, terrenos de desarrollo urbano, ferrocarriles, bancos nuevos, casas de descuento, acciones, bonos (tanto extranjeros como nacionales), valores con «glamour», conglomerados, condominios, centros comerciales y edificios de oficinas. Los excesos moderados se queman sin dañar la economía, aunque los inversores individuales sí sufren grandes pérdidas. Una de las interrogantes es si la euforia de la recuperación económica pone en peligro la estabilidad financiera únicamente si envuelve a, por lo menos, dos o más objetos de especulación, una mala cosecha, por ejemplo, junto con la manía

del ferrocarril o una orgía de especulación de la tierra, o una burbuja en el sector inmobiliario y en las existencias al mismo tiempo.

Tanto las dimensiones monetarias de las manías y como las de los pánicos se analizan en el capítulo 4. También se incluyen las ocasiones en que un auge o un pánico se han activado debido a algún evento monetario: una reacuñación monetaria, el descubrimiento de metales preciosos, un cambio en la relación de los precios del oro y la plata en el bimetalismo, un éxito inesperado de alguna flotación de una acción o de un bono, una fuerte reducción de los tipos de interés, como resultado de una masiva conversión de la deuda, o una rápida expansión de la base monetaria. Las innovaciones en las finanzas, como en los procesos productivos, pueden sorprender al sistema y dar lugar a una sobreinversión en algunos tipos de servicios.[5] Los sectores financieros se expandieron rápidamente en los

Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda e Islandia durante los auges inmobiliarios debido al rápido incremento de hipotecas y valores relacionados con hipotecas. Un fuerte aumento en los tipos de interés podría inducir a algunos inversores a retirar dinero de los bancos e instituciones de ahorro, que a su vez son exprimidos porque los precios de sus valores a largo plazo disminuyen cuando necesitan hacer recortes.

En esta edición se hace hincapié en los problemas asociados con la gestión del mecanismo monetario para evitar las manías y las burbujas. La mayoría de las burbujas, y especialmente aquellas que se dieron a partir de los años setenta, han sido consecuencia del rápido aumento del crédito disponible a un determinado grupo de prestatarios, a menudo los compradores de bienes raíces. El control monetario de los bancos centrales limita el crecimiento del dinero y del crédito. El dinero es un bien público, pero los arreglos monetarios a

menudo han sido explotados por particulares. La banca, por otra parte, es difícil de regular debido a las nuevas instituciones que se desarrollan para eludir la normativa. Muchos monetaristas insisten en que muchas, quizá la mayoría, de las dificultades cíclicas del pasado son el resultado de la mala gestión del mecanismo monetario. Estos errores eran frecuentes y graves. El argumento presentado en el capítulo 4, sin embargo, es que aun cuando la oferta monetaria se ajustó a las exigencias de una economía, el mecanismo monetario no se mantuvo estable mucho tiempo. Cuando el gobierno produce una cantidad de dinero (bien público), el público puede proceder a producir muchos sustitutos cercanos para el dinero, al igual que los abogados encuentran nuevos vacíos legales en las leyes fiscales casi con la misma rapidez en que los viejos vacíos se van cerrando. La evolución del dinero de monedas a billetes de banco, a letras de cambio, a depósitos

bancarios y las finanzas de papel es un claro ejemplo. La «Currency School» —una escuela de pensamiento económico— puede haber tenido razón sobre la necesidad de tener una oferta de dinero fija, pero se equivocó al creer que la oferta de dinero podría ser fijada para siempre.

Los aspectos internos de la crisis se revisan en el capítulo 5. Una de las preguntas es si las manías pueden ser detenidas por las advertencias oficiales, a través de la persuasión moral. La evidencia sugiere que no, o al menos que muchas de las crisis se produjeron después de las advertencias que estaban destinadas a atajarlas. Una observación que se tuvo mucho en cuenta fue la de Alan Greenspan, presidente de la Junta de la Reserva Federal, que declaró el 6 de diciembre de 1996, que pensaba que el mercado de valores de Estados Unidos era «irracionalmente exuberante». El promedio industrial Dow Jones se encontraba en 6.600; posteriormente, el Dow Jones alcanzó un

máximo de 11.700. El NASDAQ se encontraba en 1300 en el momento de la observación de Greenspan y alcanzó un máximo de más de 5.000 cuatro años después. Una advertencia similar se había publicado en febrero de 1929 por Paul M. Warburg, un banquero privado que fue uno de los padres de la Reserva Federal, sin disminuir la velocidad del alza del mercado de valores. Se discute la naturaleza del evento que a la larga produce un punto de inflexión: la revelación o rumor de alguna quiebra, desfalco o área con problemas, o un fuerte aumento en la tasa de descuento del banco central para detener la hemorragia de dinero en efectivo en circulación en el país o en el extranjero. Y luego está la interacción de los precios en descenso —el crac— y su impacto en la liquidez del sistema.

Los impactos de la manía en el gasto interno y la euforia resultante se analizan en el capítulo 6. Las burbujas llevan a gastos extravagantes.

Malasia, Dubai, y algunos otros lugares, han construido los edificios más altos del mundo — para demostrar que podían darse el lujo de hacerlo y pagarlo—. Los japoneses importaron el arte francés en la década de 1980 —debido a que otros japoneses estaban importando arte francés—. El dinero parece «libre» como si las leyes fundamentales de la economía ya no se aplicaran. Pero las observaciones de los gastos extravagantes pueden dar lugar a preguntas de si existe una burbuja subyacente.

La implosión de una burbuja siempre conduce al descubrimiento de los fraudes y estafas que se desarrollaron en el punto álgido de la manía; estos eventos se revisan en el capítulo 7. El fraude y la corrupción se basan en informaciones erróneas — tanto falsificación como tergiversación—; y algunos fraudes también implican el robo de información privada antes de que se haga pública. Algunos de los fraudes son personales, otros

empresariales. Bernie Madoff manejó uno de los mayores esquemas de Ponzi que jamás se hubieran hecho, los inversionistas perdieron más de 20.000 millones de dólares. Los propietarios de algunos conglomerados de negocios en Islandia habían «capturado» el control de los bancos y después habían pedido préstamos a los bancos para incrementar su consumo y sus inversiones. La combinación de las instituciones de ahorro quebradas y el rápido crecimiento de los bonos basura, en la década de 1980 costó a los contribuyentes estadounidenses más de 100 millones de dólares; algunas de estas cajas de ahorro habían sido adquiridas por las personas que dependían de los bonos basura para su financiación. Enron, MCI WorldCom, Tyco, Dynegy, y Adelphia constituían una galería de villanos de la década de 1990. Muchas de las grandes familias de fondos mutuos de Estados Unidos fueron expuestas debido a que

proporcionan un trato de favor a los fondos de inversión libre. Los cracs y pánicos a menudo se precipitan por la revelación de algún abuso de autoridad, infracción o malversación (la corrupción de funcionarios) que se produjo durante la manía. Una de las conclusiones es que las estafas son una respuesta a las ansias de riqueza (o pura codicia) estimulada por el auge; la gente quiere mantenerse a la altura de sus vecinos y algunos de ellos incurren en comportamientos fraudulentos con el fin de hacerlo. Como el sistema monetario llega a su límite, las instituciones pierden liquidez y, como parece que las estafas están a punto de ser reveladas, la tentación de tomar el dinero y correr se vuelve irresistible.

El tema del capítulo 8 es la propagación internacional de las manías y las crisis desde el siglo XVII hasta la primera mitad del siglo XX; dos, tres, cuatro, o más países experimentaron síntomas

de burbuja similares al mismo tiempo. Hay dos posturas antagónicas. Una de ellas implica la metáfora del sol y la luna, en la que la manía se inicia en un país, que generalmente suele ser grande, y luego se «refleja» sobre sus vecinos más pequeños o sus socios comerciales. La otra alternativa plantea que estos países están sujetos al mismo impacto o innovación. Hay muchos posibles vínculos entre los países, incluido el comercio, el arbitraje de valores, los flujos de capital, los cambios en las reservas de los bancos centrales de oro u otros activos de reserva internacionales, y el contagio directo de los especuladores de la euforia o el pesimismo. Algunas burbujas son nacionales, otras globales. Algunas crisis son nacionales, otras internacionales. ¿En qué consiste la diferencia? Por ejemplo, ¿el pánico de 1907 en Nueva York precipitó el colapso de la Società Italiana Bancaria a través de la presión sobre París, que

fue transmitida a Turín por los retiros de depósitos bancarios? Hay una ambigüedad fundamental —la restricción monetaria en un centro financiero determinado puede servir tanto para atraer fondos como para repelerlos, dependiendo de las expectativas que genere un aumento de los tipos de interés—. Con expectativas inelásticas (sin temor a una crisis o a la depreciación de la moneda) un aumento en el tipo de descuento atrae fondos del exterior y ayuda a suministrar el efectivo necesario para mejorar la liquidez; en el caso de expectativas elásticas de cambio (de caída de los precios, quiebras, o depreciación de la moneda) un aumento en el tipo de descuento puede sugerir la necesidad de sacar más fondos en lugar de atraerlos. Por lo general, el dilema es normal en la vida económica: un aumento en el precio de un producto puede llevar a los consumidores a aplazar las compras en previsión de una caída de precios, o bien acelerar las compras antes de que

los precios aumenten aún más. Y aun cuando las expectativas son inelásticas, y el aumento del tipo de descuento del banco central desencadene las reacciones correctas, los retrasos en las respuestas pueden ser tan prolongados que la crisis comience antes de que llegue el Cuerpo de Marines.

Un desencadenante que lleva a la crisis financiera complejo, pero no inusual, es un frenazo a la concesión de préstamos extranjeros, quizás a causa de un auge interno; de ahí que el auge en Alemania y Austria en 1873 condujera a una disminución en los flujos de dinero y contribuyera a las dificultades de Jay Cooke en los Estados Unidos. Algo similar ocurrió con la crisis de Baring en 1890, cuando los problemas de Argentina llevaron a un descenso repentino de los flujos de dinero a Sudáfrica, Australia, Estados Unidos y otros países de América Latina. El auge del mercado de valores de Nueva York en la década de 1920 llevó a los estadounidenses a

comprar menos de las nuevas emisiones de bonos de Alemania y varios países de América Latina, cosa que, en consecuencia, sumió a estos países en la depresión. Es probable que un cese de operaciones de comercio exterior precipite la depresión en el extranjero y puede, a su vez, repercutir sobre el país que desencadenó el proceso.[6]

En el capítulo 9 la discusión se centra en las cuatro oleadas de burbujas de crédito desde mediados de 1970, y las relaciones entre las oleadas sucesivas. La probabilidad de que estas cuatro oleadas sean independientes y no tengan relación parece ser baja.

La primera de estas oleadas implicó el aumento de los préstamos bancarios a los gobiernos y las empresas de propiedad estatal en los países en desarrollo más grandes en la década de 1970, y la segunda burbuja fue en Tokio en la segunda mitad de la década de 1980; ¿hubo una

conexión entre la crisis de la deuda del país en desarrollo y la burbuja en Japón? La tercera oleada fue en Tailandia, Malasia, Indonesia, Rusia y otros países en desarrollo en la década de 1990, mientras que la cuarta oleada se produjo en los mercados inmobiliarios de los Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, Islandia, y España diez años después. La crisis de la deuda de los gobiernos de Grecia y otros países del Mediterráneo puede ser una continuación de la cuarta oleada. Las burbujas de activos no se producirían sin el rápido crecimiento del crédito, ya sea en el conjunto general o para determinados grupos de prestatarios. El tema de este capítulo es que sí existió una relación sistemática entre estas oleadas, o por lo menos entre la primera y la segunda, y la segunda y la tercera. La burbuja de crédito que se centró en México y otros países en desarrollo fue *sui generis*. Cuando la burbuja de los préstamos bancarios a los países en desarrollo

implosionó en 1982, las monedas de estos países sufrieron una fuerte depreciación —pero el Banco de Japón resistió la presión hacia la apreciación del yen en la segunda mitad de la década de 1980, lo que llevó a un rápido aumento de la oferta monetaria en Japón—. Cuando la burbuja en Japón estalló a principios de la década de 1990, el yen se apreció y las empresas japonesas aumentaron rápidamente sus inversiones en instalaciones productivas en el sudeste asiático. Las monedas de estos países fueron apreciadas, y los precios inmobiliarios ascendieron. Cuando la burbuja de los precios de las acciones y los precios de bienes raíces en Bangkok y en las capitales asiáticas implosionó en 1997 y 1998, hubo un aumento en el flujo de dinero a Nueva York, al pagar los prestatarios de Asia sus préstamos externos; las monedas asiáticas sufrieron una fuerte depreciación.

Condenas de prisión y sanciones financieras

Enron fue el ejemplo modelo del auge de 1990; la empresa había pasado de ser dueña de gasoductos de gas natural regulados a ser una firma financiera que comercializaba con gas natural, petróleo, electricidad, y banda ancha, además de ser propietaria de sistemas de agua y de un sistema de generación de energía eléctrica. Los altos ejecutivos de Enron sentían la necesidad de mostrar un crecimiento continuo en los beneficios para mantener alta la cotización de las acciones, y a finales de 1990 comenzaron a utilizar medios fuera del estado de situación patrimonial para obtener el capital para hacer crecer la empresa; también pusieron precios excepcionalmente altos en algunas de sus posiciones bursátiles a largo plazo para poder informar de que sus beneficios de explotación iban en aumento. El colapso de Enron llevó al fracaso de Arthur Andersen, que anteriormente había sido la empresa mundial de contabilidad más apreciada.

MCI WorldCom fue una de las empresas de telecomunicaciones de más rápido crecimiento. Una vez más la necesidad de mostrar los continuos aumentos en los beneficios, llevó a los directivos a afirmar que varios miles de millones de dólares de

gastos debían ser considerados como inversiones. Jack Grubman había sido uno de los sabios en Salomon Smith Barney (una unidad del Grupo Citibank); continuamente promovió las acciones de MCI WorldCom. Henry Blodgett era un analista de seguridad de Merrill Lynch que, de manera privada, escribía mordaces e-mails acerca de las perspectivas económicas de algunas de las firmas que, al mismo tiempo, promovía a los inversionistas; Merrill Lynch pagó 100 millones de dólares para que la historia no apareciera en las portadas de la prensa. Diez firmas de banca de inversión pagaron 1.400 millones de dólares para evitar juicios. El presidente y director ejecutivo de la Bolsa de Nueva York renunció poco después de que saliera a la luz que tenía un paquete de compensación de más de 150 millones de dólares; la Bolsa de Nueva York sirvió a la vez de tienda para comprar y vender acciones y de regulador, y los gerentes de algunas de las empresas que estaban siendo reguladas sirvieron como directores de la bolsa y participaron en la toma de decisiones sobre los paquetes de compensación. A continuación, se dio a conocer que una serie de grandes fondos de inversión estadounidenses habían permitido que las empresas comerciaran con información que carecía de valor.

Un número mayor de personas ya ha ido a la cárcel después de estos eventos que después de cualquier otra crisis anterior, y algunos aún están en espera de juicio. Seis directivos de Enron ya han sido encarcelados. Uno de los socios de Arthur Andersen, que trabajó en la cuenta de Enron, fue a la cárcel. Dos de los responsables financieros de MCI WorldCom han ido a la cárcel. Como muestra del alcance de esta crisis, Martha Stewart, la celebridad de la televisión, famosa por su negocio de estilo (y ex corredora de bolsa) fue acusada por una transacción de acciones y declarada culpable de obstrucción a la justicia y encarcelada durante cinco meses.

La gestión de la crisis nacional es revisada en los capítulos 10 y 11. En el primero de estos dos capítulos se examina la gama de respuestas nacionales a la crisis; en un extremo, el gobierno puede tomar una posición de no intervención, en el otro hay una serie de medidas diversas. Aquellos que creen que el mercado es racional a menudo prefieren el enfoque de no intervención; hay un

fórmula que dice que es saludable que la economía pase por el fuego purgante de la deflación y la bancarrota para deshacerse de los errores y excesos del auge. Entre las diversas estrategias están las vacaciones, los días festivos, los días festivos nacionales, la emisión de *scrip* —sustituto de divisa que no es de curso legal y a veces se utiliza como un tipo de crédito—, las garantías sobre los pasivos, la emisión de deuda pública, el seguro de garantía de depósitos y la formación de instituciones especializadas como la Reconstruction Finance Corporation en Estados Unidos en 1932 y el Istituto per Ricostruzione Industriale (IRI) en Italia en 1933. Las publicaciones italianas denominan a este proceso el «salvamento» de los bancos y las empresas; en 1974-75 los británicos se refirieron al salvamento de los *fringe banks* o *bancos marginales* como una operación «bote salvavidas».

Las cuestiones relacionadas con prestamistas

de último recurso son el foco del capítulo 11 (esencialmente si debe haber un prestamista, quién debe ser este prestamista y cómo debe operar). Un tema clave es el «riesgo moral» —si los inversores están seguros de que serán «rescatados» por un prestamista de última instancia, su autonomía se puede debilitar—. Pero por otro lado, la prioridad puede ser la de detener el pánico, para «salvar el sistema hoy» a pesar de los efectos adversos sobre los incentivos de los inversores. Si hay un prestamista de última instancia, sin embargo, ¿a quién debería salvar? ¿A los *insiders*? ¿A los *outsiders*? ¿Sólo a las empresas solventes aunque carezcan de liquidez? La distinción entre empresas solventes e insolventes depende del alcance y la duración del pánico. Éstas son cuestiones políticas, y se plantean sobre todo cuando se hace necesario legislar a fin de aumentar el capital de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) o la

Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC) cuando uno o el otro se queda sin fondos para rescatar a los bancos de la quiebra. El problema fue especialmente grave en la década de 1990 en Japón, donde el colapso de la burbuja bursátil Nikkei en 1990 descubrió todo tipo de malos préstamos inmobiliarios de los bancos, cooperativas de crédito y otras firmas financieras, cargando al gobierno con la responsabilidad de decidir cuánta carga debían poner sobre el contribuyente. Si los contribuyentes no se lo cargaban, los dueños de bonos y acciones incurrirían en pérdidas muy grandes debido a que los precios de estos títulos se reducirían aún más. En este contexto fue especialmente preocupante el estado catatónico del gobierno en Japón en la década de 1990 —lento para decidir cómo enfrentar la crisis y aún más para actuar.

El tema central del capítulo 12 es el papel de un prestamista de última instancia a nivel

internacional a la hora de promover la estabilidad monetaria mundial. El problema es que no hay ningún gobierno o agencia del gobierno que se responsabilice legalmente de la prestación de este bien público. El apoyo del gobierno de EE. UU. a México, por primera vez en 1982 y de nuevo en 1994, fue justificado porque los países del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) debían permanecer unidos y que la asistencia a México amortiguaría o neutralizaría el efecto de contagio y prevendría el colapso de los préstamos a Brasil y Argentina y otros países en desarrollo. La fuerte depreciación del baht tailandés a comienzos del verano de 1997, desencadenó las crisis en los países asiáticos cercanos, como Indonesia, Malasia y Corea del Sur, así como en Singapur, Hong Kong y Taiwán.

El objetivo del capítulo 13 —un capítulo nuevo de la sexta edición— es la gravedad de la crisis crediticia que comenzó en septiembre de

2008 —después de que el gobierno de los Estados Unidos decidiera no prestar la asistencia financiera que habría permitido a Lehman Brothers seguir siendo una empresa viable—. En febrero, el Tesoro de los Estados Unidos y la Reserva Federal le hicieron un arreglo a JP Morgan Chase, acordando que Morgan podría poner hasta 29.000 millones de «valores tóxicos» con la Reserva Federal. Los accionistas de Bear Stearns, recibieron 10 dólares por acción —muchos de los accionistas eran empleados de Bear y el precio fue visto como una prima de retención. Durante la primera semana de septiembre, Fannie Mae y Freddie Mac, los prestamistas de Estados Unidos financiados por el gobierno, que representaban más del 50 % del riesgo de crédito sobre hipotecas de viviendas, fueron asumidas por el Tesoro de Estados Unidos: ambas instituciones estaban en la bancarrota y los dueños de sus acciones comunes y sus acciones preferenciales

perdieron casi todo su dinero. Parecía como si el gobierno de Estados Unidos había, en efecto, adoptado una política «demasiado grande para caer»: estas instituciones seguirían en funcionamiento, aunque habría un cambio dramático en la propiedad. Al comienzo de la crisis, los mercados consideraron la posibilidad de no «salvar a Lehman Brothers», como un cambio importante en la política, pero un día después de que Lehman cerrara sus puertas, hubo una caída en las acciones de AIG, por aquel entonces la compañía de seguros más grande del mundo, y la política de «demasiado grande para caer» fue resucitada. Sin embargo, a los inversionistas les entró el pánico, como lo demuestra el fuerte incremento de los diferenciales de los activos más riesgosos.

El último capítulo trata de responder a dos preguntas: la primera es por qué ha habido tantas crisis económicas en la economía financiera

internacional en los últimos treinta años, y la segunda es si un prestamista internacional de último recurso hubiera hecho alguna diferencia. El Fondo Monetario Internacional se creó en la década de 1940 para actuar como prestamista internacional de último recurso y para llenar un vacío institucional; la teoría era que las crisis financieras en los años 1920 y 1930 habrían sido menos graves si hubiera habido un prestamista internacional de último recurso. El gran número de crisis en los últimos treinta años lleva a la pregunta de si la presencia del FMI como proveedor de monedas nacionales de los países con crisis financieras fomentó las políticas financieras nacionales de derroche. Los acuerdos financieros necesitan un prestamista de última instancia para evitar la escalada de los pánicos que están asociados con los cracs en los precios de los activos. Pero un compromiso con la opinión de que se necesita un prestamista debe ser

diferenciado de la opinión de que los prestatarios individuales serán «rescatados» si se pasan del límite. Por ejemplo, la incertidumbre acerca de si la ciudad de Nueva York sería rescatada, y por quién, puede haber sido la política apropiada a largo plazo, siempre y cuando existiera la duda hasta el último momento de si la ayuda sería o no proporcionada. Éste es un buen truco: siempre ir al rescate, con el fin de evitar la deflación innecesaria, pero siempre con la incerteza de si el rescate llegará a tiempo o si llegará en absoluto, con el fin de inculcar precaución en otros especuladores, bancos, ciudades o países. La implosión económica provocada por la quiebra de Lehman Brothers podría haberse evitado tanto si la empresa hubiera sido adquirida por otra empresa privada como por ejemplo Bear Stearns, o si el gobierno se hubiera hecho cargo de la propiedad de la empresa. En el *Cándido* de Voltaire, le cortan la cabeza a un general «para animar a los

demás». Puede que un juego de manos sea necesario para «animar» a los demás (naturalmente, sin cortar cabezas) a participar en las actividades de prestamista de último recurso, porque la alternativa es probable que tenga consecuencias muy costosas para el sistema económico.

¿Es la cuarta oleada de burbujas de precios de los activos desde mediados de 1970 la última de esta serie? O, en lugar de eso, ¿es probable que la crisis que siguió al colapso de los precios inmobiliarios y las medidas adoptadas para amortiguar las dificultades asociadas con el fracaso de muchos bancos en varios países haya sentado las bases para una quinta oleada? Un epílogo resume algunas de las propuestas de reforma del sistema financiero de Estados Unidos y plantea la pregunta de si la burbuja y la crisis de 2002-08 habrían sido muy diferentes si la legislación adoptada en 2010 hubiera sido

adoptada en el año 2000.

ANATOMÍA DE UNA CRISIS TÍPICA

Historia versus economía

Para los historiadores cada caso es único. Sin embargo, los economistas buscan patrones en los datos y relaciones sistemáticas entre un evento y sus antecedentes. La historia es particular, la economía, general. El ciclo económico es una característica estándar de las economías de mercado; los aumentos en el gasto de inversión conducirán a aumentos en los ingresos del hogar y

al crecimiento del PIB. La macroeconomía se centra en las explicaciones de las variaciones cíclicas en el crecimiento del PIB con respecto a su tendencia a largo plazo.

En este capítulo se presenta un modelo económico de crisis financiera general, y las diversas fases de las manías especulativas que llevan a la crisis se ilustran en los capítulos siguientes. Este modelo de crisis abarca el auge y la depresión posterior y se centra en la naturaleza episódica de la manía y los acontecimientos posteriores. Este modelo difiere de los que se centran en las variaciones y la periodicidad de las expansiones y contracciones económicas, incluyendo el ciclo de inventarios Kitchin de treinta y nueve meses, el ciclo de Juglar de inversión en instalaciones y equipamiento que tiene una periodicidad de siete u ocho años, y el ciclo de Kuznets, de veinte años, que pone de relieve el auge y caída en la construcción de

viviendas.[1] En los dos primeros tercios del siglo XIX, las crisis se produjeron de manera regular a intervalos de diez años (1816, 1826, 1837, 1847, 1857, 1866), a partir de entonces con menos regularidad (1873, 1907, 1921, 1929).

El modelo

El modelo desarrollado por Hyman Minsky ayuda a explicar las crisis financieras en los Estados Unidos, Gran Bretaña y otras economías de mercado. Minsky destacó que los cambios en la oferta de crédito eran pro-cíclicos y que aumentaban cuando la economía estaba en auge y disminuían durante la desaceleración. Durante las expansiones los inversores se volvían más optimistas y revisaban al alza sus estimaciones de la rentabilidad de una amplia gama de inversiones

y se mostraban más dispuestos a pedir préstamos. Al mismo tiempo, tanto las evaluaciones de los riesgos de las inversiones individuales de los prestamistas como su aversión al riesgo se redujeron y se mostraron más dispuestos a hacer préstamos, incluyendo algunas de las inversiones que anteriormente les habían parecido demasiado arriesgadas.

Cuando la economía se desaceleró, los inversores se volvieron menos optimistas y más prudentes. Los prestamistas también se volvieron más prudentes, ya que sus pérdidas crediticias aumentaron, sobre todo si las pérdidas llevaban a la disminución de su capital.

Minsky creía que los aumentos en la oferta de crédito en tiempos de bonanza económica y la subsiguiente disminución de la oferta, llevaban a la fragilidad de los arreglos financieros y aumentaban la probabilidad de que hubiera una crisis. Su modelo se incluye en la tradición de los

economistas clásicos, junto a John Stuart Mill, Alfred Marshall, Knut Wicksell e Irving Fisher, quien se centró en la variabilidad de la oferta de crédito. Minsky siguió a Fisher y concedió gran importancia al comportamiento de los prestatarios altamente endeudados, en particular los que aumentaron su endeudamiento para comprar bienes raíces o acciones o materias primas en busca de ganancias de capital a corto plazo. Su móvil eran los beneficios que sacarían del aumento en los precios de estos activos, ya que anticipaban que serían muy superiores al pago de los intereses sobre el dinero prestado. Cuando la economía se desaceleró, muchos de estos prestatarios empezaron a vender de manera desesperada, puesto que los precios de estos valores caerían.

Minsky sugirió que los eventos que dan lugar a una crisis empiezan con un «desplazamiento» o innovación, algún impacto exógeno que sacude al sistema macroeconómico.[2] Si el impacto es lo

suficientemente grande y generalizado, el panorama económico y las oportunidades de ganancias anticipadas mejorarían en, al menos, un sector importante de la economía. Tanto las empresas como los individuos pedirían préstamos para aprovechar el aumento de los beneficios previstos en este sector. El crecimiento económico se aceleraría y, a su vez, podría haber una reacción que llevase a un optimismo aún mayor. Es como en «*Japan as Number One*» o el «*East Asian Miracle*» o «*The New American Economy*» o «*The Geysers Tiger*»: se trata de un optimismo mucho más profundo hacia la economía. Las palabras difieren de un país a otro, pero la melodía es la misma.

El impacto varía de un auge especulativo a otro. La crisis en los Estados Unidos en la década de 1920 fue causada por la rápida expansión de la producción de automóviles y el desarrollo de carreteras, junto con la electrificación de gran

parte del país y el gran aumento de hogares con teléfono. Las crisis en Japón en la década de 1980 fueron causadas por aumentos rápidos en las entregas de dinero y del crédito y la liberalización financiera que permitieron a los bancos a aumentar sus préstamos inmobiliarios a un ritmo rápido. La crisis en los países nórdicos en la década de 1980 fue causada por la liberalización financiera, que permitió a los bancos locales endeudarse en el mercado extraterritorial. Uno de los impactos que precedió a la crisis financiera asiática fue el descubrimiento de «valores de renta variable de mercados emergentes como una nueva clase de activos» que condujo a un fuerte aumento en las compras de estos valores por parte de los fondos mutuos y los fondos de pensiones con sede en los Estados Unidos, Gran Bretaña y otros países industrializados. La crisis en los Estados Unidos en la década de 1990 fue producida por la revolución en la tecnología de la información y las

fuerzas caídas en los costos de comunicación. La crisis en el mercado inmobiliario de EE. UU. en el 2002 fue la titulización, donde se crearon paquetes hipotecarios con atributos similares, que proporcionaron la base para la emisión de obligaciones hipotecarias garantizadas (OCM) y obligaciones de deudas colateralizadas (ODC); la cantidad de dinero disponible para las compras de los hogares aumentó de forma pronunciada. La crisis en Islandia a partir de 2000 fue producida por la privatización de los bancos. A veces, la crisis ha sido causada por el estallido de la guerra o el final de una guerra, una buena cosecha o una mala cosecha, la adopción generalizada de una invención con efectos dominantes: los canales, los ferrocarriles. Los cambios de la política monetaria no anticipados, como la del otoño de 1979, también han dado lugar a grandes impactos.

Si la crisis es lo suficientemente grande y generalizada, las oportunidades de obtener

beneficios anticipados mejoran en al menos un sector importante de la economía: la participación en los beneficios de los aumentos del PIB. En la década de 1980, las ganancias de las empresas estadounidenses suponían un 3 % del PIB, hacia el final de la década de 1990 esta proporción había aumentado al 10 %. El aumento significativo de los precios de las acciones asociadas con el auge de las empresas «punto.com» a finales de la década de 1990, en parte se debió al aumento mucho más rápido de los beneficios empresariales del PIB.

En el modelo de Minsky, el auge se nutre de la expansión del crédito bancario. En los siglos XVII y XVIII (anteriores a la banca) el crédito personal o el financiamiento por parte del vendedor impulsó auges especulativos. Una vez que los bancos se hubieron desarrollado se amplió la oferta de crédito; en las primeras décadas del siglo XIX, los bancos aumentaron los suministros de crédito mediante la emisión de más billetes y,

posteriormente, se aumentó la oferta aumentando los saldos en los depósitos de los prestatarios. Además, se crearon los nuevos bancos y sus esfuerzos para aumentar la cuota de mercado condujeron a un rápido crecimiento del crédito debido a que los bancos establecidos, por lo general, se mostraron reacios a aceptar una disminución de la cuota de mercado. En la década de 1970, los bancos europeos comenzaron a meterse en el terreno de los bancos de Estados Unidos, concediendo préstamos a los gobiernos de América Latina.

Una cuestión importante de la política se centra en el control de los créditos de los bancos y de otros proveedores de crédito. A menudo, las autoridades de un país han aplicado estrictos controles que limitan la capacidad de los bancos para hacer ciertos tipos de préstamos. Entonces los bancos crearon filiales que podían hacer estos préstamos, o eran sus compañías holding quienes

hacían estos préstamos. Incluso si los créditos de las instituciones financieras estaban controlados, el aumento de la oferta de fuentes no bancarias podía llevar a un auge.

Supongamos que hay un incremento en la demanda de productos y servicios. A la larga, el aumento en la demanda ejerce presión sobre la capacidad productiva, los precios aumentan y el aumento más rápido en los beneficios produce una mayor atracción tanto de inversionistas como de empresas. La retroalimentación positiva se desarrolla cuando el aumento en la inversión conduce a aumentos en la tasa de crecimiento, que a su vez inducen a la inversión adicional.

Minsky señaló que en esta etapa podría darse un estado de «euforia». Los inversores compran bienes y valores para beneficiarse de las ganancias de capital asociadas a los aumentos previstos de los precios. Las autoridades reconocen que está ocurriendo algo excepcional y

aunque son conscientes de las manías anteriores, «esta vez es diferente», y tienen un amplio abanico de explicaciones para justificar esa diferencia. El presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Alan Greenspan, descubrió un aumento en la productividad de Estados Unidos en 1997, aproximadamente un año después de empezar a preocuparse de la posibilidad de que los precios de las acciones de Estados Unidos podrían ser demasiado altos; el aumento de la productividad significaba que los beneficios aumentarían a un ritmo más rápido, y el precio más alto de las acciones en relación con las ganancias corporativas podía acabar siendo razonable.

La taxonomía empresarial en tres partes de Minsky

Minsky distingue entre las finanzas de cobertura, las finanzas especulativas, y las finanzas Ponzi — basándose en la relación entre los beneficios de

explotación de varias firmas y sus pagos de servicio de la deuda—. Una empresa se encuentra en el grupo financiero de cobertura si sus beneficios de explotación previstos son más que suficientes para pagar tanto el interés como la reducción prevista en su endeudamiento. Una empresa está en el grupo financiero especulativo, si sus beneficios de explotación previstos son suficientes para pagar los intereses de su deuda; sin embargo, la empresa debe utilizar dinero en efectivo de los nuevos préstamos para pagar parte o la totalidad de los importes adeudados por los préstamos próximos a su vencimiento. Una empresa se encuentra en el grupo de Ponzi, si sus beneficios de explotación previstos son más que suficientes para pagar tanto el interés como la reducción prevista en su endeudamiento. Una empresa está en el grupo financiero especulativo si sus beneficios de explotación previstos son suficientes para pagar los intereses de su deuda; sin embargo, la empresa debe utilizar dinero en efectivo de los nuevos préstamos para pagar parte o la totalidad de los importes adeudados por los préstamos próximos a su vencimiento. Una empresa se encuentra en el grupo de Ponzi si sus beneficios de explotación previstos son menores que la cantidad necesaria para pagar la totalidad de los intereses de

su deuda en las fechas previstas, por lo que la empresa debe aumentar su endeudamiento o vender algunos activos para obtener el dinero en efectivo para estos pagos.

La hipótesis de Minsky es que cuando la economía se desacelera, algunas de las empresas que habían participado en la financiación de cobertura se desvían al grupo de las finanzas especulativas y que algunas de las empresas que habían formado parte de este grupo se trasladarían a las finanzas del grupo de Ponzi.

Minsky usa el término «finanzas Ponzi» en honor a Carlo Ponzi, que operó una pequeña firma que aceptaba depósitos en un suburbio de Boston en la década de 1920. Ponzi prometía a sus depositantes que les pagaría un 30 % de intereses al mes y realizó sus transacciones financieras sin problemas durante tres meses. Sin embargo, al cuarto mes, la afluencia de dinero de los depositantes nuevos fue menor que los pagos de intereses prometidos a los depositantes más antiguos; Ponzi había iniciado el camino que le llevaría a prisión.

El término *finanzas Ponzi* hoy en día es un término genérico que se refiere a un modelo de financiación no sostenible. Los prestatarios sólo pueden cumplir sus compromisos de pagar los altos

tipos de interés sobre sus préstamos pendientes de pago si obtienen efectivo de préstamos nuevos. Dado que en muchos acuerdos los tipos de interés son muy altos, un 30 ó 40 % al año, la continuación de la disposición requiere un flujo continuo de dinero nuevo y, a menudo, a un ritmo acelerado. Al principio, muchos de los depositantes existentes están tan contentos con sus altos rendimientos que permiten que su ingreso de los intereses se capitalice; el cliché es que lo que están haciendo es «ganar intereses sobre los intereses».

Como resultado, el flujo de nuevo dinero puede estar por debajo de la tasa de interés prometida durante algunos meses. El arreglo sólo puede funcionar siempre y cuando los retiros de efectivo sean más pequeños que la afluencia de nuevos fondos.

La continuación del proceso conduce a lo que Adam Smith y sus contemporáneos llamaron «*overtrading*». Este término no es preciso, e incluye la especulación que produce el aumento de los precios de los activos o de los productos

básicos, de la sobreestimación de los rendimientos futuros y el «apalancamiento excesivo».[3] La especulación consiste en la compra de activos para su reventa a precios más altos que los de su renta de inversión. La euforia lleva a un aumento en el optimismo sobre las perspectivas de crecimiento económico y sobre los aumentos en los beneficios empresariales. A finales de 1990, los analistas de valores de Wall Street pronosticaron que los beneficios empresariales de Estados Unidos aumentarían un 15 % al año durante cinco años. (Si sus pronósticos hubieran sido correctos, entonces la proporción de las ganancias de las empresas estadounidenses sobre el PIB de Estados Unidos habría sido del 40 % más alto que nunca al final del quinto año.) Las pérdidas en los préstamos incurridas por los prestamistas disminuyen porque los precios de los activos aumentan y ellos se vuelven más optimistas y reducen los pagos iniciales mínimos y el

requerimiento mínimo de margen. A pesar de que los préstamos bancarios están aumentando, el apalancamiento —la ratio de deuda sobre capital o el patrimonio neto— de muchos de sus prestatarios puede disminuir a causa de que el rápido aumento de los precios de los bienes inmuebles o de los valores conduce a aumentos en su patrimonio neto.

Se desarrolla un proceso donde las ovejas siguen al rebaño a medida que las empresas y los hogares ven que los especuladores están ganando mucho dinero. «No hay nada tan molesto para el bienestar y el buen juicio de uno mismo que ver a un amigo hacerse rico.»[4] A menos que sea para ver a un no-amigo hacerse rico. Del mismo modo los bancos pueden aumentar sus préstamos debido a que se resisten a perder cuota de mercado, al pasar ésta a manos de otros prestamistas. Cada vez más empresas y hogares empiezan a participar en la lucha por obtener ganancias altas. Ganar dinero nunca pareció más fácil. La especulación de las

ganancias de capital conduce de un comportamiento normal, racional, a lo que ha sido descrito como una «manía» o una «burbuja».

La palabra «manía» hace hincapié en la irracionalidad; la «burbuja» presagia que algunos valores con el tiempo disminuyan, probablemente de forma drástica. El término burbuja significa cualquier aumento significativo en el precio de un activo o de una garantía o de un producto que no puede ser explicada por los valores «fundamentales». Las pequeñas variaciones de precios en torno a los valores basados en los fundamentales no son más que «ruido». En este libro, una burbuja es un incremento del endeudamiento a una velocidad de 20 o 30 % al año por un período prolongado, que no puede ser sostenido. Cualquier persona con «previsión perfecta» debería haber previsto que los incrementos de precios no eran sostenibles y que una implosión era inevitable.

En el siglo XX la mayor parte de las manías y las burbujas se han centrado en bienes raíces y en acciones. Hubo una verdadera manía de bienes raíces en el sureste de Florida en la década de 1920 y una burbuja sin precedentes en las acciones de Estados Unidos en los últimos tres años de la década de 1920; los precios inmobiliarios de Estados Unidos también aumentaron significativamente a finales de los años veinte, aunque no tan rápidamente como los precios de las acciones. En Japón en la década de 1980 las compras especulativas de bienes raíces produjeron un auge en el mercado de valores. Del mismo modo, las burbujas en los países asiáticos a principios de los noventa incluyeron tanto bienes raíces como acciones y, en general, los aumentos en los precios inmobiliarios hicieron que aumentaran los precios de las acciones.

La burbuja de los EE. UU. en la década de 1990 se centró en acciones, a pesar de que los

aumentos en la riqueza de los hogares en Silicon Valley y varias otras regiones llevaron a los aumentos repentinos de los precios inmobiliarios. Las crisis de los precios del petróleo de la década de 1970 condujeron a un fuerte aumento en la actividad de bienes raíces en Texas, Oklahoma, Luisiana y otras áreas productoras de petróleo. Del mismo modo el rápido incremento en los precios de los cereales por la inflación en la década de 1970 llevó a los aumentos repentinos de los precios de la tierra en Iowa, Nebraska y Kansas y en otros estados agrícolas del Medio Oeste.

PROPAGACIÓN INTERNACIONAL

Minsky se centró en los cambios procíclicos en la oferta de crédito en un solo país.

Históricamente, la euforia a menudo se ha propagado de un país a otro a través de uno de varios canales. La burbuja en Japón en la década de 1980 tuvo un impacto significativo en Corea del Sur y Taiwán, que formaban parte de la cadena de suministro japonesa; si Japón iba bien en el aspecto económico, a sus antiguas colonias también les iba bien. Por otra parte, el aumento de los precios de los activos en Japón tuvo un impacto dramático en los precios de los bienes raíces en Hawái, que es a Tokio como Miami a Nueva York; los japoneses viajan a Hawái para descansar y divertirse bajo el sol y el estado experimentó un auge inmobiliario ya que los japoneses compraron segundas residencias y campos de golf y hoteles.

El arbitraje es una de las vías —los inversores se aseguran de que los aumentos en el precio de una materia prima en un determinado mercado nacional lleven a un aumento similar de los

precios del mismo producto en otros mercados nacionales—. Así, los cambios en el precio del oro en Zúrich, Beirut y Hong Kong están estrechamente ligados a los cambios en el precio del oro en Londres. Del mismo modo, los incrementos en los precios de los valores en un mercado nacional llevan a unos cambios casi idénticos en los precios de los mismos valores de otros países. Los precios de los valores que son sustitutos más distantes uno del otro también se ven afectados —se aplica el cliché de que «la marea creciente levanta todos los barcos».

Además, los aumentos en el PIB de un país grande hacen que aumenten las importaciones y, por lo tanto, que aumenten también las exportaciones equivalentes en otros países y su PIB. Los flujos de capital constituyen un tercer eslabón: el aumento de las compras extranjeras de los valores disponibles en un país conducen a un aumento en sus precios y en el valor de la moneda

del país.

Por otra parte, hay conexiones psicológicas: un aumento de la euforia o el pesimismo de los inversores en un país afecta a los inversores en los demás países. El descenso de los precios de las acciones el 19 de octubre de 1987 fueron prácticamente instantáneos en todos los centros financieros nacionales (excepto Tokio), mucho más rápido de lo que podría haber sido a través del arbitraje, los cambios en las rentas, flujos de capital o los movimientos de dinero.

En un modelo clásico, un aumento en el flujo de oro y, por lo tanto, de la oferta monetaria en un país, se corresponde con una disminución correspondiente en la oferta de oro en un país extranjero, y el aumento de la oferta monetaria y del crédito en el primer país se vería compensado por la contracción del crédito y dinero en el otro. Sin embargo, en el mundo real, puede que el aumento de la expansión del crédito en el primer

país no sea seguido por una contracción del crédito en otro lugar, porque los inversores en el segundo país podrían responder a la subida de los precios y las ganancias en el extranjero pidiendo más crédito para poder comprar los bienes y valores, cuyos precios anticipan que aumentarán. La contracción potencial causada por la contracción de la base monetaria en el segundo país podría verse desbordada por el aumento de la demanda especulativa de crédito.

Al continuar el auge, aumentan los tipos de interés, la velocidad de los pagos y los precios de los productos básicos. Las compras de valores o de bienes inmuebles por parte de los «extraños» significa que los «*insiders*» —aquellos que son dueños de estos activos— los venden y obtienen ganancias —si los compradores son los *outsiders*, los *insiders* deben ser los vendedores—. En todo momento las compras de bienes raíces o acciones por los extranjeros son necesariamente

compensadas por las ventas de los *insiders* —por lo general en precios cada vez más altos—. En 1928, el valor de mercado de las transacciones en la Bolsa de Nueva York aumentó a una tasa anual del 36 %, y en los primeros ocho meses de 1929 a una tasa anual del 53 %. Asimismo, en 1998, el valor de mercado de las acciones que se cotizan en el NASDAQ aumentó en un 41 % y en los siguientes quince meses duplicó los valores de mercado. Los inversores se apresuran a subir al tren inclusive cuando el mismo acelera. Mientras los *outsiders* estén más dispuestos a comprar que los *insiders* a vender, los precios de los activos o valores aumentan.

A medida que los compradores se vuelven menos ansiosos, y los vendedores se vuelven más ansiosos, empieza un período de «dificultades financieras»; este término financiero corporativo refleja que una empresa es incapaz de cumplir sus compromisos de servicio de la deuda. Para la

economía en su conjunto, el equivalente es la conciencia de muchas empresas e inversionistas individuales de que ya es hora de tener más liquidez —para aumentar sus tenencias de efectivo—. Venden bienes raíces y acciones —los precios pueden descender de forma pronunciada—. Los inversionistas que estén muy endeudados pueden ir a la quiebra debido a que el descenso de los precios es tan grande que el valor de mercado de estos activos disminuye por debajo de su endeudamiento —que tienen «hipotecas al revés»—. Algunos inversionistas continúan manteniendo los activos porque consideran que la caída de precios es temporal, que es un contratiempo.

Los precios de los valores podrían aumentar de nuevo, al menos por un tiempo. Hubo cuatro repuntes en los mercados de Tokio en la década de 1990; cada uno de ellos llevó a un aumento de los precios de las acciones de más de 20 %, a pesar

de que los precios mostraban una tendencia a la baja. Sin embargo, algunos inversores creyeron que los precios de las acciones se habían reducido demasiado, y ellos querían estar entre los primeros que compraran las acciones mientras aún estuvieran «baratas».

A medida que los precios continúan yendo en descenso, más y más inversores se dan cuenta de que es poco probable que los precios vayan en aumento, y que deberían vender antes de que los precios bajen aún más; en algunos casos esta toma de conciencia se produce de manera gradual y en otras, de manera repentina. La carrera hacia el dinero puede convertirse en una estampida.

La señal específica que precipita la crisis puede ser el fracaso de un banco o de una empresa, la revelación de una estafa o desfalco de un inversionista que trataba de escapar a sus dificultades con medios deshonestos, o una fuerte caída en el precio de un valor o de uno de los

productos básicos. La carrera ha empezado: los precios disminuyen y aumentan las quiebras. La liquidación a veces es ordenada, pero puede derivar en un ataque de pánico ya que los inversores se dan cuenta de que sólo unos pocos pueden vender mientras los precios se mantienen justo por debajo de sus valores máximos. El término «revulsión» fue utilizado en el siglo XIX para describir este comportamiento. Los bancos se vuelven mucho más cautelosos a la hora de hacer nuevos préstamos basados en la garantía de los productos básicos y de valores y bienes raíces, porque sus valoraciones son más inciertas. En el siglo XIX esta condición se conocía como «descrédito».

Los términos *overtrading* (*sobrenegociación*), *revulsión*, *descrédito* poseen un regusto desfasado y anticuado; transmiten una imagen bastante gráfica de la disminución del optimismo de los inversores. La revulsión y el descrédito pueden llevar al

pánico (o, como dicen los alemanes, al *Torschlusspanik*, pánico a puerta cerrada), con una multitud precipitándose en masa hacia la puerta antes de que ésta se cierre de golpe. El pánico se autoalimenta, hasta que los precios descienden a tal nivel que los inversores se sienten tentados a comprar los activos menos líquidos o hasta que la actividad comercial se detiene porque se han establecido límites máximos de caída de los precios diarios, o porque los intercambios se han cerrado, o porque un prestamista de última instancia tiene éxito en convencer a los inversores de que el dinero estará disponible para satisfacer la demanda de dinero en efectivo. La confianza puede llegar a restablecerse, incluso aunque no haya un gran aumento en el volumen de dinero una vez que los inversores concluyan que el crédito está ahora disponible con más facilidad.

Se ha debatido durante más de doscientos años si un prestamista de última instancia debería

proveer de liquidez para evitar el pánico y la caída de los precios de bienes raíces y acciones. Quienes se oponen a la provisión de liquidez de un prestamista de última instancia sostienen que el conocimiento de que tales créditos estarán disponibles fomenta la especulación. Los que quieren un prestamista de última instancia se preocupan más por hacer frente a la crisis actual y por reducir la probabilidad de que una crisis de liquidez se convierta en una crisis de solvencia y que provoque una grave recesión —como la que se inició en 2008—. En el plano internacional, no hay ni un gobierno mundial ni ningún Banco Mundial adecuadamente equipado para servir como prestamista de última instancia. El Fondo Monetario Internacional no ha cumplido con las expectativas que tenían sus fundadores de que fuera un prestamista de última instancia.

La validez del modelo

Se han hecho tres tipos de críticas al modelo de Minsky. Una de ellas es que cada crisis es única por lo que un modelo general estaría desfasado. La segunda es que este tipo de modelo ya no es relevante debido a los cambios en el entorno económico. La tercera es que las burbujas de los precios de los activos son altamente improbables, porque «toda la información está en el precio», —el mantra de la visión del mercado eficiente de las finanzas.

Cada crítica merece una respuesta. La primera crítica es que cada crisis es el producto de un conjunto único de circunstancias, o que las diferencias entre las crisis económicas son tan grandes que deberían ser clasificadas en varias especies, cada una con sus características particulares. Las crisis financieras eran frecuentes en los dos primeros tercios del siglo XIX y en el

último tercio del siglo XX. Según este punto de vista, cada crisis única es producto de una serie específica de accidentes históricos —cosa que se dijo acerca de 1848 y sobre 1929,[5] y puede ser inferida a partir de los relatos históricos de crisis separadas señaladas en este libro—. Cada crisis tiene sus características individuales únicas: la naturaleza del impacto, el objeto de la especulación, la forma de la expansión del crédito, el ingenio de los estafadores y la naturaleza del incidente que desencadena la revulsión. Pero si me permiten tomar prestada una expresión del francés, cuanto más cambia una cosa, menos parece alterarse. Los detalles proliferan; la estructura permanece. La mayoría de estas crisis siguieron a la implosión de una burbuja de crédito.

Resulta aún más convincente la sugerencia de que el género de las «crisis» se debe dividir en subespecies comerciales, industriales, monetarias, bancarias, fiscales y financieras (en el sentido de

los mercados financieros) o en grupos locales, regionales, nacionales e internacionales. Abundan las taxonomías en esta línea. Esta visión no es aceptada debido a que la principal preocupación se centra en las crisis financieras internacionales, que incluyen una serie de elementos críticos —la especulación, el aumento del crédito, un aumento en los precios de valores o de bienes inmuebles o productos básicos seguidos por una fuerte caída en picado mientras los inversores se apresuran a vender. La prueba reside en si el modelo de Minsky proporciona información detallada sobre las características generales de las crisis.

La segunda crítica es que el modelo de Minsky sobre la inestabilidad de la oferta de crédito ya no es relevante debido a los cambios estructurales en las características institucionales de la economía, incluyendo el surgimiento de las grandes corporaciones y de los grandes sindicatos y de los gobiernos grandes, de la banca moderna y de la

agilización de las comunicaciones. Las debacles financieras en México, Brasil, Argentina, y más de otros diez países en vías de desarrollo en la década de 1980 son consistentes con el modelo de Minsky; la deuda externa de estos países se incrementó mucho más rápidamente que los tipos de interés sobre sus préstamos. La burbuja de los precios inmobiliarios y los precios de las acciones en Japón en la segunda mitad de la década de 1980 y la implosión posterior de los precios de los activos es coherente con el modelo de Minsky, ya que los incrementos anuales en los precios de las acciones y de bienes raíces eran tres o cuatro veces mayores que los tipos de interés sobre el dinero que se había tomado prestado para comprar estos activos. Los auges y las caídas posteriores en la segunda mitad de la década de 1990, en Tailandia, Hong Kong e Indonesia y luego en Rusia, cuentan con el mismo patrón de flujo de caja.

La tercera crítica es que las burbujas son imposibles porque los precios de mercado siempre reflejan los fundamentos económicos, y que las caídas en picado de los precios de los activos por lo general reflejan «cambios en la política» del gobierno o de los bancos centrales. Los que apoyan este punto de vista sugieren que la supuesta burbuja parece ser el resultado del comportamiento gregario, de la retroalimentación positiva o del efecto de «arrastra imbéciles» crédulos que imitan a los inteligentes *insiders*. Estos críticos sugieren que el modelo está «mal especificado», es decir, que algo estaba pasando y que no era tenido en cuenta por la teoría, y que se necesita más investigación.^[6] En este libro ofrecemos algunas de las investigaciones ignoradas por aquellos que tienen estas creencias.

Alvin Hansen llevó a cabo un ataque más convincente al modelo de Minsky: afirmó que el modelo fue relevante antes de mediados del

siglo XIX, pero dejó de serlo debido a los cambios en el entorno institucional.

Desde luego las teorías basadas en la incertidumbre del mercado, en la especulación en productos básicos, en el «*overtrading*», en los excesos del crédito bancario, en la psicología de los comerciantes y mercaderes, encajaba de manera lógica en la primera fase «mercantil» o comercial del capitalismo moderno. Pero a medida que iba avanzando el siglo XIX, los capitanes de la industria... se convirtieron en las principales alternativas para los fondos que buscan una rentabilidad a través del ahorro y las inversiones.[7]

Hansen —que era uno de los exponentes más importantes del modelo keynesiano del ciclo económico y, especialmente, de los persistentes niveles elevados de desempleo— quiso restar importancia a la trascendencia de las explicaciones alternativas a la disminución de la actividad económica que no fueran un alto nivel de ahorro. El énfasis de Hansen sobre la importancia de la relación entre el ahorro y la inversión no está

supeditado al rechazo de la opinión de que los cambios en la oferta de crédito pueden tener un impacto importante en los precios de los valores y en la actividad económica.

La relevancia actual del modelo

El modelo de Minsky puede aplicarse fácilmente al mercado de divisas y a los períodos de sobrevaloración y subvaloración del marco alemán, el franco suizo, el yen japonés, el euro y otras monedas nacionales que se asocian con «sobrevaloración» e «infravaloración». Los cambios en los valores de las monedas nacionales han sido grandes en relación con los valores de equilibrio a largo plazo a pesar de la intervención por parte de los bancos centrales para frenar estas desviaciones. La especulación de las divisas se ha

traducido en beneficios sustanciales para los grandes bancos internacionales, aunque algunos bancos y empresas industriales han sufrido grandes pérdidas.[8]

Consideremos el crecimiento de la deuda externa de México, Brasil, Argentina y otros países en vías de desarrollo en la década de 1970; los préstamos bancarios a estos países aumentaron en un 30 % al año y la deuda externa de estos países aumentó en un 20 % al año. Los préstamos bancarios en general tenían un vencimiento de ocho años y los tipos de interés flotantes y establecidos con un margen de ganancia por encima del London Interbank Offer Rate (LIBOR). Los tipos de interés giraban en torno al 8 % a pesar de la tendencia al alza durante esa década. Puesto que el dinero que recibieron los prestatarios de los préstamos nuevos fue sustancialmente mayor que los pagos de intereses sobre sus préstamos pendientes de pago, no

sufrieron la carga o la dificultad al hacer sus pagos de servicio de la deuda a tiempo.

La entrada de fondos extranjeros condujo a una apreciación real de las monedas de los países receptores de dinero, que era necesaria para que el aumento de su déficit comercial y de cuenta corriente se correspondiera con el aumento de los excedentes de la cuenta de capital. Era inevitable y por lo tanto previsible que en un futuro próximo los ingresos monetarios de los nuevos préstamos se redujeran por debajo de los pagos de los intereses sobre los préstamos pendientes de pago, y que en ese momento el valor de sus monedas disminuiría; la contrapartida de la disminución de los flujos de dinero era que estos países necesitarían un superávit comercial para obtener parte del dinero necesario para pagar los intereses a sus acreedores extranjeros. La mayoría de estos prestatarios eludieron su obligación de pagar estos préstamos cuando los prestamistas dejaron de

hacer nuevos préstamos. Esos impagos costaron a los prestamistas \$ 250 millones en forma de reducción del valor nominal de los préstamos y lo que en efecto fue una reducción en los tipos de interés por debajo de los niveles del mercado. Los prestamistas no se habían parado a preguntarse: «¿De dónde sacarán los prestatarios el dinero para pagarnos los intereses, si dejamos de suministrarles el dinero en efectivo en forma de nuevos préstamos?».

Durante la década de 1980 los precios inmobiliarios y los precios de los valores en Japón aumentaron; el país experimentó un auge económico. Los inversionistas en bienes raíces ganaban 30 % al año —y mucho más después de ajustar por el apalancamiento—. Las empresas de carácter comercial reconocieron que los beneficios de las inversiones inmobiliarias eran sustancialmente mayores que los beneficios que se obtenían de la fabricación de acero o automóviles

o televisores, por lo que compraron bienes raíces. En muchas ocasiones los precios inmobiliarios aumentaban más rápidamente que las rentas. En un momento dado, la renta neta se redujo por debajo de los pagos de los intereses sobre el dinero prestado para comprar los bienes inmuebles, y los prestatarios tuvieron un «*carry* negativo». Los prestatarios podían obtener los fondos para hacer los pagos de los intereses incrementando sus préstamos en contra de algunas de las propiedades que poseían. A principios de 1990, el gobernador entrante del Banco de Japón ordenó a los bancos limitar el crecimiento de los préstamos inmobiliarios. Una vez que los préstamos bancarios para los bienes raíces comenzó a aumentar a un ritmo mucho más lento, algunas de las empresas e inversores que necesitaban el dinero de nuevos préstamos para pagar los intereses de los préstamos pendientes ya no eran capaces de obtener nuevos préstamos. Vendieron

bienes raíces y se desplomó la burbuja.

La saga de la «perfecta» burbuja de Islandia

Islandia es el país más pequeño —300.000 personas— con su propia moneda. Entre 2002 y 2007, los precios de bienes raíces residenciales se duplicaron, lo que no era excepcional, mientras que los precios de las acciones se multiplicaron por nueve, cosa que fue excepcional. En 2002, el valor de los activos propiedad de los tres bancos islandeses era de 150 % del PIB del país, mientras que en 2007 el valor de los activos bancarios era ocho veces el PIB de Islandia. Los bancos islandeses eran los que tenían el crecimiento más rápido de todo el mundo. Y entonces la burbuja estalló en septiembre de 2008; la corona islandesa perdió la mitad de su valor, las cotizaciones bursátiles se redujeron en un 90 %, y la economía entró en una recesión —severa según los estándares islandeses, pero modesta en comparación con las de otros países.

Debido a que Islandia es tan pequeña, los procesos financieros asociados a una burbuja son más visibles de manera inmediata que en países más

grandes. La burbuja perfecta comenzó en 1998 cuando un gobierno orientado hacia el mercado comenzó a privatizar los bancos, un proceso que se completó en 2002. Los compradores de las acciones eran los empresarios dueños de las empresas dedicadas a la importación.

En 2002, la corona islandesa se comenzó a apreciar en respuesta a un aumento en la demanda extranjera de valores de Islandia; un flujo que fue motivado por los altos beneficios esperados de los valores denominados en coronas. El flujo de dinero a Islandia formaba parte de un flujo global de dinero a los Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, España, Sudáfrica y Australia. El balance comercial de Islandia pasó de ser un pequeño excedente a un déficit de más del 20 % de su PIB. La oferta de valores denominados en coronas islandesas era limitada, en parte porque el gobierno islandés había tenido modestos déficits fiscales y los diversos fondos de pensiones habían comprado muchos de estos valores. El aumento de la demanda extranjera por los valores denominados en coronas llevó a los precios más altos.

Los bancos islandeses tenían en propiedad cantidades relativamente modestas de acciones, menos del 20 % de sus activos y, a medida que iban

aumentando los precios de las acciones, incrementaron las ganancias de los bancos y su capital. Los bancos aumentaron sus préstamos a un ritmo que era casi tan rápido como el aumento de su capital. Algunos de los que pidieron prestado de los bancos utilizaron el dinero para comprar acciones. Los precios de las acciones aumentaban en un 70 % al año, y el capital de los bancos iba aumentando al mismo ritmo. Los bancos estaban comprando más acciones de Islandia, y eran dueños de una parte cada vez mayor de estas acciones. La deuda externa de Islandia iba aumentando en casi un 30 % al año. El flujo de dinero a Islandia era de tres a cuatro veces más grande que los pagos de intereses que los residentes islandeses estaban haciendo a sus acreedores extranjeros. Asimismo, el endeudamiento interno de los hogares y las empresas aumentaba a un ritmo rápido, y estos prestatarios podían fácilmente obtener el dinero para pagar los intereses de sus préstamos pendientes con el dinero de los nuevos préstamos. En algún momento, los empresarios, que eran dueños de los bancos islandeses, tomaron la iniciativa y comenzaron a pedir prestado a los bancos internacionales. La mayor parte de este dinero se prestó a los empresarios islandeses que utilizaron el dinero para comprar empresas y bancos en Gran

Bretaña y otros países del norte de Europa. Las sucursales de los bancos islandeses en Londres y otros lugares de Europa aumentaron rápidamente sus depósitos. Parte del dinero que estas ramas recibían por la venta de depósitos fue utilizado por las oficinas centrales para pagar los intereses de su deuda.

Durante esta etapa, hubo rumores en los círculos financieros de que Reikiavik se convertiría en un nuevo centro financiero internacional, al igual que Suiza, Hong Kong, o Luxemburgo.

Las ganancias de los bancos islandeses provenían principalmente de los aumentos en los precios de las acciones de Islandia que poseían. La posibilidad de que los ingresos seguirían aumentando apoyaba el precio de las acciones cada vez más elevado. Islandia experimentó un auge de consumo en respuesta al aumento de la riqueza de los hogares.

Cuando Lehman Brothers quebró a mediados de septiembre de 2008, los bancos islandeses no pudieron obtener préstamos en los mercados extranjeros, por lo que dejaron de tener acceso al dinero para pagar los intereses de su deuda. Los precios de las acciones dejaron de aumentar, y algunos de los prestatarios ya no fueron capaces de conseguir el dinero para pagar los intereses de su

deuda e incurrieron en el incumplimiento del pago de sus préstamos. Las pérdidas en los préstamos de los bancos islandeses se dispararon. Los bancos quebraron, y pasaron a manos del gobierno islandés.

La posición financiera internacional de Estados Unidos después de 2000 en cierto modo es paralela a la de México, Brasil y Argentina en la década de 1970. Estos países tenían grandes déficits de cuenta corriente y obtenían el dinero para pagar los intereses a sus acreedores extranjeros de los nuevos préstamos. La implicación es que la posición de los pagos externos de los Estados Unidos no es sostenible.

Este libro es un estudio de la historia financiera, no es una previsión económica. Pero los inversores no parecen haber aprendido de la experiencia.

LAS MANÍAS ESPECULATIVAS

La racionalidad de los mercados

El término «manía» indica una pérdida de contacto con la racionalidad, tal vez incluso algo próximo a la histeria colectiva. La historia económica está llena de manías, manías de canales, de ferrocarriles, de sociedades anónimas, de bienes raíces, de precios de acciones — aumentos repentinos de la inversión en una actividad en particular—. La teoría económica presupone que los hombres y las mujeres son racionales: de ahí que las manías no deberían

ocurrir. Hay una desconexión entre la observación de que las manías ocurren de manera episódica y la suposición de la racionalidad. Este capítulo se centra en la demanda de los inversores de un tipo particular de activo o de valor y el siguiente capítulo se centra en los cambios en la oferta de crédito.

La hipótesis de las «expectativas racionales» es que los inversores reaccionan a los cambios en las variables económicas, como si siempre fueran plenamente conscientes de las implicaciones a largo plazo de cada uno de estos cambios, ya sea porque son clarividentes o porque tienen una visión como la de *Superman*. Así, el cliché de que «toda la información está en el precio» refleja la opinión de que los precios en cada mercado cambian de manera completa e inmediata con cada noticia, haciendo que «no quede nada de dinero sobre la mesa».

Contrastemos la hipótesis de «expectativas

racionales» con el supuesto de «expectativas adaptativas» que los valores de ciertas variables en el futuro son extensiones de sus valores recientes —la suposición que está implícita en la idea de que hay «tendencias» en los cambios de los precios de los activos—. El cliché de que «la tendencia es tu amiga» refleja que los precios seguirán aumentando si han ido en aumento. En contraste la idea central de la teoría de las expectativas racionales es que los precios que se prevén la próxima semana y el próximo mes determinan los precios que prevalecen a día de hoy, en esencia, una visión retrospectiva desde el futuro al presente. Así, el precio del oro en el mercado al contado con entrega inmediata hoy se deriva de los precios que se espera que tenga el oro en dos o tres años, como se revela en un mercado de futuros descontado en el presente por un tipo de interés apropiado, por lo general el interés en los valores libres de riesgo del Tesoro

de Estados Unidos. El precio en dólares canadienses del dólar estadounidense a día de hoy es el precio esperado del dólar de Estados Unidos para una fecha lejana en el futuro descontada con respecto al presente por la diferencia entre los tipos de interés en Estados Unidos y Canadá. Si un gobierno reduce las tarifas tributarias para estimular el gasto de consumo o gasto de inversión, según el punto de vista de las expectativas racionales, los inversores se darán cuenta de inmediato de que el mayor déficit fiscal de hoy implica mayores tarifas tributarias para mañana y, por lo tanto, aumentará la cantidad de dinero que ahorran en previsión del aumento previsto en sus impuestos.

¿Qué significa que los inversores son racionales?[1] Una de las hipótesis es que la mayoría de los inversores se comportan racionalmente la mayor parte del tiempo. La segunda es que todos los inversores se comportan

racionalmente la mayor parte del tiempo. Una tercera es que todos los participantes en el mercado tienen la misma inteligencia, la misma información, los mismos objetivos y usan el mismo modelo económico. La cuarta es que todos los inversores se comportan racionalmente todo el tiempo.

Cada uno de estos supuestos tiene diferentes implicaciones para la forma en que los inversores se comportan. Llegar a un acuerdo en base a la suposición de que la mayoría de los inversores se comportan de manera racional la mayor parte del tiempo suele ser más fácil que obtener un acuerdo basado en el supuesto de que cada inversor se comporta racionalmente todo el tiempo. Con frecuencia, el argumento es entre dos posturas, una que sostiene que ningún inversor es siempre racional, mientras que la otra afirma que todos los inversores son siempre racionales. Harry G. Johnson ofreció esta descripción de la diferencia

entre un grupo de economistas de más edad y un grupo más joven interesados en la reforma monetaria internacional:

La diferencia puede resumirse en la proposición de que, mientras que la vieja generación de economistas se inclina a decir: «el sistema de tipos flotantes no funciona como yo esperaba; por lo tanto, la teoría está equivocada, el mundo es irracional y sólo podemos recuperar la racionalidad retornando a algún sistema de intereses fijos que se conseguirá con la cooperación entre los gobiernos de las naciones», la generación más joven se inclina a afirmar: «el sistema de tipos flotantes es un sistema del que cabría esperar que funcionase de forma racional, como la mayoría de los mercados; si no parece comportarse racionalmente de acuerdo con mis criterios, mi comprensión de la forma en que debería funcionar es defectuosa; tengo que trabajar más sobre la teoría del comportamiento maximizador racional y sus consecuencias empíricas si quiero llegar a entenderlo». Este último planteamiento se está difundiendo, intelectualmente reforzado, a través de la red de expertos [más jóvenes].^[2]

La racionalidad es una hipótesis a priori sobre

la forma en que debería funcionar el mundo más que una descripción de cómo ha funcionado el mundo realmente. El asumir que los inversores son racionales a largo plazo es una hipótesis útil porque ayuda a entender los cambios en los precios de los distintos mercados; se trata de una hipótesis «preñada», por utilizar la terminología de Karl Popper. Por eso es útil suponer que los inversores, a largo plazo, son racionales y analizar las cuestiones económicas en base a esta suposición. Una de la interpretaciones de esta suposición racional es que los precios de un determinado mercado hoy deben ser consistentes con los precios de aquí a uno o dos meses y que de aquí a uno o dos años se deben haber ajustado a los «costos de almacenamiento»; de lo contrario sería una oportunidad de arbitraje rentable y relativamente carente de riesgo.

Ragnar Nurkse resume su estudio de los cambios en los valores del franco francés y el

marco alemán en la década de 1920 con la afirmación de que la especulación en el mercado de divisas había sido desestabilizadora. Milton Friedman afirmó que la especulación desestabilizadora no puede ocurrir —o por lo menos es improbable que persista— porque los inversores que compraron cuando los precios estaban aumentando y vendieron cuando los precios estaban disminuyendo «estarían comprando caro y vendiendo barato»; debido a estas pérdidas, o bien cerrarían o bien cambiarían su estrategia. El punto de vista de Friedman es que ya que los especuladores desestabilizadores no podrían sobrevivir, la especulación desestabilizadora no podía ocurrir.[3] Una respuesta es que de vez en cuando algunos inversores siguen estrategias que conducen a pérdidas.

Ha habido muchos episodios históricos de especulación desestabilizadora, aunque a veces el

lenguaje ha sido impreciso y otras veces hiperbólico. Considere algunas de las frases extraídas de la documentación: *manías ... especulación insensata de las tierras ... pasión ciega ... orgías financieras ... frenesí ... especulación febril ... deseo epidémico de enriquecerse rápidamente ... ilusiones ... los inversores intoxicados ... hacer la vista gorda ... personas que no tienen oídos para oír ni ojos para ver ... los inversores que viven en un paraíso utópico... credulidad ... el exceso de confianza ... exceso de especulación ... overtrading ... un apetito voraz ... una locura ... una loca carrera por expandirse.*

Fernand Braudel utilizó los términos «locura» y «pasión», al hablar de la vida cotidiana en Europa desde el siglo XV al siglo XVIII, principalmente en relación con el consumo, pero también refiriéndose a las especias, los estilos de vestir, el ansia de conocimiento, y las compras de

tierra.[4]

Se decía que los directores de la firma bancaria londinense Overend, Gurney, que se estrelló el Viernes Negro de mayo de 1866, eran «sabios papanatas».[5] «Estas pérdidas», dijo Bagehot, «se hicieron de una manera tan imprudente y tonta que uno podría pensar que un niño que prestara dinero en la City de Londres lo haría mejor».[6]

La descripción de Clapham de la firma Baring en 1890, es un típico eufemismo británico: «No habían considerado a estas empresas o a los inversores previstos en ellas con la frialdad o la sabiduría suficiente [sino que habían] ido mucho más allá de los límites de la prudencia».[7]

Consideremos el comentario de Adam Smith sobre la Burbuja de los Mares del Sur: «Ellos tuvieron un dividendo de capital inmenso entre un número inmenso de propietarios. Naturalmente era de esperar, por tanto, que la locura, la negligencia,

y la profusión debían prevalecer en toda la gestión de sus asuntos. La picardía y la extravagancia de sus operaciones creadoras de mercado son más que conocidas [como también lo son] la negligencia, la profusión y la malversación de los que sirven a la empresa.[8]

Y por último, una mención por parte del normalmente moderado Alfred Marshall:

Los males de la negociación temeraria siempre tienden a extenderse más allá de las personas directamente afectadas ... cuando los rumores se atribuyen al crédito de un banco, crean una estampida salvaje para intercambiar cualquiera de sus valores que puedan tener en su posesión; su confianza ha sido ignorante, su desconfianza ignorante y feroz. Tal prisa a menudo ha causado que un banco se vea abocado al fracaso, cuando éste podría haberles pagado poco a poco. El fracaso de uno causó desconfianza e hizo estragos en los demás, acabando hasta con los bancos más sólidos; del mismo modo en que un fuego se propaga de una casa de madera a otra hasta que incluso los edificios a prueba de fuego sucumben a las llamas de una gran conflagración.[9]

La racionalidad del individuo, la irracionalidad del mercado

Las manías en ocasiones se asocian con la «irracionalidad» o psicología de masas. La relación entre individuos racionales y un grupo irracional de individuos puede ser compleja. Se pueden hacer una serie de distinciones. Una de las hipótesis de la psicología de masas, es que un «grupo piensa» cuando lo que sucede realmente es que prácticamente cada uno de los participantes en el mercado cambia sus puntos de vista al mismo tiempo y se mueve como un «rebaño». Como alternativa, varios individuos cambian sus opiniones sobre la evolución futura de los mercados en distintos momentos, como parte de un proceso continuo; la mayor parte de ellos empieza

de manera racional y después un número cada vez mayor pierde el contacto con la realidad, poco a poco al principio y luego más rápidamente. Un tercer caso posible es que la racionalidad sea diferente entre los distintos grupos de comerciantes, inversionistas y especuladores, y que un número creciente de personas en estos grupos sucumba a la histeria a medida que van aumentando los precios de los activos. Un cuarto caso es que todos los participantes en el mercado sucumban a la «falacia de composición», la opinión de que de vez en cuando el comportamiento del grupo de personas difiere de la suma de los comportamientos de cada uno de los individuos en el grupo. La quinta es que haya un fracaso de un mercado con expectativas racionales en cuanto a la *calidad* de una reacción a un determinado estímulo para calcular la *cantidad* adecuada, sobre todo cuando hay desfases entre el estímulo y las reacciones. Finalmente puede que la

irracionalidad exista porque los inversionistas e individuos usen el modelo equivocado, o porque no tengan en cuenta una información en particular que sea fundamental, o que supriman la información que no se ajuste al modelo que han adoptado implícitamente. La irracionalidad de los ingenuos y codiciosos al sucumbir a los estafadores se discute en un capítulo posterior.[10]

La psicología de masas o histeria está bien establecida como una desviación ocasional de la conducta racional. Algunos modelos económicos ponen de relieve el llamado efecto demostración, lo que lleva a un grupo de personas a gastar más de lo que ingresan —al menos durante un tiempo— en su afán por mantenerse a la altura de sus vecinos. También está el efecto Duesenberry: en el que tanto los que tienen ingresos más altos, como los que tienen ingresos más bajos, aumentan sus gastos de consumo cuando sus ingresos aumentan, y ambos se muestran reacios a reducir sus gastos

cuando sus ingresos se reducen. En la política también se dan casos de «efectos de arrastre» cuando los individuos apoyan a los ganadores más probables (o de «ratas que abandonan el barco que se está hundiendo», cuando abandonan a los perdedores —aunque si el barco se hunde de verdad, las ratas racionales se irán—). El historiador francés Gustave LeBon discutió este tema en *The Crowd*.^[11] Charles MacKay en su discusión sobre la Burbuja de los Mares del Sur^[12] mencionó a un banquero que compró acciones en la Compañía de los Mares del Sur en la tercera lista de suscripción de agosto de 1720 por valor de 500 libras, diciendo: «Cuando el resto del mundo está loco, hasta cierto punto debemos imitarlo».^[13] En 2008, Chuck Prince, que por aquel entonces era el presidente de Citigroup, dijo: «no dejes de bailar mientras la música siga sonando».

Minsky destacó una forma leve de este tipo de

irracionalidad en su discusión sobre la «euforia» en los mercados. En otro tiempo, este tipo de ondas de exceso de optimismo, tal vez seguidos de un pesimismo extremo, se podrían haber explicado por medio de las «manchas solares»[14] o de la trayectoria de Venus o Marte a través de los cielos. En la formulación de Minsky, estas oleadas de optimismo comienzan con un «desplazamiento» o impacto, cosa que conduce a un aumento en el optimismo de los inversores y empresas y de los bancos acreedores. Las expectativas de más confianza que se dan en un flujo constante de prosperidad y un aumento de los beneficios, inducen a los inversionistas a comprar acciones de mayor riesgo. Los bancos hacen préstamos de mayor riesgo en este ambiente más optimista. El optimismo aumenta y puede llegar a autocumplirse hasta que se convierten en una manía.

El aumento del precio del oro en la década de

El 1 de enero de 1970, el precio de mercado del oro era menos de 40 dólares la onza, el 31 de diciembre de 1979, el precio era de 970 dólares. Entre 1934 y 1970, el precio de mercado del oro había estado vinculado a la paridad con el oro de EE. UU. de 35 dólares la onza. A principios de la década de los setenta, el vínculo formal entre el oro y el dólar de EE. UU. se rompió y el oro pareció convertirse en «una simple mercancía» como el petróleo o la panceta de cerdo o los huevos, objeto de libre comercio en una de las bolsas de productos básicos. (Evidentemente, el oro tenía una historia muy diferente a la de estos otros productos básicos; muy pocos libros se han escrito sobre la historia monetaria de las pancetas de cerdo o los huevos.) La década de 1970 se caracterizó por la aceleración de la inflación, aunque no de forma lineal, el precio del oro aumentó a 200 dólares la onza en 1973 y luego disminuyó a 110 dólares, y luego aumentó.

Un cliché es que «el oro es una buena cobertura contra la inflación»; durante cuatrocientos años, el precio real del oro o de su poder adquisitivo en términos de una cesta de la compra de los productos básicos había sido más o menos «constante» a largo

plazo, aunque no a corto plazo. En la década de 1970, por el contrario, el porcentaje de incremento anual en el precio de mercado del oro era muchas veces mayor que el porcentaje de incremento anual en el nivel de los precios de consumo. Los precios del petróleo y el cobre y el trigo y el de otros productos primarios iban aumentando en este episodio inflacionario, pero el precio del oro aumentó mucho más rápidamente.

En algún momento a finales de 1970, los inversores extrapolaban el oro a partir del aumento en el precio de mercado del oro del lunes al martes, para proyectar el precio de mercado del viernes; compraban oro el miércoles en previsión de que se podría vender a un precio más alto el viernes. Se había puesto en marcha la «teoría del más tonto»; algunos de estos compradores tal vez se hubieran dado cuenta de que el aumento de precios era una burbuja y anticiparían el poder vender sacando un beneficio antes de que la burbuja explotara.

A finales de la década de 1990, el precio de mercado del oro era un poco menos de 300 dólares la onza, y una vez más el cliché de que el oro es una buena protección contra la inflación parecía válido; el precio del oro se había multiplicado por quince desde el año 1900 y el precio de una cesta de bienes

de Estados Unidos había aumentado aproximadamente la misma cantidad.

El precio de mercado del oro se disparó después de 2008, al parecer, a la espera de que los fondos nacionales pasarían a tener un valor prácticamente nulo, cuando los bancos quebraran; algunos inversores querían una reserva de valor segura. O tal vez algunos inversores creyeron que los bancos centrales seguirían políticas que serían inflacionarias, ya que aumentarían la oferta de crédito en respuesta al fracaso de los bancos.

Una explicación alternativa más temprana para este auge poco serio fue proporcionada por Irving Fisher y Knut Wicksell, que hicieron hincapié en que los verdaderos tipos de interés eran demasiado bajos.[15] Los precios al consumidor aumentan en las expansiones económicas y, mientras los tipos de interés aumentan, los primeros aumentan con menos rapidez que los tipos de inflación, por lo que los tipos de interés reales disminuyen. Los prestamistas sufren de

«ilusión monetaria» y hacen caso omiso de la disminución de los tipos de interés real. En contraste, los prestatarios no sufren de ilusión monetaria, sino que reconocen que el tipo de interés real ha disminuido. Los inversores racionales compran más acciones o bienes raíces en este ambiente de aumento de ganancias anticipadas y de verdaderos intereses más bajos. (Las explicaciones de Fisher y Wicksell eran descripciones efectivas de los cambios en los tipos de interés nominales y reales en la década de 1970.)

Este modelo se basa en la suposición ad hoc que dos grupos de participantes en el mercado difieren de forma sistemática en su susceptibilidad a la ilusión del dinero. Un tipo de interés demasiado bajo es un caso especial de lo que tal vez es un fenómeno más amplio —la fijación de precios de las innovaciones financieras—. Inicialmente, estas innovaciones pueden ser

subvaloradas como «líderes de la pérdida» para que sean más fácilmente aceptadas, pero el bajo precio también puede conducir a un exceso de demanda. Por otra parte, los riesgos indebidos pueden ser tomados por los que han entrado hace poco en la industria, ya que reducen sus precios de venta para aumentar sus cuotas de mercado. Un ejemplo notable es el de Jay Cooke, el último banquero destacado de la década de 1870 que respaldó un ferrocarril, el Northern Pacific.[16] Otros ejemplos serían los de Rogers Caldwell en el mercado de bonos municipales de fines de 1920,[17] Bernard K. Marcus, del Banco de los Estados Unidos en las hipotecas en la misma época,[18] y Michele Sindona del Franklin National Bank a principios de 1970.[19]

La especulación a menudo se desarrolla en dos etapas. En la primera etapa sobria, los hogares, las empresas y los inversores responden al impacto de manera limitada y racional; en el segundo, las

previsiones de ganancias de capital juegan un papel cada vez más dominante. «Lo primero que buscan es el interés alto, pero eso pronto pasa a un segundo plano. Pasan a interesarse por las grandes ganancias que pueden conseguir vendiendo el principal.»[20] En Estados Unidos, durante la década de 1830, los inversores en un principio compraban terrenos para cultivar un algodón de precio más elevado; posteriormente compraban las tierras para conseguir las ganancias de capital previstas que obtendrían cuando se vendiera la tierra. En la década de 1850 los agricultores y dueños de plantaciones cultivaban y especulaban con la tierra. En tiempos normales, compraban más tierras de las que cultivaban como cobertura contra la caída del valor de las hectáreas plantadas; en momentos de auge este principio era descartado, y las granjas se cargaron de hipotecas para comprar más tierras, que a su vez se hipotecaban para poder comprar aún *más* tierra

para beneficiarse de los aumentos previstos de los precios de la tierra.[21] El auge de los ferrocarriles de 1830 en Gran Bretaña también tuvo dos etapas: la primera antes de 1835, cuando los proyectos no eran burbujas, y la segunda después de 1835 cuando sí lo eran. En la primera fase, las acciones fueron vendidas por los promotores a las cámaras de comercio locales, a los cuáqueros capitalistas y a los testarudos hombres de negocios de Lancashire, ambos comerciantes e industriales, es decir: a hombres importantes que anticiparon los beneficios que se obtendrían de la construcción de los ferrocarriles. Estos grupos fueron capaces de satisfacer tanto el pago inicial del 5 al 10 % como las posteriores convocatorias de pago a medida que la construcción iba avanzando. En la segunda fase, los promotores de empresa profesionales — muchos de ellos pícaros interesados sólo en obtener ganancias rápidas— tentaron a una clase

diferente de inversores, entre ellos, señoras y clérigos.[22] Las mismas etapas se hicieron evidentes en las obras de construcción en Viena a principios de la década de 1870; inicialmente estos lugares fueron comprados para construir en ellos, pero luego fueron utilizados como fichas de póquer especulativas para hacer reventas rentables.[23]

Ilse Mintz señaló un proceso de dos etapas en la venta de bonos extranjeros en Nueva York en la década de 1920; estos bonos eran sólidos antes de 1924 y del préstamo Dawes (que desencadenó el auge) y, posteriormente, pasaron a ser inferiores.[24] Los préstamos a México y Brasil a principios de la década de 1970 se basaron en las evaluaciones realistas de la situación crediticia de los prestatarios; a partir de entonces los bancos quisieron aumentar sus préstamos y se preocuparon menos por la calidad de los proyectos que estaban siendo financiados. En las

burbujas de bienes raíces en Florida entre 2003 y 2006, los especuladores negociaban títulos de propiedad de departamentos en condominio en edificios que todavía estaban en construcción. Un bromista desarrolló un sitio web «Condo-Flip.com».

Esencialmente se produjo un cambio entre el objetivo y el proceso, y al final el objetivo se convirtió en el proceso. Los prestamistas se entusiasmaron tanto con el proceso que no tuvieron en cuenta el final del juego y no dieron una respuesta a la pregunta: «¿Dónde obtendrán los prestatarios el dinero para pagar los intereses, si ya no tienen acceso a dinero en efectivo de nuevos préstamos?». Puede que inicialmente, el mercado de bonos basura fuera racional, pero después la oferta de los bonos basura aumentó y la solvencia de los prestatarios se fue reduciendo de una forma más o menos continua. En la debacle de la vivienda de EE. UU. que comenzó en el año 2007

se ha prestado gran atención a las «hipotecas de alto riesgo», cuya participación en el mercado de nuevas hipotecas aumentó de un 8 % en 2004 a un 20 % en 2005 y 2006. Este fuerte incremento reflejó que no había suficientes préstamos hipotecarios preferentes para satisfacer las demandas de aquellos que querían comprar hipotecas.

El mercado de casas recién construidas y sin terminar en el sur de California, que se vendían de una persona a otra a precios cada vez más altos con la ayuda de un mercado activo en segundas hipotecas, alcanzó su punto máximo en 1981 y luego se derrumbó, con caídas de los precios de un 40 %.[25] Hubo un «efecto de arrastre» de condominios en Boston en 1985 y 1986; el 60 % de los compradores tenían la intención de vender las unidades. El mercado de condominios se suavizó en 1988,[26] siguiendo un patrón similar a la «manía desenfrenada de los apartamentos» de

Chicago en 1881.[27] Un auge y descenso similares se produjeron en el mercado de apartamentos en Chicago en 2003.

El análisis siguiendo las dos etapas sugiere dos grupos de especuladores, los *insiders* y los *outsiders*. Los *insiders* desestabilizan al aumentar el precio y luego venden al precio máximo o cerca del máximo a los *outsiders*. Las pérdidas de los *outsiders* son necesariamente iguales a las ganancias de los *insiders*. Johnson señaló que por cada especulador desestabilizador debe haber uno estabilizador.[28] Pero los *insiders* profesionales inicialmente desestabilizan al exagerar las subidas; estos *insiders* siguen el mantra de que la «tendencia es mi amiga». En un momento dado, estos inversores eran conocidos como «*tape watchers*» (personas que observan la cinta de precios de la bolsa de valores); más recientemente, se les ha llamado «inversionistas por momentum». Los *outsiders* aficionados que

compran caro y venden barato son las víctimas de la euforia que les afecta demasiado tarde. Una vez que pierden, vuelven a sus ocupaciones normales para ahorrar y volver a derrochar en cinco o diez años.

La evidencia del pánico de oro de 1869 es consistente con la hipótesis de que Gould y Fisk primero elevaron el precio del oro y luego vendieron en su punto álgido de una manera consistente con la especulación desestabilizadora, aunque Larry Wimmer no está de acuerdo en que la especulación había sido desestabilizadora.^[29] La información disponible a los dos grupos de especuladores difería. En la etapa inicial, Gould trató de persuadir al gobierno de los Estados Unidos de la conveniencia de depreciar el dólar estadounidense a la fuerza, incrementando el «agio» o la prima sobre el oro para aumentar los precios del grano, mientras que los especuladores *outsider* operaban desde una expectativa basada

en rendimientos anteriores donde el gobierno de Estados Unidos buscaría lograr una reducción del agio de modo que los *greenbacks* (nombre que se le daba al dinero en papel durante la Guerra Civil Americana) se podrían nuevamente cambiar por oro utilizando la paridad existente antes de la Guerra Civil. El 16 de septiembre los *outsiders* abandonaron esta expectativa y adoptaron la de Gould; compraron oro y el precio subió. El 22 de septiembre, Gould fue informado por su asociado, el cuñado del presidente Grant, que los *outsiders* habían tenido razón desde el principio y que su plan no iba a ser adoptado; entonces Gould vendió. Los *outsiders* se dieron cuenta tarde de que estaban equivocados. El resultado fue el Viernes Negro, el 23 de septiembre de 1869, cuando los precios de las acciones se desplomaron.

Otro caso que involucra a dos grupos de especuladores, *insiders* y *outsiders*, es la «*bucket*

shop» (casa de apuestas sobre valores bursátiles, productos básicos, etc.). Este término prácticamente ha desaparecido de la lengua desde que la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos la declaró práctica ilegal, pero los hombres y mujeres que dirigen las «*boiler shops*» (casas de bolsa ilegal, fraudulenta o de ventas de valores cuestionables) son los hijos de los que dirigieron las *bucket shops*. Las *bucket shops* se describen en las novelas; un ejemplo típico se da en la excelente obra *House of All Nations*,^[30] de Christina Stead. Los *insiders* en una *bucket shop* toman pedidos del público para comprar y vender valores, pero no ejecutan estas órdenes porque asumen que se demostrará que las apuestas del *outsider* serán incorrectas. Y la *bucket shop* tiene la ventaja de ser una cobertura. Si resulta que los *outsiders* están en lo cierto al «comprar barato y vender caro», los operadores de la *bucket shop* echan a correr. En *House of All Nations*, Jules

Bertillon huyó a Letonia en 1934.

Los *bucket shops* se convirtieron en *boiler shops* que apuraban a los inversores no tutelados con promesas de ganancias rápidas de éxito asegurado. Los propietarios de los *boiler shops* habían sacado adelante sus propias empresas; inicialmente poseían todas o casi todas las acciones en estas empresas. Robert Brennan, de First Jersey Securities tenía en propiedad, operaba o estaba asociado con una serie de *boiler shops*; los nombres iban cambiando, pero la estafa era siempre la misma. Sus amiguetes empujaron el aumento de los precios de las acciones de empresas muy pequeñas y poco conocidas; una vez que los precios de las acciones iban en aumento, utilizaban el telemarketing para vender las acciones a dentistas y empresarios de pompas fúnebres en las pequeñas ciudades de todo Estados Unidos. Se las arreglaron para ir aumentando los precios de las acciones día a día, hasta que la

mayoría de las acciones de las empresas habían sido vendidas a los inversores incautos que se felicitaban por la gran cantidad de dinero que habían ganado. Cuando uno de estos inversionistas trató de convertir los beneficios en papel en dinero en efectivo, de repente no había compradores.

Otro ejemplo más de un *outsider* especulador desestabilizador que compró al alza y vendió a la baja, es la historia del gran Maestro de la Casa de la Moneda, Isaac Newton, el científico reconocido a nivel mundial. En la primavera de 1720 afirmó: «Puedo calcular los movimientos de los cuerpos celestes, pero no la locura de la gente.» En consecuencia, el 20 de abril vendió sus acciones de la Compañía de los Mares del Sur por 7.000 libras, con un beneficio del 100 %. Más tarde, una infección de la manía que afectaba al mundo esa misma primavera y verano le llevó a adquirir un mayor número de acciones cerca del precio máximo y perdió 20.000 libras. Siguiendo uno de

los hábitos irracionales de las muchas personas que experimentan desastres financieros, no quiso pensar más en ello y durante el resto de su vida no pudo soportar oír el nombre Mares del Sur.[31]

Sin embargo, la especulación eufórica de *insiders* y *outsiders* también puede llevar a manías y pánicos, cuando la conducta de cada participante parece racional. Consideren la falacia de la composición cuando el conjunto difiere de la suma de sus partes. La acción de cada individuo es racional, o lo sería si muchos otros individuos no se comportaran de la misma manera. Si un inversionista es lo suficientemente rápido para entrar y salir por delante de los demás, le puede ir bien, como suele pasar con los *insiders*. Carswell cita a un participante racional de la Burbuja de los Mares del Sur:

El aumento adicional por encima del verdadero capital sólo será imaginario; si sumamos uno más uno, por mucho que queramos estirar la aritmética vulgar,

nunca obtendremos tres años y medio, por consiguiente, todo valor ficticio debe suponer una pérdida para alguna u otra persona en principio o fin. La única manera de evitar que le pase a uno mismo es vender temprano, y que se salve quien pueda.^[32]

«Que se salve quien pueda», «*sauve qui peut*», «*die Letzten beißen die Hunde*» («los perros muerden a los rezagados») y frases parecidas constituyen recetas para el pánico. Sería parecido a la reacción de la gente cuando se produce un incendio en un teatro abarrotado y alguien grita «fuego». Otra analogía sería la cadena de cartas; como la cadena no se puede prolongar infinitamente, solamente algunos inversores podrán vender antes de que los precios empiecen a bajar. Es racional que un individuo determinado participe en las primeras fases de la cadena y que crea que los demás también pensarán que son racionales.

Muy similar a la falacia de la composición es

la demostración estándar del «teorema de la telaraña» en la economía elemental en la que están vinculados la oferta y la demanda con retraso, no de manera simultánea, como en una subasta que equilibra el mercado en cada momento. El «Desplazamiento» se compone de acontecimientos que cambian la situación, amplían el horizonte, y alteran las expectativas. En estos casos, las expectativas de algunos inversionistas que de lo contrario serían racionales no llegan a reconocer la fuerza de respuestas similares que hayan tenido otros. Cuando parece que hay una escasez de físicos o matemáticos o maestros de escuela, muchos jóvenes entran a la escuela de posgrado para prepararse para una de estas profesiones; para cuando terminan sus estudios, puede haber un «exceso de oferta» de personas capacitadas para las carreras de este campo. Después de la oleada tardía de oferta, las oportunidades de empleo de repente comienzan a escasear. Sin embargo, el

exceso de oferta se da a conocer sólo después del largo período de gestación. Las respuestas a la escasez de café, azúcar, algodón, o algún otro producto similar pueden ser de igual modo excesivas. El precio se incrementa considerablemente en respuesta a la oleada inicial de la demanda y luego disminuye aún más rápidamente a medida que hay cada vez más disponibilidad de nueva oferta.

La historia de las manías y los pánicos está llena de ejemplos de respuestas de «telaraña» desestabilizadora a impactos exógenos. Cuando Brasil se abrió como mercado de productos británicos en 1808, se enviaron más bienes de Manchester en un par de semanas que los que se habían consumido a lo largo de los últimos veinte años, incluyendo patines de hielo y calentadores de cama, como señaló Clapham; demostró ser la ilustración aceptada de la locura comercial entre los economistas del siglo XIX.[\[33\]](#) En la década de

1820, la independencia de las colonias españolas provocó un auge al conceder préstamos a los nuevos gobiernos de América Latina, que invertían en acciones de minería y exportaban a la zona; el aumento de la inversión resultó excesivo. «La demanda es repentina, y se detiene de repente. Pero demasiadas personas han actuado como si fuera probable que continuase.»[34]

En la década de 1830 la fluctuación de telaraña tenía una periodicidad de dos años. «Cada comerciante no tendría conocimiento de las cantidades que los demás comerciantes estarían trayendo en el momento en que su propia mercancía estuviera en el mercado.»[35] Lo mismo ocurrió en los Estados Unidos en la década de 1850, tras el descubrimiento del oro en California:

Las expectativas extraordinarias e indebidas contempladas no sólo en los Estados Unidos, sino también en este país [Gran Bretaña] en cuanto a la

capacidad de California —después del descubrimiento del oro de 1849—, sin duda, ayudaron a multiplicar y extender el desastre consecuente de la crisis estadounidense. Cuando se declaró una y otra vez, tanto en Londres como en Boston, en lo que se refería a todos los envíos a San Francisco, que seis, o, como máximo ocho cargos de tamaño moderado de colores mezclados al mes era lo único que les hacía falta o lo único que podría ser consumido; en lugar de eso, los transportistas de la costa este despachan entre doce y quince barcos de primera clase al mes, totalmente llenos.[36]

Una línea de razonamiento demasiado inverosímil para ser cierta condujo desde la filoxera que destruyó muchos viñedos y retrasó la producción de vino en Francia, hasta el auge de la década de 1880 de las acciones de las fábricas de cerveza en Gran Bretaña, a medida que una a una, las cervecerías privadas vendían por primera vez las acciones a inversores en la manía de las empresas que cotizan en bolsa. Entre ellos, se compró Arthur Guinness y compañía por 1,7

millones de dólares estadounidenses y se vendió por 3,2 millones de libras.[37] «El éxito de la emisión fue como el disparo de una pistola de partida; para noviembre de 1890, otras 86 empresas cerveceras habían emitido nuevas acciones al público por primera vez.»[38]

Hubo un auge en Gran Bretaña a finales de la Primera Guerra Mundial, cuando los hombres de negocios pensaron que la victoria aseguraría la eliminación de la competencia alemana en carbón, acero, transporte marítimo y textiles de algodón. Los precios de los activos industriales, barcos, acciones, e incluso los de las casas aumentaron. Las empresas se fusionaron; muchas de las fusiones se financiaron con grandes cantidades de crédito. Entonces comprendieron la seria realidad desde el verano de 1920 hasta la huelga del carbón en el segundo trimestre de 1921.[39]

Hay tres casos más que se encuentran en el límite de la racionalidad. La primera se centra en

los trabajadores, por decirlo de alguna forma — las personas que se acostumbran a un determinado nivel de ingresos y que tienen dificultades para ajustar sus gastos a la baja cuando sus ingresos disminuyen—. Según la teoría del consumo, éste es el efecto Duesenberry que comentamos anteriormente. En la oferta de trabajo, constituye la «curva de oferta atípica», lo que sugiere que el aumento de los sueldos o salarios no produce más trabajo sino menos y que la manera de aumentar el esfuerzo es reducir el salario por unidad de tiempo. En los libros de historia económica, este principio se conoce como «John Bull puede soportar muchas cosas, pero no puede soportar un 2 %». John Stuart Mill lo expresó así:

Este tipo de vicisitudes, que comienzan con una especulación irracional y acaban con una crisis comercial, hasta ahora no han sido menos frecuentes o menos violentas con el crecimiento del capital y la expansión de la industria. Más bien puede decirse que han ido a más: en consecuencia, se dice a menudo que

han creado una mayor competencia; pero, como yo prefiero ponerlo, se deben a un índice de beneficios y a unos tipos de interés bajos, cosa que hace que los capitalistas estén insatisfechos con el curso ordinario de las ganancias mercantiles seguras.[40]

En Francia, a finales de la Restauración y el comienzo de la Monarquía de Julio —es decir, entre 1826 y 1832— la especulación se extendió a pesar de la «desconfianza que los franceses siempre sienten hacia el dinero obtenido por medio ilícitos». Los propietarios de tierras ganaban entre un 2,25 y un 3,75 % con sus activos; los industriales intentaron obtener mayores beneficios que los que les daban los tipos de interés a largo plazo sobre sus inversiones fijas, entre el 2 y el 4 %, para ganar entre un 7 y un 9 % global. Los comerciantes y los especuladores en materias primas buscaban ganancias entre un 20 y un 25 % sobre sus inversiones.[41] Charles Wilson señala que anteriormente los holandeses

pasaron de ser comerciantes a ser banqueros (acusados de ser holgazanes y codiciosos); desarrollaron hábitos de la especulación, debido al descenso de los tipos de interés en Ámsterdam al 2,5 y 3 %.[42] Las conversiones a gran escala de la deuda pública en 1822 y 1824 y de nuevo en 1888 condujeron a una disminución de los tipos de interés y estimularon el apetito de los inversores británicos por comprar más valores bursátiles extranjeros.[43] Andréadès observó que «Cuando el interés cae, el mundo comercial inglés, incapaz de reducir su nivel de vida, abandona sus negocios habituales a favor de otros más rentables, pero por ese mismo motivo, tales empresas son más arriesgadas ... la especulación conduce al desastre y, en último término, debe ser asumido por el banco central.[44]

El auge en los préstamos sindicados del Tercer Mundo en la década de 1970 se dio después de una fuerte disminución en los tipos de interés

sobre los valores en dólares estadounidenses durante la primavera de 1970, cuando la Reserva Federal adoptó una política más expansiva. Los bancos tenían una alta liquidez y buscaban prestatarios atractivos que encontraron en los gobiernos del Tercer Mundo y en las empresas de propiedad estatal, sobre todo en América Latina. La década de 1960 había sido una década de aceleración de la internacionalización de los grandes bancos estadounidenses y habían aumentado rápidamente el número de sus sucursales en el extranjero. Debido al fuerte aumento de los precios de los productos básicos, los ingresos nominales y reales en México, Brasil, y la mayoría de otros países en desarrollo se expandieron a tasas por encima de la tendencia. Los precios de los productos básicos se redujeron fuertemente en la década de 1980 en respuesta al aumento en los tipos de interés en Estados Unidos, y a continuación los ingresos nominales y reales se

redujeron en estos países endeudados. ¿Deberían haber previsto los bancos que el descenso de los precios de los productos básicos era inevitable?

El segundo caso fronterizo consiste en mantenerse a la expectativa con la esperanza de alguna mejora, o bien en no emprender un tipo determinado de acción cuando se producen cambios en las circunstancias. Respecto al primer punto, citaremos las quiebras de la New York Warehouse and Security Company, de Kenyon, Cox & Co. y de Jay Cooke and Co. los días 8, 13 y 18 de septiembre de 1873, a causa de los anticipos proporcionados a compañías ferroviarias (respectivamente, a la de Missouri, Kansas y Texas, a la Canada Southern y a la Northern Pacific) con las que se hallaban asociados. Estos ferrocarriles fueron incapaces de vender bonos para obtener los fondos necesarios para completar la construcción debido a que Berlín y Viena habían dejado de conceder préstamos a los Estados

Unidos.[45] Del mismo modo, cuando los préstamos a largo plazo de los Estados Unidos a Alemania se detuvieron en 1928, ya que los inversores de Estados Unidos se centraron en las acciones y dejaron de comprar bonos, los bancos y casas de inversión de Nueva York continuaron haciendo préstamos a corto plazo a los prestatarios alemanes. Cuando uno monta un tigre o agarra un oso por la cola, lo más racional parece ser agarrarse a él —al menos por un tiempo.

Como ejemplo de un error de omisión, veamos la crisis de algunos bancos de Hamburgo que abrieron grandes créditos durante la guerra de Crimea a favor de las casas suecas que estaban involucradas en el tráfico de mercancías a Rusia, pero no se preocuparon de cancelarlos cuando llegó la paz. Los suecos utilizaron los créditos para especular en la construcción naviera, las fábricas y la minería, lo que contribuyó a involucrar a Hamburgo en la crisis mundial de

1857.[46]

El tercer caso fronterizo es tener un modelo racional en la mente, pero que sea erróneo. El ejemplo más famoso, en otro campo, es la «psicología de la Línea Maginot» francesa, aunque puede pensarse que este ejemplo es menos un caso de expectativas irracionales que de retardo no distribuido. «Cuando la visión de una persona se halla fija en una cosa —observó Ponzi—, daría lo mismo que fuera ciega.»[47] O el comentario de Bagehot sobre Malthus: «Casi ningún hombre que haya desarrollado una concepción asombrosa y original consigue librarse de ella».[48] En la década de 1760, los comerciantes de Hamburgo no se vieron afectados por la bajada de los precios de las mercancías hasta el fin de la guerra de los Siete Años. Por esta razón, en 1799, cuando las guerras napoleónicas se sucedieron, no estaban preparados para el descenso de precios que acompañó a la penetración del bloqueo del

sistema continental de Napoleón en 1798.[49] O tomemos el ejemplo de los banqueros e industriales franceses que formaron el anillo de cobre en 1888, perfilado después del movimiento del cártel de hierro y acero, raíles de acero, carbón y azúcar en los primeros años de la década, absortos como estaban en los éxitos del sindicato del diamante en Sudáfrica y del monopolio de mercurio de Rothschild en España. (Se ha apuntado que ciertos economistas extrapolaron el triunfo de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo, la OPEP, para adoptar con éxito una fijación de precios a niveles más altos en casi la totalidad de las restantes materias primas y productos alimentarios.) En 1890, el sindicato francés poseía 160.000 toneladas de cobre de elevado precio, además de contratos para comprar más, pero con la excavación de viejas minas en todas partes se inició un proceso de utilización de residuos, que

produjo el hundimiento de los precios del cobre en picado. De 80 libras esterlinas la tonelada en el punto máximo, a 38 libras, el colapso que sobrevino en 1889 casi arrastró consigo el Comptoir d'Escompte, que fue salvado por un adelanto de 140 millones de francos del Banco de Francia, garantizado de mala gana por los bancos de París.[50]

La innovación financiera en forma de desregulación o liberalización a menudo ha supuesto un impacto. En la década de 1970 Ronald McKinnon dirigió un ataque intelectual sobre la «represión financiera», es decir, la segmentación de los mercados financieros en los países en vías de desarrollo que dieron lugar a un trato preferencial de los prestatarios gubernamentales involucrados en el comercio exterior, y a las grandes empresas.[51] El mensaje iba dirigido sobre todo a los países latinoamericanos que ya habían sido influidos por la doctrina de

liberalismo de la escuela de Chicago. Algunos países procedieron a la desregulación de sus sistemas financieros, a lo que siguió un rápido crecimiento de nuevos bancos y el rápido incremento en el crédito y la inflación; posteriormente, algunos de los nuevos bancos quebraron.[52] McKinnon consideró que la lección era que los diversos pasos en el proceso de desregulación debían ser efectuados con cuidado.[53]

Las mismas preguntas surgieron de nuevo en Polonia y en la antigua Unión Soviética a principios de 1990 en intensos debates sobre si el cambio de una economía planificada a una de mercado debía llevarse a cabo de manera rápida o lenta. El éxito de una transición de una economía planificada parece depender de la medida en que los individuos en la economía socialista recuerdan los antecedentes institucionales de su capitalismo temprano. El recuerdo de la economía de mercado

era mucho mayor en Polonia que en Rusia; largos años de socialismo y corrupción habían erradicado la memoria de las instituciones del mercado en Rusia. Esta memoria es más importante para el éxito de transición que la velocidad de la desregularización y de la privatización de los monopolios estatales.

Charlie Ponzi estaba vivo y coleando, viviendo en Tirana

La transición de las economías planificadas a las economías de mercado en lo que había sido la Europa del Este en la década de 1990 significó que las estructuras financieras ya no estaban reguladas. Los empresarios, algunos de ellos ex miembros del ejército en Albania, fundaron las empresas que prometían altas tasas de rendimiento, a menudo del 30 % al mes. La gente en estos países había acumulado un montón de divisas y un montón de depósitos en los bancos de propiedad estatal; los tipos de interés de estos depósitos eran extremadamente bajos. El público se sintió atraído

por las altas tasas de rendimientos prometidos por las instituciones financieras de reciente creación. La competencia entre los diferentes «bancos» mantuvo las tasas de interés prometido altas.

Algunos albaneses vendieron sus casas para conseguir el dinero para comprar esos depósitos bancarios y luego alquilaron esas mismas propiedades a los compradores; el «ingreso de los intereses» en sus depósitos era mucho más elevado que el alquiler que tenían que pagar por esos mismos hogares. A menudo, los compradores de los apartamentos eran los mismos empresarios que poseían y administraban los bancos de depósito. Los albaneses en diáspora enviaban dinero desde Nueva York y Chicago y Frankfurt a sus familiares en Tirana para ser depositado en estas nuevas instituciones. Algunos albaneses dejaron de trabajar debido a que los ingresos de los intereses sobre sus depósitos eran mucho mayores que sus sueldos y salarios.

Por desgracia, era demasiado bueno para ser verdad y la verdad es que no lo era.

Para los casos puramente irracionales, bastarán dos ejemplos: por una parte, una sociedad

que pone sus esperanzas en algún suceso sobresaliente, cuya relevancia para la situación es nula; y por la otra, una sociedad que ignora la evidencia, sobre la cual prefiere no pensar. Muchas empresas austríacas habían invertido mucho en la anticipación del aumento de la actividad empresarial que se derivaría de la apertura de la Exposición Universal de Viena, el 1 de mayo 1873; sus pasivos líquidos eran muy superiores a sus activos líquidos y tenían graves problemas financieros. El objetivo de estas ferias internacionales es aumentar la actividad empresarial, por lo que se hace una importante inversión en instalaciones diseñadas para acomodar a los que asistirán a las ferias. El crédito en los bancos se estiró hasta el límite; se inició un movimiento desde los productos básicos, terrenos, acciones y deuda hacia el tener dinero nuevamente, y la cadena de letras de complacencia se extendió tanto como fue posible. No obstante,

los bancos y firmas aguantaron, esperando a que abriera la exposición, porque pensaban, o al menos tenían la esperanza de que el aumento en las ventas podría salvar la situación. Cuando la exposición se abrió y el aumento de las ventas fue decepcionante, el mercado colapsó, a principios de mayo.[54]

Como ilustración de represión de evidencia contradictoria, pensemos en el análisis de J. W. Beyen referente al fracaso de los alemanes para restringir la toma de préstamos a corto plazo del extranjero al final de la década de los veinte. Sugirió que no se hacía frente a los peligros, ni siquiera por parte de Schacht, y añadió: «No sería la primera vez, ni tampoco la última, que se “reprimiera” la conciencia».[55] Estos ejemplos nos dan a entender que pese a la utilidad general de la suposición de racionalidad, los mercados en ocasiones (poco frecuentes) han actuado de forma irracional, aunque todos los participantes del

mercado pensaban que estaban actuando de forma racional.

Los desplazamientos

El desplazamiento es algún tipo de acontecimiento externo que cambia el horizonte, las expectativas, las oportunidades de beneficio, el comportamiento: «algún consejo repentino muchas veces inesperado».[56] Un aumento en el precio del petróleo es un desplazamiento. Una devaluación no anticipada es otro —aunque la mayoría de las devaluaciones se han previsto—. Un cambio en las regulaciones financieras, especialmente las liberalizaciones en materia de restricciones a los préstamos a grupos particulares de prestatarios es un desplazamiento. El impacto debe ser lo suficientemente grande como para

tener una repercusión en las perspectivas económicas. Los acontecimientos de cada día producen algunos cambios de perspectiva, pero pocos son lo suficientemente importantes como para calificarlos de impacto.

La guerra supone un impacto importante. Algunas crisis ocurren inmediatamente antes o después de una guerra, o lo bastante pronto después del fin de una guerra como para permitir que se falsifiquen unas cuantas expectativas. En cuanto a los inicios, el ejemplo más notable es la crisis de agosto de 1914; y respecto al fin de una guerra, tenemos las crisis de 1713, 1763, 1783, 1816, 1857, 1864, 1873 y 1920. Lo que es más, entre siete y diez años después de una guerra, con un margen lo suficientemente amplio para que las expectativas creadas al término de la crisis original se falsifiquen, aparecieron una serie de crisis impresionantes: se incluyen las de 1720, 1772, 1792, 1825, 1873 en Estados Unidos, y la de

1929.

Los cambios políticos de gran alcance también pueden sacudir el sistema y desplazar las expectativas. La Revolución gloriosa de 1688, por ejemplo, originó un auge en la promoción de compañías. En 1695 había 140 sociedades anónimas con un capital total de 4,5 millones de libras esterlinas; más del 80 % se había formado en los siete años anteriores. En 1717, la capitalización total había alcanzado los 21 millones de libras esterlinas.[57] En julio de 1720, el Bubble Act prohibió la formación de más sociedades anónimas sin la aprobación explícita del Parlamento, limitación que se prolongó hasta 1856. Aunque, en líneas generales se ha interpretado como reacción contra la especulación de la South Sea Company, Carswell afirma que se llevó a cabo para apoyar a la Compañía de los Mares del Sur, ya que el rey y el parlamento trataron de reprimir el desarrollo de las empresas

rivales que podrían atraer el dinero en efectivo que tanto necesitaban los promotores de los Mares del Sur.[58]

Los acontecimientos de la Revolución francesa, el Terror, el Directorio, el Consulado y el Imperio, junto con los incidentes propios de las guerras napoleónicas, actuaron igualmente como desplazamientos, poniendo en marcha movimientos a gran escala en 1792, 1793 y 1797, y abriendo y cerrando mercados en Europa y otros puntos a los productos británicos y coloniales. Otros acontecimientos políticos de la misma índole acaecidos en Francia fueron la Restauración (1815), la Monarquía de Julio (1830), la Revolución de febrero de 1848 y el Segundo Imperio (1852). El motín de Sepoy en la India, en mayo de 1857, seguido por una revolución militar hindú, contribuyeron a la depresión de los mercados financieros londinenses.[59] Dicho motín estableció un precedente para el desorden

de Invergordon de septiembre de 1931, cuando un contingente de marinos británicos casi se puso en huelga como consecuencia de las reducciones salariales decretadas por el nuevo gobierno nacional. Esto fue interpretado por la Europa continental como motín por parte de una gran institución británica, la Marina, y esta interpretación contribuyó a la decisión británica de detener la fijación de la libra con el oro.[\[60\]](#)

Las guerras, las revoluciones, las restauraciones, los cambios de régimen y los motines aparecen, por norma general, desde fuera del sistema; están más allá del habitual conjunto de eventos de riesgo que pueden ser modelados como distribución de probabilidad. Es más difícil clasificar los desplazamientos monetarios y financieros como exógenos. Pero también se pueden considerar como desplazamientos la reacuñación torpe, la manipulación de oro y plata por bimetalismo, las conversiones llevadas a cabo

para economizar en los ingresos del gobierno que, inesperadamente, desvían la atención de los inversionistas a otras vías, los nuevos préstamos que tienen éxito más allá de toda expectativa.

El *Kipper und Wipperzeit* de 1619 a 1623 (que hemos señalado anteriormente) debe su nombre a la acción de los cambistas que tomaron las monedas devaluadas que venían del aumento en el número de cecas de los príncipes y falsearon sus balanzas al tratar de intercambiar dinero malo por dinero bueno a través de los campesinos, tenderos, y artesanos ingenuos. La devaluación fue en aumento de manera rápida y se extendió desde un estado a otro hasta que las monedas utilizadas en las transacciones diarias perdieron su valor.[61]

Dos reacuñaciones alemanas ofrecen un estudio contrastado. En la primera, en 1763, Federico II de Prusia compró plata a crédito en Ámsterdam para producir una nueva acuñación que

sustituyera a la que había sido adulterada durante la guerra de los Siete Años. Retiró de la circulación el viejo dinero adulterado antes de que el nuevo se emitiera, lo cual precipitó una crisis deflacionaria y el colapso de una cadena de letras descontadas.[62] Más de cien años después, tras la indemnización franco-prusiana, las autoridades alemanas acuñaron dinero nuevo, pero en esta ocasión antes de retirar el viejo, con el fin de ahorrar el interés; en tres años, la circulación de monedas se triplicó desde 254 millones de táleros (762 millones de marcos). El resultado fue la inflación.[63]

La crisis de 1893 en Estados Unidos, originada por la amenaza a la convertibilidad del oro a partir del Sherman Silver Act, sobre la compra de plata, de 1890, ya se ha comentado. Y también las conversiones británicas de la deuda de 1822, 1824, 1888 y 1932, aunque esta última se asoció con un auge en la construcción de viviendas que no

desembocó en crisis. En Francia, la conversión del 5 % de las obligaciones francesas (*rentes*) se discutió después de 1823 mientras la oferta monetaria se expandía; el tipo de interés habría caído de no haberse mostrado los inversores reticentes a comprar obligaciones francesas con prima. Cada uno de los tres banqueros tenía una idea diferente del propósito de la conversión: Rothschild quería vender más obligaciones; Greffuhle (y Ouvrard) esperaban poder atraer a los inversores hacia la compra de canales; Laffitte quería asegurar el desarrollo de la industria. En esta ocasión, los obstáculos políticos evitaron la aprobación de la legislación necesaria y, finalmente, el mercado renunció a mantener las obligaciones francesas con prima. Este agudo descenso de los tipos de interés desencadenó la especulación.[64] El gobierno construyó canales con capital privado,[65] y el débil resplandor del auge del ferrocarril se constató en Francia a lo

largo del Loira, el Ródano y el Sena. Pero el objeto principal de la especulación era construir en el interior o en los alrededores de las principales ciudades: Toulouse, Lyon, Marsella, Le Havre.[66] Esta experiencia inspiró a Honoré de Balzac para su novela *César Birotteau*, escrita en 1830: relata la triste historia de un perfumista a quien convencieron para que comprara lotes de edificios en las proximidades de la Madeleine con dinero prestado por «un cuarto del valor que con seguridad tendrían dentro de tres años».[67]

El éxito de los préstamos en el reciclaje de las compensaciones después de las guerras napoleónicas y franco-prusiana y de la Primera Guerra Mundial ya se ha comentado. Cualquier éxito sorprendente de una emisión de valores, con un múltiple exceso de peticiones de suscripción y una rápida prima para los suscriptores, atrae a aquellos que toman dinero a préstamo, a los prestamistas y especialmente a los banqueros de

inversiones. El préstamo de Baring de 1819 («el primer préstamo extranjero importante contratado por un banco británico»[\[68\]](#)) condujo rápidamente a una serie de emisiones para Francia, Prusia, Austria y, más tarde, tras la independencia de las colonias, para las repúblicas hispanoamericanas. La emisión de obligaciones efectuada por el gobierno de Thiers hizo que los bancos franceses salivaran con la esperanza de los préstamos extranjeros, apetito que recibió un nuevo estímulo a partir del empréstito de conversión de 1888 para la Rusia zarista, que sacó del atolladero a los inversores alemanes y envió a los inversores franceses cuesta abajo por un camino que acabaría, tras la revolución de 1917, con un gimoteo más que con un estallido. El préstamo Dawes de 1924 abrió los ojos a los inversores americanos a las delicias de la concesión de préstamos al extranjero, a los que darían la espalda al cabo de media década. Las

obligaciones de Thiers tuvieron un exceso de peticiones de suscripción por un importe catorce veces superior a la emisión, y el préstamo Dawes once veces superior. Sin embargo, mucho más importante que el tamaño del múltiplo es su relación con las expectativas. Rosenberg calificó de sensacionales los tres préstamos franceses de 1854 y 1855, ya que tuvieron un exceso de peticiones de suscripción casi de dos a uno (468 millones de francos en una oferta de 250 millones), de cuatro a uno (2.175 millones para una emisión de 500) y de cinco a uno (3.653 millones contra 750). No obstante, en Austria y Alemania, después de iniciarse el auge especulativo de la década de 1850, el comienzo de la venta de las acciones del Credit Anstalt tuvo un exceso de peticiones de suscripción cuarenta y tres veces superior al importe, en gran parte por gente que había hecho cola durante toda la noche; y cuando el Brunswick Bank quiso dos millones de

táleros en mayo de 1853, se le ofreció ciento doce veces esa cantidad en un espacio de tres horas.[69]

Entre los principales desplazamientos que se han dado recientemente, como señalamos anteriormente, se encuentran la desregulación de los bancos e instituciones financieras; las innovaciones tales como los derivados (que existían antes, pero sólo en una escala modesta); los fondos mutuos y de cobertura, que ofrecen nuevas oportunidades de adquirir riqueza, aunque, sin embargo, presentan el riesgo de pérdida; los REITs (Real Estate Investment Trusts) la flotación, por parte de los bancos, de los préstamos e hipotecas como valores negociables; y las ofertas públicas de venta (OPV) iniciales de empresas privadas.

La desregulación de las instituciones financieras fue un factor importante que contribuyó a la burbuja de precios de los activos en Japón en

la década de 1980 y especialmente durante la segunda mitad de esa década. Todos los bancos japoneses estaban muy interesados en su posición en la lista de los éxitos de activos y depósitos; todos ellos querían estar situados en una posición más alta en la escala de las listas de éxitos —lo que significó que cada uno de ellos tenía que «hacer crecer sus préstamos más rápidamente» que los bancos que tenían posiciones más altas.

La revolución tecnológica de la década de 1920 —el fuerte incremento de la producción de automóviles, la electrificación de gran parte de América, la rápida expansión del sistema telefónico, el aumento en el número de salas de cine, y el comienzo de la radio— fue un gran impacto. La inversión aumentó. Del mismo modo, en la década de 1990, sobre todo en la segunda mitad de la década, hubo una gran revolución tecnológica de la información. Las entidades de capital riesgo, especialmente aquellas en el área

de la Bahía de San Francisco, se convirtieron en proveedores deseosos de financiar a muchos de los ingenieros que tenían ideas. Luego, en una fase posterior, estas empresas recibieron «capital mezzanine». La siguiente etapa fue que las empresas tuvieron una OPV organizada por alguno de los principales bancos de inversión, como Merrill Lynch, Morgan Stanley o el Credit Suisse First Boston. Los bancos de inversión se harían cargo de los «road shows» (giras por un número de ciudades donde los ejecutivos de una empresa se reúnen con los inversores potenciales antes de una OPV) para estas empresas que estaban a punto de salir a bolsa; los empresarios visitaban los fondos mutuos y los fondos de pensiones y a los administradores de otros depósitos en efectivo. Sobre la base de la demanda, los bancos de inversión fijaban el precio de las acciones a 19, 23 o 31 dólares y tal vez un 20 % de las acciones en circulación de las empresas se llegaban a

vender. A menudo, el precio de las acciones al final de la negociación del primer día sería de tres o cuatro veces el precio de la OPV.

El «pum» en el precio de las acciones tras el primer día de negociación anunciaba que los precios de las acciones aumentarían. Durante los últimos años de la década de 1990 una proporción extremadamente alta de nuevas emisiones de acciones experimentaron estos grandes «pums» de precios el primer día de cotización. Los «pums» en los precios dieron pie a muchas nuevas ofertas en acciones.

«Dow en 36.000», «Dow en 40.000», «Dow a 100.000»*

En 1999 se publicaron tres libros con títulos casi idénticos. Los temas que trataban eran casi idénticos —si los tipos de interés permanecían bajos y las ganancias corporativas seguían aumentando, entonces, finalmente, el índice Dow Jones de los

precios de las acciones llegaría a niveles mucho más altos de los que nunca había llegado—. La lógica era irrefutable, era más o menos una extensión del principio de Arquímedes que decía que podría mover el mundo si tuviera una palanca lo suficientemente grande. A largo plazo, el nivel de los precios de las acciones refleja tres factores: la tasa de crecimiento del PIB, el porcentaje de beneficios del PIB y la relación de los precios de las acciones con los beneficios corporativos o la relación precio-beneficio. El porcentaje que representan las ganancias dentro del PIB de Estados Unidos ha sido notablemente constante a largo plazo, en torno al 8, y la relación precio-beneficio ha estado en un promedio del 17.

Los inversores continuamente eligen entre la compra de bonos y la compra de acciones. La tasa de interés de los bonos ha sido, en promedio, de un 5; los rendimientos de las ganancias de los bonos, la tasa de interés recíproco, por lo tanto, es 20. Los que pronosticaron el Dow a 36.000 creían que la relación precio-ganancia debería ser mucho mayor porque las acciones no eran mucho más arriesgadas que los bonos.

Los objetos de la especulación

En las últimas décadas del siglo XX, los inversores especularon sobre todo en bienes raíces o acciones; en épocas anteriores los objetos de la especulación fueron más diversos. En el Apéndice se puede encontrar una tabla detallada de los ciclos. La lista muestra la tendencia de estos objetos de pasar de unos pocos productos favorecidos, al inicio del período de observación, a una amplia variedad de activos y valores al final del mismo. La lista es parcial, pero da que pensar.

¿Qué probabilidad hay de que un desplazamiento dé lugar a un impacto que inducirá a los individuos a invertir las ganancias de capital y, especialmente, las ganancias a corto plazo? Supongamos que la especulación desestabilizadora puede ocurrir en un mundo de personas que por

norma general suelen ser racionales. A continuación, imaginemos un impacto; estas personas juzgan mal su repercusión. A continuación, supongamos un impacto; estas personas juzgan mal la repercusión de los impactos. Hay muchos impactos: sólo una proporción relativamente pequeña de impactos lleva a una manía especulativa.

Uno de los interrogantes es si es posible que dos o más objetos de la especulación, tales como los inmuebles y los valores, sean propensos a estar involucrados antes de que el «*overtrading*» llegue a tener las dimensiones suficientes para dar lugar a una crisis. Consideremos varias ocasiones en las que dos o más objetos se han visto involucrados en la especulación.

Las burbujas de la South Sea y la del Mississippi de 1720 estaban relacionadas y se nutrían de la expansión monetaria en Gran Bretaña y en Francia, que apoyaban una alta presión de la

corriente especulativa. La especulación que empezó con los valores de la Compañía de los Mares del Sur y el Sword Blade Bank en Inglaterra y con los de la Mississippi Company y los *banques* de John Law en Francia, se extendió con gran rapidez a otras empresas, mercancías, y tierras; muchas de estas otras empresas eran estafas. La Compañía de los Mares del Sur se vino abajo por su intento de eliminar las especulaciones rivales, entablado juicio bajo el *Bubble Act* de junio de 1720 contra la York Buildings, la Lustrings y la Welsh Copper. El esfuerzo tuvo un efecto bumerán.[70] La extensión de la especulación de un objeto a otro, para generalizar la subida de los precios, ocurrió por el hecho de que los especuladores que vendieron acciones de los Mares del Sur cuando los precios se acercaban a su precio máximo, compraron acciones de bancos y de aseguradoras y casas de campo.[71] Entonces el precio de la tierra comenzó a moverse

al compás de las cotizaciones de las acciones de los Mares del Sur.[72] En el otoño de 1719 en Francia, los precios de las tierras subieron y los especuladores comenzaron a sacar sus beneficios de la burbuja de Mississippi.[73]

El auge de 1763 se basó exclusivamente en el gasto del gobierno durante la guerra y su financiación a través de cadenas de letras emitidas al descuento. La DeNeufville Brothers, cuya quiebra originó el pánico, vendía «mercancías, barcos y valores como tantas otras compañías holandesas»[74] con cientos de miles de florines en pasivos aceptados contra los cuales rara vez se guardaban más de unos pocos cientos de florines en reservas en metálico.

En cierta medida, lo que quizá contribuyó al descenso de las operaciones comerciales pudo ser una sequía sin precedentes en Inglaterra en 1762, con escasez de heno, carne, mantequilla y queso.[75] La crisis de 1772 fue precipitada por la

especulación, en Ámsterdam y Londres, sobre las acciones de la East India Company y por el colapso del Ayr Bank (Douglas, Heron & Co.). Aquí intervienen ciertos detalles complejos, incluyendo los reveses políticos de la East India Company y la restricción de su crédito por parte del Banco de Inglaterra; la práctica del nuevo Ayr Bank (al que los bancos ya establecidos dejaron los préstamos incobrables) de tomar dinero prestado de Londres cuando sus letras aceptadas vencían; y la huida, en julio de 1772, de Alexander Fordyce, que había perdido el dinero de su compañía vendiendo prematuramente las acciones de la East India Company. Cuando las acciones cayeron ese otoño, Clifford and Co., el banco holandés que había encabezado un sindicato para intentar que aumentara el precio, se hundió. No obstante, estos fenómenos parecen superficiales. Una fuerte inversión en Gran Bretaña en viviendas, carreteras, canales y otras obras públicas, había

puesto una gran presión sobre los recursos.[76] Una fuente relata la caída de los precios del café desde 1770 hasta la crisis financiera de 1772-1773,[77] pero esto no lo menciona Wilson, la fuente estándar, ni Ashton, Clapham, o Buist.[78]

En 1793, varias causas —los bancos rurales, los canales, el Reinado del Terror— estimularon un flujo de capital inicial a Gran Bretaña, como también las malas cosechas. En 1799 hubo una sola causa, el tira y afloja del bloqueo. Contrariamente, la crisis de 1809 al 1810 tuvo «dos causas independientes: una reacción a la especulación en Sudamérica y una relajación seguida de una restricción del bloqueo continental».[79] En 1815-1816 sobrevino un auge de posguerra en las exportaciones a Europa y Estados Unidos, que excedieron todas las posibilidades de venta, además de una bajada del precio del trigo. En 1825 se combinaron varios elementos: los canales, los bonos del gobierno de

Sudamérica y las minas; a la crisis de mediados de la década de 1830 contribuyeron las exportaciones británicas, el algodón, la venta de tierras en Estados Unidos y el inicio de la manía del ferrocarril. La crisis de 1847 tuvo como origen la manía del ferrocarril, la enfermedad de la patata, una mala cosecha de trigo un año y una cosecha abundante el siguiente, y, a continuación, la revolución en Europa.

Por ende, en la mayoría de las crisis importantes hay, como mínimo, dos objetos de especulación. Del mismo modo que los mercados nacionales estaban interconectados, también estaban interconectadas la especulación con las condiciones de crédito subyacentes. Pero cuando se origina una crisis como la de 1847, a partir de objetos tan dispares como son los ferrocarriles y el trigo, existe cierta base para afirmar que la crisis es accidental en su origen, a menos que la debilidad monetaria que la alimente sea

sistemática.

En Japón y en los países asiáticos, las burbujas en bienes raíces y acciones, en general, han ocurrido a la vez. En algunos países, especialmente los más pequeños, el valor de mercado de las empresas de bienes raíces constituye una proporción elevada del valor de mercado de todas las acciones como grupo. Cuando aumentan los precios de los terrenos, el valor de los activos propiedad de las empresas de bienes raíces aumenta, y el valor de mercado de las empresas de bienes raíces también se incrementa. Los inversores que han vendido las acciones de bienes raíces tienen dinero para invertir y es probable que inviertan gran parte de su dinero en efectivo en acciones de empresas que no participan en el negocio inmobiliario. Por otra parte, cuando los precios de bienes raíces aumentan, entonces es probable que haya un auge en el negocio de la construcción y que se

incremente el valor de las empresas de la construcción. Las pérdidas de préstamos bancarios tienden a ser inferiores a la tendencia, cuando los precios inmobiliarios están en aumento. Y la relación simbiótica es simétrica: cuando bajan los precios de los bienes raíces, los precios de las acciones también disminuyen.

Diferencias nacionales en lo que respecta al temperamento especulativo

Una de las teorías es que los inversores de algunos países tienen una mayor tendencia a especular que los de otros. A pesar de la distinción de Ruth Benedict entre culturas, con los temperamentos apolíneos (equilibrados) y dionisiacos (orgiásticos),[\[80\]](#) tal proposición es dudosa. Y a pesar de la inverosimilitud, muchos

historiadores coinciden al decir que los Brabanters tenían una fuerte predilección por los juegos de azar en el siglo XVI, y que aquellas decenas de miles de personas que emigraron a las Provincias Unidas tras el saqueo de Amberes en noviembre de 1576 y su asedio devastador en 1585 se llevaron esa predilección con ellos.[81] En la República Holandesa, el instinto del juego de los banqueros, inversores, e incluso de la gente común mantenía una relación muy tensa con el sentido sobrio y abstemio de Calvino y los luteranos.[82] Algo debe dar pie a la idea de que las instituciones bancarias dan más juego a la especulación en algunos países que en otros. Juglar, por ejemplo, afirma que las crisis francesas del siglo XVIII fueron menos abruptas y violentas que las de Gran Bretaña porque (después del asunto de John Law) en Francia se hacía menos uso y abuso del crédito.[83] Una óptica diferente atribuye la experiencia francesa a una severa ley

sobre las bancarrotas:

Sea por las fuerzas educativas de la ley y las instituciones establecidas o por la tradición, en Francia prevalece un alto nivel de honradez en los negocios. El hecho de que los hijos se esfuercen durante años para pagar las deudas de sus padres, y que los notarios paguen los desfalcos de alguno de los suyos, en nombre de la profesión, aun careciendo de asociación personal con ellos, indica un criterio de cumplimiento de las obligaciones comerciales que no puede existir sin dejar su influencia en la prosperidad material de un pueblo. Puede resultar sorprendente que una nación cuyos soldados destacaban tanto por su brío en la guerra pueda ofrecer financieros y hombres de negocios que son la encarnación del conservadurismo en sus métodos, pero tal es, a todas luces, el caso.

El mismo autor continúa diciendo: Inglaterra es el país en el que el espíritu de la aventura y la especulación han hecho lo máximo para fomentar las crisis y depresiones.[84]

Un historiador ha sugerido que el pastoreo de ovejas y la minería contribuyó a un amor hacia los

juegos de azar, y que los australianos, a partir de los descubrimientos de oro de 1851 a 1852, desarrollaron un amor particular por los juegos de azar, expresado tanto a través de las carreras de caballos como a través de la especulación de la tierra.[85]

Una opinión compartida es que Estados Unidos es «la patria clásica de los pánicos comerciales y financieros», presuntamente a causa de las arriesgadas operaciones bancarias.[86] Esto fue observado en la década de 1830 por Michel Chevalier, que contrastó la moderación francesa con la especulación norteamericana (pero quien, no obstante, creía que esta última era todo un estímulo para la construcción de canales, ferrocarriles, carreteras, fábricas y pueblos).[87] La carta número 25 de su epistolario de América a Francia está dedicada por entero a una discusión sobre la especulación: «Todo el mundo especula sin cesar con todas las cosas. Desde el Maine

hasta el río Rojo (en Arkansas), Estados Unidos se ha convertido en una inmensa Rue Quincampoix [el Wall Street de la burbuja del Mississippi].»[88] En parte, los orígenes se encuentran en las instituciones permisivas. Pero también en otros países es fácil hallar puntos de vista numerosos y contradictorios en el lado de la demanda. «La nación francesa es prudente y económica, la inglesa es emprendedora y especulativa».[89] «Francia no ha dado, como Escocia, muestras de prudencia; sus nervios son extremadamente susceptibles e impresionables en materia de crédito.»[90] «El carácter de esta nación [Gran Bretaña] reside en llevarlo todo al exceso ... la virtud, el vicio.»[91] Después de 1866, se dijo que los alemanes habían sido presas de una nueva arrogancia, aunque sólo sobrepasaron a los franceses «en perpetrar estafas en la Bolsa y en horrores especulativos».[92] Morgenstern señala diez pánicos en Francia,

excediendo en dos incluso a Estados Unidos, lo cual «no resulta sorprendente dado el carácter inestable de la política francesa».[93] (Con toda seguridad, esto se refiere más a los desplazamientos que al gusto por la especulación.) Contrastemos, sin embargo, la opinión de un financiero francés que afirma que «los franceses aman el dinero no por las posibilidades de acción que abre, sino por las rentas que garantiza».[94] O consideremos dos puntos de vista, a nivel de debate Harvard-Yale, entre un francés novelesco y un inglés en 1931:

WILLIAM BERTILLION: Inglaterra no es más que un árbol de navidad para los que empujan valores. Los nobles lores se sentarían en el consejo de administración de cualquier compañía si les pagasen un par de libras por ocupar el asiento. Y el público. Loco o idiota. Dios mío, jamás oí hablar de gente así, a excepción quizá de algunos campesinos en Besaravia o los negros de Camerún, que creen en lo que creen. La magia. Emprende cualquier tipo de negocio que parezca totalmente imposible y se lo

tragarán.[95]

STEWART: Inglaterra es el banquero del mundo. Y aún no ha ido jamás a la quiebra, no señor. Mantiene su palabra, ésa es la razón... Nada de —nada de esa especulación que se ve en la bolsa de acciones norteamericana. Todos los Tom, Dick y Harry tratando de amasar una fortuna, como en Francia.[96]

Hay un empate. El temperamento especulativo puede variar según los países. Los niveles de especulación también pueden variar en un país determinado según oscilen los estados de ánimo entre el júbilo o la depresión nacional.

ALIMENTANDO EL FUEGO: LA EXPANSIÓN DEL CRÉDITO

Axioma número uno: No puede haber inflación sin un rápido crecimiento del dinero.

Axioma número dos: No puede haber una burbuja inmobiliaria sin el rápido crecimiento del crédito.

Las manías especulativas crecen rápidamente a través de la expansión monetaria del crédito. La mayoría de los aumentos en la oferta de crédito no dan lugar a una manía, pero prácticamente todas las manías se han asociado con un rápido crecimiento en la oferta de crédito a un determinado grupo de prestatarios. En los últimos cien años, los aumentos en el suministro de crédito

han sido proporcionados en parte por los bancos, y en parte por el desarrollo de nuevos instrumentos financieros. La manía de los bulbos de tulipán en el siglo XVII se produjo porque los vendedores de los bulbos concedieron créditos a los compradores.[1] John Law tenía su Banque Générale, después, la Banque Royale, como su fuente de crédito, mientras que la Compañía de los Mares del Sur dependía del Sword Blade Bank. En 1763 la expansión del crédito en Holanda fue financiada por el *Wisselruiterij*, o cadenas de letras de complacencia (una especie de cheques de pago diferido) de un comerciante a otro. La manía del canal británico de 1793 fue alimentada por el gasto facilitado por los préstamos de muchos bancos rurales de reciente creación a los empresarios que estaban desarrollando los canales.

En muchos casos, la expansión del crédito fue resultado del desarrollo de sustitutos para las

formas tradicionales de dinero. En los Estados Unidos, en la primera parte del siglo XIX, la innovación fue que las letras de cambio (piensen una vez más en cheques posdatados) reemplazaron a la plata en el comercio triangular entre los Estados Unidos, China y Gran Bretaña. Estados Unidos tuvo un déficit comercial bilateral con China, y China tuvo un déficit comercial bilateral con Gran Bretaña. Anteriormente, los Estados Unidos compraban la plata de México, que era enviada a China para financiar el déficit comercial de Estados Unidos; a continuación, la plata era enviada a Gran Bretaña para financiar el déficit comercial de China. La innovación institucional consistió en que los comerciantes estadounidenses enviaban letras de cambio que especificaban que el pago de las importaciones de China se efectuarían en libras esterlinas; los chinos luego embarcarían estas letras a Gran Bretaña para financiar su déficit comercial. Los costos de

transacción involucrados en los pagos transfronterizos mediante letras de cambio eran mucho más pequeños que los que debían efectuarse al enviar plata. El resultado de esta innovación fue que la plata se quedó en los Estados Unidos, de modo que el suministro de dinero estadounidense no se redujo.[2]

El auge de la década de 1850 se construyó sobre descubrimientos de oro, sobre la formación de bancos en Gran Bretaña, Francia, Alemania y Estados Unidos, y sobre la institución de una cámara de compensación en Nueva York y la extensión de la que ya existía en Londres. El incremento en el número de cámaras de compensación llevó a la mayor utilización de crédito en las transacciones entre los bancos que eran miembros de estas cámaras; los desequilibrios de pago entre ellos se resolvían mediante la transferencia de certificados de la cámara de compensación bancaria —un nuevo tipo

de «dinero»—. La expansión del crédito en Gran Bretaña en 1866 fue resultado del aumento de préstamos por parte de las recién creadas sociedades anónimas de corredores de letras de cambio y pagarés. El auge producido en Europa central descansaba sobre los pagos en oro en la indemnización franco-prusiana, la creación del *Maklerbanken* (banco de *brokers*) en Alemania (que se extendió a continuación a Austria), y del *Baubanken* (bancos de construcción) en Austria, que lograron introducirse en Alemania.

Una de las muchas vías institucionales para la expansión de crédito que se dieron en Francia en 1882 se basaba en un sistema quincenal de compensación de las transacciones bursátiles que proporcionaba crédito a los especuladores a través de un sistema de pagos atrasados llamado *reportage*. Los compradores de acciones tenían hasta catorce días de plazo para pagar sus compras; de hecho, conseguían préstamos sin

intereses hasta la fecha de pago (aunque puede que el valor de los préstamos se viera reflejado en los precios pagados por las acciones).[3] Del mismo modo la expansión del crédito en el mercado monetario de corto plazo en Nueva York ayudó a financiar el auge del mercado de valores a finales de 1920. El catalizador de la expansión del crédito en los Estados Unidos en 1893 fue la acuñación de monedas de plata para el suministro de dinero de Estados Unidos; en 1907, el aumento de la oferta de crédito se dio como resultado del aumento de préstamos por parte de las compañías fiduciarias. En los años anteriores y posteriores a la Primera Guerra Mundial, el desarrollo del patrón oro condujo a una expansión de la base de crédito internacional, de modo que un mayor volumen de comercio internacional podía ser financiado con la reserva existente de oro monetario. El rápido aumento de la cuota de crédito en los Estados Unidos en la década de 1920 contribuyó a que

aumentara el número de personas que tenían en propiedad un automóvil (los aumentos dramáticos en el número de automóviles y otros bienes duraderos llevó a un rápido crecimiento de la demanda de arreglos de pagos escalonados).

Después de la Segunda Guerra Mundial, el desarrollo de los certificados negociables de depósito (CDs) contribuyó a la expansión del crédito. En la década de 1870 los bancos austríacos habían desarrollado un nuevo instrumento financiero (el *Cassenscheine*) que pagaba intereses; la expansión de la demanda de estos instrumentos dio lugar a un aumento en la oferta de crédito y, por lo tanto, a un aumento en el gasto. En los años 1950 y 1960 los grandes bancos de Estados Unidos adoptaron la práctica de la gestión de la responsabilidad, que significaba que el crecimiento de sus préstamos ya no dependía de los incrementos en sus depósitos, sino que financiaban sus préstamos mediante el

endeudamiento en el mercado monetario interbancario. La gestión de activos y pasivos permitió a los bancos ser mucho más agresivos en la gestión del crecimiento del crédito.

Una forma excepcional de expansión del «crédito bancario» se produjo en Kuwait entre 1977 y 1982 cuando las acciones y bienes raíces se compraban y vendían en el Souk al-Manakh (la Bolsa) kuwaití con cheques posfechados. Finalmente, el valor de estos cheques en circulación aumentó a miles de millones de dinares —cerca de 100 millones de dólares estadounidenses—. El valor de los cheques posfechados firmados por los compradores de las acciones y los bienes raíces era mucho, mucho más grande que sus depósitos bancarios. Los vendedores de las acciones y bienes raíces aumentaron su gasto a medida que iban incrementando su riqueza; tenían la esperanza de que habría dinero en las cuentas bancarias de los

pagadores cuando llegaran las fechas de vencimiento de los cheques que habían recibido de la venta de acciones y bienes raíces. En julio de 1982 algunos vendedores trataron de cobrar los cheques cuando llegó la fecha y descubrieron que en las cuentas bancarias de los compradores no había fondos para pagar los cheques.[4]

Estos ejemplos sugieren que la expansión del crédito es un desarrollo sistemático que se ha mantenido durante varios cientos de años mientras los participantes en los mercados financieros tratan de reducir los costos tanto de las transacciones como de la retención de liquidez y los saldos monetarios. La forma que toma cada suceso puede parecer accidental —la sustitución de aceptaciones comerciales por plata para pagar a China, o el desarrollo de los depósitos en el mercado de eurodivisas porque los límites establecidos impidieron que los bancos de Estados Unidos aumentaran los tipos de interés que podían

pagar por los depósitos en Nueva York y en otras ciudades de Estados Unidos—. El desarrollo de nuevos instrumentos de crédito en ocasiones se produce en respuesta a los cambios en los arreglos institucionales. La expansión monetaria es sistemática y endógena más que aleatoria y exógena.

Durante los auges económicos la oferta monetaria, definida como medio de pago, aumenta, y la cantidad existente de dinero se utiliza de manera más eficiente para financiar tanto el incremento en la actividad económica, como las compras de bienes inmuebles y de valores. Los esfuerzos de los bancos centrales por limitar y controlar el crecimiento de la masa monetaria en parte se ven compensados por el desarrollo de nuevos y cercanos sustitutos para el dinero. Estos esfuerzos tienen una larga historia, incluyendo la reanudación de pagos en especie y la vuelta a la convertibilidad de las monedas nacionales en oro

después del fin de las guerras. La desmonetización de los fondos de metálicos menores —inicialmente el cobre fue desplazado por la plata y, posteriormente, el papel monetario de la plata fue eclipsado por el oro— fue un esfuerzo para obtener un mayor control sobre la oferta monetaria. Los bancos centrales quisieron hacerse con el monopolio de la emisión de billetes, restringiendo y finalmente eliminando el derecho de los bancos privados, los rurales y los bancos en forma de sociedades anónimas (privados) a acuñar moneda. La legislación y la costumbre limitaron la cantidad de fondos en depósito que se podía emitir contra las reservas líquidas; esta práctica se inició poco después de proclamarse la Bank Act de 1844 y continuó con la aplicación de los requisitos por el Sistema de Reserva Federal con respecto a las reservas, no sólo contra la demanda y los depósitos a plazo fijo (como estaba expresado en la Reserve Act original de 1913), sino también, en

último término, contra los certificados de depósito y los endeudamientos por parte de los bancos estadounidenses en sus sucursales en centros financieros extraterritoriales, incluyendo Londres. El proceso es de Sísifo, un *perpetuum mobile*; la historia del dinero es una historia de continuas innovaciones, para que la oferta existente de dinero pueda ser utilizada de manera más eficiente y para desarrollar sustitutos próximos al dinero que eludan los requisitos reglamentarios que se aplican a la creación de dinero.

El mercado de depósitos de eurodivisas surgió en la década de 1960 como medio de acabar con las regulaciones impuestas a los bancos de Estados Unidos por la Reserva Federal y la Corporación Federal de Seguro de Depósitos; los depósitos en dólares estadounidenses producidos por las sucursales de los bancos de Estados Unidos en Londres y otros centros en el exterior no estaban sujetos a la fijación de tipos de interés

máximos, a los requisitos de la reserva, ni a las primas de los seguros de depósitos. Las firmas de corretaje de valores de Estados Unidos desarrollaron unos fondos del mercado monetario que constituían un sustituto cercano a los depósitos bancarios en los años 1970 y pagaron los intereses sobre estos depósitos (los depósitos no estaban garantizados por ninguna agencia gubernamental de los Estados Unidos, por lo menos no lo estuvieron hasta la crisis financiera en el otoño de 2008).

Escuela monetaria contra escuela bancaria

En la historia de la teoría monetaria, se ha librado una continua batalla entre dos corrientes distintas: la Escuela Monetaria y la escuela de Banca, sobre cómo gestionar el crecimiento de la oferta monetaria. Los defensores de la Escuela

Monetaria abogaron por un límite firme sobre la expansión monetaria para evitar la inflación. Los partidarios de la Escuela de Banca creían que el aumento de la oferta monetaria no daría lugar a la inflación, siempre y cuando correspondiera con un aumento en las transacciones comerciales. La misma distinción en la ideología y el análisis económico separaba a los que creían en una divisa fuerte de los populistas de la década de 1890 —a los primeros les preocupaba la inflación, mientras que los últimos creían que los precios no iban a cambiar, siempre y cuando la actividad económica se incrementara—. El debate entre estos dos puntos de vista en cuanto a la gestión del crecimiento de la oferta monetaria ha continuado durante al menos trescientos años.

La escuela monetaria quería una regla sencilla que fijase la tasa de crecimiento de la oferta monetaria en un 2, un 4 o un 5 %, del mismo modo que los monetaristas actuales.[\[5\]](#) La discusión de

Viner sobre la controversia decimonónica es sucinta:

La escuela monetaria también tendía a minimizar o a negar la importancia del crédito bancario en otras formas que no fueran los billetes como factor que afecta los precios o, como en el caso de Torrens, a afirmar que las fluctuaciones en los depósitos estaban estrechamente gobernadas por las fluctuaciones de la emisión de billetes. Sentían un vehemente deseo de disponer de una sencilla regla automática y no pudieron hallar ninguna que fuera adecuada para gobernar las operaciones generales de crédito del banco. También tenían objeciones de carácter *laissez faire* referentes a la ampliación del control legislativo del sistema bancario más allá de lo absolutamente imprescindible.[6]

Ni la Escuela Monetaria ni la Escuela de Banca prestaron mucha atención a la expansión de crédito no bancario. El Banco de Ámsterdam, fundado en 1609, emitió billetes contra los depósitos de metales preciosos; en efecto, estos billetes eran recibos de almacén y las cantidades

de estos billetes fueron atados uno por uno a los depósitos en metal. Inicialmente, el Banco de Ámsterdam no expandió el crédito; posteriormente, en el siglo XVIII el banco aumentó sus préstamos en su esfuerzo por rescatar a la Compañía de las Indias Orientales Holandesas durante la cuarta guerra anglo-holandesa. El Banco de Ámsterdam fue también un *Wisselbank* (*Wissel* en holandés, *Wechsel* en alemán) donde se pagaban letras de cambio. Los comerciantes mantuvieron depósitos en el Banco de Ámsterdam, para cumplir con las letras presentadas para su cobro. Los depósitos de metales preciosos permitieron al Banco de Ámsterdam ganar señoreaje —un tipo de beneficios— cuando producían las monedas y pagaba un tipo de interés bajo sobre los depósitos. En 1614 el Ayuntamiento de Ámsterdam estableció un Banco de Préstamos (*Huys van Leening*), que permitió a los comerciantes establecer su propio crédito de

manera eficiente, aunque no actuaba como prestamista activo.[7] Este crédito creado por los comerciantes llevó a una expansión excesiva de la *Wisselruiterij*; cuando la cadena de letras de cambio se rompió en 1763 debido a que uno de los comerciantes no tenía el dinero para pagar una letra que iba a vencer, el banco DeNeufville quebró.

El Riksbank sueco, fundado en 1668, tenía dos departamentos: un banco de cambio perfilado a semejanza del Banco de Ámsterdam (*Wisselbank*) y un banco de préstamos (*Liinebank*).[8] Estos dos departamentos presagiaron la *Bank Act* de 1844 en Gran Bretaña, que fue un compromiso entre las dos escuelas; un Departamento de Emisión que emitía billetes de banco contra depósitos de monedas o lingotes, por encima de una emisión fiduciaria específica que representaba la deuda del gobierno, y un Departamento de Operaciones Bancarias, que concedía préstamos y descuentos hasta un múltiplo

de sus reservas de billetes de banco emitidos por el Departamento de Emisión. El establecimiento del Departamento de Emisión significó una victoria para la Escuela Monetaria, la cual había criticado la concesión de préstamos y la emisión de billetes del Banco de Inglaterra durante el período de suspensión del patrón oro después de 1797. (La defensa del Banco de Inglaterra era que la concesión de estos préstamos no llevaba a un aumento de la inflación porque financiaban el comercio.) El establecimiento del Departamento de Operaciones Bancarias constituyó una victoria para aquellos que estaban de acuerdo en que una expansión del crédito ayudaría a financiar la fase ascendente inicial en las primeras etapas de una recuperación.

El punto de vista de la Escuela Monetaria que la expansión del crédito finalmente conduciría a la inflación, era correcto. La opinión de la Escuela de Banca de que se necesitaba un aumento en la

oferta de crédito en el inicio de una expansión económica también era correcta. La opinión de la Escuela Monetaria de que los descuentos debían estar limitados a las aceptaciones que tuvieran relación con las actuales transacciones comerciales pasó a conocerse como la doctrina de los «*real bills*». Cuantas más oportunidades de hacer negocio había, mayor era el alcance para el descuento, y más aumentaba la oferta monetaria y, finalmente, mayor era la tasa de inflación. Las cuestiones políticas centrales, una vez ha empezada una expansión del crédito, se centran en si será posible decretar un punto límite, y si este límite podrá venir determinado por una regla automática.

El problema es que es más fácil definir el dinero que medir la cantidad real de dinero. Walter Bagehot escribió: «A los hombres de negocios ingleses no... les gusta la cuestión del dinero. Se sienten perplejos a la hora de definir el

dinero; saben *cómo* contar, pero no *qué* contar». [9]

El hecho es que cada vez que las autoridades estabilizan o controlan una cantidad de dinero, M , ya sea en volumen absoluto o siguiendo una línea predeterminada de crecimiento, en los momentos de euforia se producirá más dinero y sus sustitutos cercanos. Si la definición de dinero se fija en términos de activos líquidos concretos, la euforia podría llevar a la «monetarización» del crédito en nuevas formas que no se pueden definir; la cantidad de dinero definida de la forma antigua no crecerá, pero su velocidad aumentará (la velocidad se define como gasto total o renta nacional dividida por la oferta monetaria). El debate giraba en torno a si se debía definir el dinero como $M1$, moneda más depósitos a la vista ajustados; $M2$, igual a $M1$ más depósitos a plazo fijo; $M3$ formado por $M2$ más títulos del gobierno altamente líquidos; o alguna otra designación.

El proceso parecía interminable: por muchos *Mi* que se fijen, durante los auges económicos el mercado creará nuevas formas de dinero y sustitutos para evitar el límite. En Gran Bretaña, la Comisión Radcliffe afirmó en 1959 que en una economía desarrollada hay un «abanico infinitamente amplio de instituciones financieras» y «muchos activos de alta liquidez que son óptimos sustitutivos del dinero, fáciles de conservar, y únicamente inferiores cuando llega el momento de efectuar un pago». La Comisión Radcliffe no utilizó el concepto de velocidad monetaria porque «no hallaba razón alguna para suponer, o experiencia en la historia monetaria para indicar que hay un límite a la velocidad de circulación».[10] Lo que más interesaba a la Comisión era la sugerencia de que se llevara a cabo un intento de sustituir el control tradicional de la oferta monetaria por un complejo de controles de un amplio abanico de instituciones

financieras: «Esta perspectiva no sería muy bien acogida salvo como último recurso, no sólo a causa de sus cargas administrativas, sino porque un mayor crecimiento de nuevas instituciones financieras haría que la situación escapara continuamente del control de las autoridades».[11]

Los economistas han debatido durante más de dos siglos qué elementos deberían incluirse en el «dinero». Una opinión es que la definición más apropiada es la que ofrece la correlación más fuerte con los cambios en la actividad económica. La medición de la actividad económica es relativamente ambigua. La identificación de las variables monetarias que tienen la mayor correlación con la variable de la actividad económica puede cambiar con el tiempo y difiere de un país a otro. «En el lenguaje común, *billetes de banco* significa *billetes de banco en circulación*, “papel moneda”. Sin embargo, parecería que algunos escritores incluyen bajo el

mismo encabezamiento los cheques y los *pagarés*, si es que no incluyen también los préstamos y los depósitos» (la cursiva es del texto original) en su medida monetaria.[12]

Esta cuestión fue claramente expuesta por John Stuart Mill:

El poder adquisitivo de un individuo en un momento determinado no se mide por el dinero que tenga en su bolsillo, independientemente de si con dinero queremos dar a entender el metal o si incluimos los billetes. Éste consiste, en primer lugar, en el dinero que tenga en su poder; en segundo lugar, el dinero que tenga en el banco y todo el que le adeuden y pueda reclamar; en tercer lugar, cualquier crédito que pueda tener.[13]

Un enfoque consiste en incluir todos los activos al medir la masa monetaria. Pero, en teoría, la cuestión es la planteada por Mill: ¿Cuánto crédito pueden manejar hogares, empresas y gobiernos en un momento dado? Las cifras definitivamente variarán ya que el acceso al

crédito depende de si se satisfacen ciertas condiciones, lo cual es probable que sea más fácil en los períodos de euforia que en otras ocasiones.[14] Pero en teoría, lo que queremos saber, como Mill, es qué crédito podría solicitar en un momento determinado una familia, compañía o gobierno, y esto variará dentro de una amplia gama, debido a que el acceso al crédito depende de que se satisfagan ciertas condiciones y que tanto los hogares como las empresas estén en mejores condiciones de satisfacer estas condiciones en los períodos de euforia. Los bancos y otros prestamistas a menudo han ampliado las líneas de crédito a empresas y a prestatarios familiares, pero la cantidad de crédito disponible por debajo de la línea límite en cada momento puede requerir que los prestatarios satisfagan los requisitos específicos.

Tengamos en cuenta el rápido crecimiento de los depósitos en dólares estadounidenses en

Londres y otros centros bancarios extraterritoriales, en las década de 1960, 1970 y 1980, que fue una respuesta a los aumentos en los tipos de interés de estos depósitos en relación con los tipos de interés sobre los depósitos bancarios en Nueva York, Chicago y Los Ángeles, que estaban sujetos a límites legales. Los bancos que vendieron estos depósitos en el exterior utilizaron los fondos para hacer préstamos en dólares estadounidenses a las empresas estadounidenses y a las no estadounidenses que de otra forma tal vez hubieran ofrecido desde una de sus oficinas dentro de Estados Unidos. Era igual de probable que las empresas que obtenían préstamos en dólares estadounidenses de los bancos extranjeros en Londres gastaran estos fondos en Estados Unidos que si hubieran obtenido los préstamos en dólares estadounidenses en Nueva York o en cualquier otra ciudad de los Estados Unidos. ¿Debían incluirse en la oferta monetaria de Estados Unidos

los depósitos en dólares estadounidenses producidos en Londres y en otros centros bancarios extraterritoriales?

La línea de crédito con garantía hipotecaria es una innovación financiera reciente; los bancos y otros prestamistas se ofrecen a prestar a los propietarios una cantidad que puede ser igual al valor de la equidad en sus hogares o, en algunos casos, una cantidad ligeramente mayor. (En un período anterior los préstamos que utilizaban la equidad en una casa como garantía se conocían como segundas hipotecas; una línea de crédito con garantía hipotecaria representa un préstamo potencial hasta que el dueño de la casa retire dinero de la línea disponible, mientras que la segunda hipoteca es un préstamo real.) La disponibilidad de líneas de crédito con garantía hipotecaria significa que los propietarios de viviendas economizan sobre sus valores en dinero o dinero potencial; los hogares ejercen un tipo de

gestión activo-pasivo como la que los bancos desarrollaron hace treinta o cuarenta años, y el aumento de estas líneas de crédito conlleva a un aumento en el nivel de gastos con la misma cantidad monetaria. El poder adquisitivo de los hogares no puede ser fácilmente extrapolable a la de un país, ya que un aumento en la cantidad del crédito otorgado a un individuo puede o no restar de la cantidad de crédito disponible para los demás, en función de las instituciones bancarias y el alcance de la euforia. Como escribió un novelista respecto al crédito:

¡Bendito crédito! El fundamento de la sociedad moderna. ¿Quién dirá que ésta no es la época de la confianza mutua, de la confianza ilimitada en las promesas humanas? Ésta es una condición peculiar de la sociedad moderna que hace posible que todo un país reconozca instantáneamente la razón y el significado de la familiar anécdota periodística que pone lo siguiente en boca del especulador en tierras y minas: «Hace dos años yo no valía un céntimo y ahora debo dos millones de dólares».[15]

La base de estas generalizaciones es el desarrollo histórico de los sustitutos cercanos del dinero que llevaron a aumentos en la cantidad de crédito y en el gasto total. De una extensa lista, nos ocuparemos tan sólo de las letras de cambio, el dinero a la vista y el patrón oro. Pero el análisis podría muy bien aplicarse también a los billetes bancarios, los depósitos bancarios, las cámaras de compensación bancaria, los bancos especializados (por ejemplo, las *banques d'affaires*, el *Maklerbanken* o el *Baubanken*), las compañías fiduciarias, los CD negociables, el mercado de eurodólares, el crédito a plazo, las tarjetas de crédito, las cuentas NOW, etc.

La calidad de la deuda[16]

Las agencias de calificación crediticia se establecieron para clasificar la calidad de la deuda de los prestatarios individuales, empresas, gobiernos e incluso la de los hogares. La taxonomía de la deuda empresarial de Minsky se divide en tres partes, basadas en la relación entre los flujos de caja a los prestatarios de sus actividades operativas y sus pagos de servicio de la deuda proyectados. Las «finanzas de cobertura» se dan cuando el dinero en efectivo derivado de las actividades operativas de una empresa es más grande que el dinero en efectivo que se necesita para realizar los pagos de servicio de la deuda programados. Las «finanzas especulativas» tienen lugar cuando el dinero en efectivo derivado de las actividades operativas de la empresa es lo suficientemente grande como para permitir a la empresa pagar los intereses de su deuda de manera puntual; sin embargo, la empresa tendría que pedir un préstamo para conseguir el dinero para pagar el

capital sobre los préstamos vencidos ya sea en parte o en su totalidad. Las «finanzas Ponzi» se producen cuando el dinero en efectivo derivado de las actividades operativas de la empresa no es lo suficientemente grande como para pagar todos los intereses devengados por la deuda de manera puntual. Las empresas que participan en las finanzas Ponzi o bien tendrán que pedir prestado o bien tendrán que vender activos para obtener el dinero para pagar los intereses.[17] (Esta distinción entre finanzas Ponzi y finanzas especulativas es comparable a la utilizada en la documentación de las finanzas públicas entre un «balance fiscal primario», que implica la relación entre el impuesto del gobierno y otros ingresos y sus pagos totales excluyendo los destinados a intereses. Un gobierno con un déficit fiscal primario no tiene suficiente dinero proveniente de sus ingresos fiscales para afrontar la totalidad de los pagos de interés que tenga programados en ese

momento.)

Minsky enfatizó la calidad de la deuda al calibrar la fragilidad de una estructura financiera; los términos «especulativo» y «Ponzi» destacan por su fragilidad. Las implicaciones del término «finanzas Ponzi» son que la empresa tal vez no sea capaz de hacer sus pagos de servicio a deuda de forma puntual, a menos que se produzca un «milagro».[18] Una torre de deudas contraída para financiar operaciones de riesgo es inherentemente inestable. Los compradores de casas en California, Nevada y Arizona que usaron hipotecas de alto riesgo esperaban que el aumento de los precios de la propiedad sería suficiente para que pudieran pedir préstamos contra el aumento en el patrimonio neto de sus casas para conseguir el dinero para pagar los intereses. Y eso mismo esperaban sus prestamistas.

El modelo expuesto en el capítulo anterior hace hincapié en que en períodos de euforia

económica la cantidad de la deuda aumenta porque los prestamistas y los inversionistas se vuelven menos adversos al riesgo y más dispuestos —o menos no dispuestos— a hacer los préstamos que antes parecían demasiado arriesgados. Durante la desaceleración económica, muchas empresas experimentan un aumento menos rápido en sus ingresos que lo que habían previsto, con el resultado de que algunos de los que habían estado en el grupo financiero de cobertura se desvían hacia el grupo de las finanzas especulativas, mientras que algunas empresas que habían participado en el movimiento de finanzas especulativas pasan al grupo de finanzas Ponzi.

Drexel Burnham Lambert, Michael Milken y los «bonos basura»

Una de las grandes innovaciones financieras en la década de 1980 fue el desarrollo de los «bonos basura» —los bonos de las empresas que no habían

sido calificados por una de las agencias principales de calificación de riesgos—. Los tipos de interés de estos bonos por lo general estaban entre tres y cuatro puntos porcentuales por encima de los tipos de interés de los bonos que habían sido calificados en una de estas calificaciones de inversiones. Muchos de los bonos basura habían sido «ángeles caídos» —emitidos por las empresas cuando sus circunstancias económicas habían sido más favorables, por lo que tenían una calificación de crédito—. Una serie de contratiempos llevaría a una reducción en la calificación de crédito y, finalmente, al grado de inversión más bajo; un contratiempo más y las agencias de calificación de riesgos moverían a la empresa al grado de no inversión o calificación especulativa.

A muchas instituciones financieras las autoridades reguladoras les prohíben tener bonos que se encuentren debajo del grado de inversión, y una vez se cruza ese límite, estos bancos y compañías de seguros se ven obligados a vender todos esos bonos; acto seguido, los tipos de interés sobre estos bonos aumentaron de forma pronunciada.

El discurso de venta era que los compradores de los bonos basura —por decir, de una cartera diversificada de estos bonos— tenían un «chollo»

porque el margen de intereses adicionales sería más que suficiente para cubrir las pérdidas cuando uno o varios de estos bonos se derrumbara debido a que los prestatarios se declararan en quiebra.

La innovación en los años 1970 y 1980 fue que Drexel Burnham Lambert, en aquel momento un banco de inversión de tercer nivel, comenzó a emitir bonos basura, conocidos en los círculos más educados como bonos de alto rendimiento; el cerebro de esta innovación fue Michael Milken. Las empresas que emitieron estos bonos tenían que pagar altos tipos de interés para atraer compradores. Muchas empresas emitieron bonos basura para obtener el dinero para financiar compras apalancadas; a menudo los altos ejecutivos de una empresa intentaban comprar la totalidad de sus acciones que cotizaban en bolsa. O tal vez una empresa A emita bonos de alto rendimiento para conseguir el efectivo para adquirir la empresa B antes de que la empresa B obtenga el dinero para comprar la empresa A.

Y éstos son los hechos indiscutibles. Lo que sí está en discusión es si algunas transacciones en las que Milken había hecho el *underwriting* eran ilegales o poco éticas. Los críticos más educados afirman que muchas de las empresas que compraban los bonos basura eran cajas de ahorro y otras

instituciones de ahorro y aseguradoras; los gerentes y los propietarios de algunas de estas empresas habían utilizado a Drexel como *underwriter* para recaudar el dinero para poder comprar la propiedad y el control de varias empresas. Las instituciones de ahorro cautivas se basaban en la garantía de los depósitos del gobierno de Estados Unidos; ofrecían altos tipos de interés y utilizaban el dinero de la venta de los depósitos para comprar los bonos basura donde Drexel había actuado como *underwriter*.

Alrededor de la mitad de las empresas que habían emitido los bonos basura a través de Drexel Burnham Lambert se declaró en quiebra y, como consecuencia, las instituciones de ahorro incurrieron en grandes pérdidas;[\[19\]](#) muchas de las instituciones que actuaron como mercado principal para los bonos de alto rendimiento quebraron causando pérdidas de decenas de miles de millones a los contribuyentes americanos. Pero todo era legal.

En un libro profético, Henry Kaufman criticó el aumento de todo tipo de deudas —de los consumidores, del gobierno, hipotecas, y empresas, incluyendo los bonos basura—; Kaufman argumentó que la calidad de la deuda se reducía a medida que la deuda iba aumentando.[\[20\]](#) Félix Rohatyn, un distinguido agente financiero, director de la oficina

de Estados Unidos de Lazard Frères, dijo que los Estados Unidos era un «casino de bonos basura».

Sin embargo, los propietarios de los bonos basura estaban recibiendo unos tipos de interés mucho más altos que los propietarios de los bonos tradicionales —al menos por un tiempo.

En la desaceleración económica de finales de 1980 y principios de 1990, muchas de las empresas que habían emitido bonos basura se declararon en quiebra. Una nueva serie de estudios demostraron que los propietarios de los bonos basura perdían, como promedio, un tercio de su dinero y que los otros tres o cuatro puntos porcentuales de los ingresos por intereses anuales de estos bonos no eran suficientes para compensar las pérdidas en los bonos en suspensión de pagos.

El gran número de fracasos entre los emisores de bonos basura era consistente con la taxonomía de Minsky: muchos de estos bonos habrían estado en su grupo especulativo cuando se emitieron inicialmente. Cuando la economía de Estados Unidos entró en una recesión, los ingresos en efectivo se redujeron, y los bonos se habrían desplazado al grupo de Ponzi. Un milagro económico habría sido necesario para evitar la suspensión de pagos.

Lo barato acabó saliendo muy caro.

Las letras de cambio

Las letras de cambio eran las reclamaciones de pago futuro escritas por un vendedor de mercancías y eran una modalidad de financiación.[21] El vendedor proporcionaba un crédito de 90 o 120 días a los compradores para facilitar las ventas. Con frecuencia, estas letras de cambio se descontaban a través de bancos que proporcionaban dinero en efectivo en forma de billetes o monedas al titular de las cuentas y, más adelante, en el siglo XIX, en forma de depósitos bancarios. A menudo se utilizaban las letras de cambio directamente para efectuar pagos. El librador la pasaba y lo mismo hacía el receptor. «La letra era ahora dinero.»

Una vez que el vendedor de mercancías había

recibido una letra de cambio por parte del comprador, el vendedor transfería la letra a otra persona como pago. Cada destinatario de una letra añadía su nombre a la letra, de la misma forma en que se endosa un cheque; en algunas letras había cinco o diez endosantes. «La letra es ahora dinero.» Ashton dice que a pesar de que algunas de las partes de la cadena debían ser hombres de dudoso crédito, la letra seguía circulando como si fuera un billete de banco.[22] En la primera mitad del siglo XIX, algunas letras por una cantidad tan baja como 10 libras esterlinas circulaban con cincuenta o sesenta nombres en ellas.

Las costumbres de pago diferían. En Lancashire, los billetes de banco no eran del agrado general y la oferta monetaria consistía aquí, a principios del siglo XIX, en monedas y letras de cambio.[23] Debido al incremento en el uso de letras de cambio para realizar pagos, la circulación de los billetes del Banco de Inglaterra

disminuyó en nueve millones de libras esterlinas entre 1852 y 1857, a pesar de que la demanda de dinero aumentó. Los depósitos de cinco bancos londinenses aumentaron de 18 millones de libras esterlinas a 40 millones. Sin embargo, el volumen medio de letras de cambio en circulación creció durante el mismo período de 66 a 200 millones de libras esterlinas, de acuerdo con las estimaciones contemporáneas de Newmarch.[24]

Inicialmente, las letras de cambio eran emitidas en relación con transacciones específicas y la cantidad de la factura se correspondía con el valor exacto de la venta. Posteriormente, el vínculo entre la venta de bienes y la emisión de una letra de cambio se relajó. En 1763, en Suecia, las letras de Carlos y Claes Grill, de Lindegren en Londres, no podían identificarse con cargamentos especiales, que con frecuencia se realizaban en rápida sucesión, pero se giraban cuando la compañía necesitaba dinero, generalmente cuando

la empresa tenía que pagar a los acreedores.[25] De ese modo el crédito de una casa o de un individuo se separaba gradualmente del de las transacciones concretas y la letra se había convertido en una «letra de complacencia» o una IOU o pagaré.

Algunos economistas se oponían firmemente a «la letra de complacencia» porque creían que era de calidad inferior a las letras comerciales autoliquidables puesto que no era seguro que las empresas que emitieron las letras tuvieran el dinero en efectivo para pagar a los dueños cuando éstas vencieran.[26] Sin embargo, durante un tiempo en el que los precios disminuyeron, los méritos de la letra comercial de calidad mayor eran exagerados, ya que los compradores de bienes tal vez no tuvieran el dinero en efectivo para hacer frente a sus obligaciones por no haber podido sacar un beneficio de los bienes vendidos.[27] La ratio de deuda que representa la

letra con respecto al patrimonio o riqueza del deudor es una medida más significativa de la calidad del crédito.

Como dijo Franklin, la carta de crédito es

sumamente conveniente en los negocios; porque puede disponerse de una suma elevada más fácilmente, es más ligera para el transporte, se puede ocultar en un espacio menor y, por lo tanto, es más segura para viajar o guardar, y se valora notablemente en otros muchos aspectos. Los bancos son los cajeros generales de todos los caballeros, comerciantes y grandes negociantes ... Esto confiere a las letras un crédito; así, en *Inglaterra* jamás son menos valiosas que el dinero y en *Venecia* y *Ámsterdam* generalmente lo son más.[28]

La afirmación de que en Inglaterra las letras «jamás fueron menos valiosas que el dinero» es optimista, pero la eficacia de las letras cuando valían tanto como el dinero es clara. Durante la primera mitad del siglo XIX, se desarrolló un continuo debate para determinar si las letras de cambio eran «dinero», un «medio de pago» o

«poder adquisitivo». Los miembros de la escuela monetaria convinieron que sólo era necesario controlar los billetes de banco y no era necesario controlar o limitar las letras de cambio ni los depósitos bancarios.[29]

Era probable que surgieran problemas cuando la ratio de deuda que representaba la letra con respecto al patrimonio del deudor quedara fuera de control, cosa que a menudo sucedía en períodos de euforia. El giro de letras en cadena era infeccioso. Adam Smith lo describió como práctica comercial habitual, que podía ser exagerado con facilidad.[30] A gira a cargo de B, B a cargo de C, C a cargo de D, y así sucesivamente, cosa que incrementa la cantidad de crédito disponible para el uso. El vicio de las letras de complacencia era, según Hawtrey, su «uso para la construcción del capital fijo cuando la necesaria oferta de ahorros *bona fide* a largo plazo no se puede obtener del mercado de

inversiones». Hawtrey afirmaba que se abusó del sistema especialmente durante la crisis de 1866 en Londres y de 1907 en Nueva York. [31] Cada endosante en la letra era responsable por el pago completo. Ya hemos señalado que la quiebra espectacular de la DeNeufville en 1763, que provocó un pánico en Hamburgo, Berlín y, en menor medida, Londres, además de Ámsterdam, fue el resultado del desenmarañamiento de una cadena de descuentos particularmente impresionante. Si uno de los bancos de la cadena de bancos que endosaron la letra quebraba, la cadena se colapsaba y podía arrastrar hacia abajo tanto a los buenos nombres, los que tienen una ratio de deuda razonable en relación con el capital, como a los malos. Con las letras de complacencia, los comerciantes que tenían un capital propio limitado, podían adquirir el uso, al menos temporalmente, de considerables volúmenes de fondos prestados, uso que podían

tratar de ampliar a largo plazo porque a menudo se renovaban al vencer. A principios del siglo XIX, durante el período de tiempo que el patrón oro se suspendió, no había necesidad de preocuparse de los impactos de la expansión del crédito sobre el valor de la libra. Sir Francis Baring sabía de empleados que no valían 100 libras esterlinas a los que se concedían descuentos de 5.000 a 10.000 libras. El «frenesí de la especulación» durante esta etapa tuvo una gran influencia sobre la escuela monetaria.[32] En 1857, John Ball, un contable londinense, informó tener conocimiento de la existencia de compañías con un capital inferior a 10.000 libras esterlinas y obligaciones de 900.000 libras y afirmó que aquello era un buen ejemplo.[33] Durante el mismo auge, en Hamburgo, Schäffle informó sobre un hombre que tenía un capital de 100 libras y aceptaciones por valor de 400.000 libras sin pagar.[34]

Long-Term Capital Management pidió

prestado más de 125.000 millones; su capital era de 5.000 millones. Su razón de apalancamiento de 25 a 1 era muy superior que los de casi todos los demás fondos de cobertura, que por norma general tenían una ratio de menos de 10 a 1. Sin embargo, en el siglo XVIII, según Wirth, muchas compañías especulaban por cantidades diez o veinte veces superiores a su capital real durante el auge de 1763.[35] Lehman Brothers tenía un capital del 3 % en los años anteriores a su colapso —y tendía a transferir parte de sus activos a los afiliados al final de cada mes, para reducir sus niveles de apalancamiento.

Las letras de complacencia o de financiación podían dar lugar a una expansión excesiva del crédito. De vez en cuando algunos nombres ficticios eran introducidos en la cadena para hacer que parecieran más solventes. Por otra parte, dichas letras fueron escritas por cantidades extrañas para sugerir la existencia de una

transacción comercial. En ocasiones hubo reclamaciones (por ejemplo, porque los bancos alemanes recurrieron a los bancos holandeses y estadounidenses al detenerse los préstamos de EE. UU.) que los bancos sabían que era papel financiero disfrazado de letras comerciales.[36]

Titularización

La titularización contribuyó a la burbuja de bienes raíces en Estados Unidos entre 2002 y 2006; los bancos de inversión crearon nuevos valores respaldados por activos Asset Backed Securities (ABS) que eran reclamos sobre el interés y capital de valores con atributos similares que habían sido colocados en fideicomisos.

Las hipotecas, deudas de tarjetas de crédito y préstamos estudiantiles fueron titulizados.

Mortgage Backed Securities (MBS) eran un tipo de ABS; eran mucho más líquidos que las hipotecas individuales que se encontraban en el fideicomiso. Además, fueron una manera de que las empresas pudieran diversificar los riesgos del crédito que tenían las hipotecas individuales. Debido a estas ventajas, la oferta de crédito para las hipotecas era mucho más grande.

Dinero a la vista

La expansión en el uso de dinero a la vista fue importante antes del Crash de 1882 en Francia, que se trató de la clásica manía financiada por dinero a la vista, o dinero que los *brokers* tomaban prestado de los banqueros *on call*, es decir, por un solo día (en francés, *reports*).^[37] Los corredores de bolsa utilizaban el dinero para financiar sus

carteras de valores de un inventario de acciones y anticipaban que podrían renovar día tras día sus préstamos de un solo día.

La Union Générale era un banco fundado por Eugène Bontoux, un ingeniero que había trabajado con Rothschild y luego emprendió operaciones rivales en Austria, Serbia y el sudeste de Europa. Una Union Générale anterior, fundada en 1875, no tuvo éxito. Bontoux inauguró la suya en París en 1878, al tiempo que Francia se sumergía en un auge basado en los ferrocarriles, los bancos y el Canal de Suez. El auge conoció su punto máximo en diciembre de 1881; el crac sobrevino en enero de 1882. El interés de Bouvier residía en si Bontoux, que era católico, había fracasado por sus propios errores como prestamista o si había sido destruido por una conspiración de la clase dirigente de banqueros judíos y protestantes que se resistían a este «intruso». Esta cuestión escapa a nuestro interés, pero, para que conste, Bouvier

emitió un veredicto escocés de «no demostrado».

La Union Générale de Bontoux tenía inicialmente un capital de 25 millones de francos, que aumentó en la primavera de 1879 a 50 millones de francos y por segunda vez en enero de 1881 a 100 millones; un tercer aumento, previsto para enero de 1882, habría elevado el capital a 150 millones. El capital inicial desembolsado sólo ascendió a una cuarta parte.^[38] Con cada aumento de capital, se requería una prima sobre el valor nominal de 500 francos, a pagar por los inversores a las reservas del banco en respuesta al aumento del precio de las acciones en el mercado. Estas primas eran de 20, 175 y 250 francos respectivamente. Las acciones se registraban a nombre de los individuos que las compraban, aunque seguían debiendo tres cuartas partes del valor nominal por la compra de las acciones; sin embargo, aproximadamente la mitad de las 200.000 acciones originales circulaban en el

mercado.

Tanto en París como en Lyon, la negociación de obligaciones se canalizaba a través de liquidaciones quincenales. Un comprador pagaba inicialmente el 10 %, tomaba prestado el 90 % de un *agent de change* o *agente de bolsa*, quien, a su vez, lo tomaba prestado en el mercado de dinero a la vista. El dinero se invertía en *reports* a través de bancos, *caisses* especiales (fondos especialmente creados por los bancos y otros inversores para este uso) e individuos. Lo que es más, un banco y *caisse* podía favorecer a los agentes de bolsa que se especializaran en la negociación de unas acciones en particular. De esta manera, bancos como la Union Générale y el Banque de Lyon et de la Loire (por no mencionar tres o cuatro bancos de éxito y espectacularidad mucho menores, creados durante el auge) podían costear sus propias acciones indirectamente. Cuando los cambios en los precios de las acciones

eran modestos, los especuladores tenían pequeñas pérdidas y pequeñas ganancias, y los agentes de bolsa normalmente pagaban o recibían muy poco dinero. Si los precios de las acciones aumentaban, algunos especuladores retiraban su dinero del mercado. Entonces era necesario invertir más fondos. Supongamos que un especulador compraba una acción a 100, pagando inicialmente 10 y tomando 90 prestados. Si el especulador vendía la acción a 110 y sacaba sus 20 francos, 11 de los 20 francos que había sacado del mercado procedían del nuevo especulador y 9 francos tenían que ser *reports* nuevos, prestados del mercado de dinero a la vista. A medida que se incrementaron los precios de las acciones, los tipos de interés sobre el dinero a la vista (*taux des reports*) aumentaron para atraer nuevo capital; la tasa de interés sobre el dinero a la vista creció del 4 al 5 % al final de 1880, al 8 a 10 % en la primavera de 1881, y alcanzó el punto máximo del 12 % en otoño de

1881.[39]

Cuando el precio de las acciones bajaba, los especuladores necesitaban más dinero para cumplir con el margen requerido. Si el especulador compraba una acción a 100 francos, con un pago inicial de 10 y 90 en *reports*, y el precio de la acción bajaba a 90, tenía que producir 9 francos más para cumplir con el margen requerido. Si el especulador estuvo completamente apalancado más temprano y no rellenaba los requisitos del margen requerido, el agente de bolsa vendía las acciones del especulador. Si el precio bajaba por debajo de 90 francos, el agente de bolsa, banco o individuo que le hizo el préstamo perdía dinero. Las acciones de la Union Générale subieron de 1.250 francos en marzo de 1881 a un punto máximo de 3.040 el 14 de diciembre, ya que la manía se aceleró. A continuación sobrevino un período de depresión, con cotizaciones a 2.950 el 10 de enero de 1882 y a 2.800 el 16 de enero. El

19 de enero cayó a 1.300 francos. A los *brokers* les faltaron 18 millones de francos ese día, ya que los especuladores no pudieron facilitar el dinero necesario para hacer frente a los requisitos del margen, y cuando llegó la fecha de la liquidación mensual, el 31 de enero, les faltaban 33 millones de francos.[40]

La Banque de Lyon et de la Loire tuvo un colapso aún más espectacular: pasó de un punto máximo de 1.765 francos el 17 de diciembre de 1881 a 1.550 francos el 28 de diciembre, cuando sostenía sus propias acciones, a 1.040 francos el 4 de enero, a 650 francos el 10 de enero, y, finalmente, a 400 francos el 19 de enero, al día siguiente de cerrar sus puertas.[41] La señal para el colapso fue el visto bueno que se le dio a Bontoux para fundar un Banque de Crédit Maritime en Trieste, que fue anunciado el 4 de enero de 1882. El golpe tuvo un efecto bumerán.[42] Los inversores que se encontraban con pérdidas en la

Banque de Lyon et de la Loire vendieron sus acciones de la Union Générale. La combinación de una especulación muy activa y un mecanismo de crédito que descansaba sobre el crédito bancario y personal reciclado mediante el mercado de préstamos de dinero a la vista, extendió el colapso entre bancos, *caisses*, agentes de bolsa, individuos y negocios en cuestión de días. La actividad económica se vio afectada de manera negativa, antes del colapso de la Bolsa, no a causa de un cambio en la oferta monetaria, sino porque en el punto máximo de la fiebre, el mundo comercial de Lyon se dedicó a especular con la Union Générale: «comerciantes de la seda, manufactureros textiles, industriales, negociantes, comerciantes de mercerías, tenderos, carniceros, gente con ingresos fijos, porteros, zapateros». «Un ingente capital se desvió de los negocios corrientes para su inversión en Bolsa, bien en títulos, bien en dinero a la vista.»[43]

Algunas de las características del crac del mercado de valores de Estados Unidos de 1929 fueron similares a los del colapso de los bancos franceses casi cincuenta años antes. La preocupación por la especulación y la disminución de la actividad económica al mismo tiempo que los precios de las acciones llegó a su punto máximo: se necesitaba más dinero para apoyar los precios de las acciones cada vez más altos, y había menos dinero disponible para la actividad económica. Otra similitud es que al alcanzar la bolsa su punto álgido, los préstamos a la vista de «todos los demás» (como opuestos a los bancos neoyorquinos y los bancos de fuera de Nueva York), subieron de casi dos mil millones de dólares a finales de 1926 a casi 4.000 millones de dólares dos años más tarde y a más de 6.600 millones de dólares el 4 de octubre de 1929. El crédito al margen era extenso. Las casas de corretaje podrían requerir que los compradores de

acciones pagaran con una entrada del 10 %; el 90 % restante era prestado. Mientras tanto, los préstamos de los agentes de bolsa concedidos por los bancos de Nueva York disminuyeron de 1.600 millones de dólares en su punto máximo a finales de 1928 a 1.100 millones el 4 de octubre de 1929.[44]

Con el crac, «todos los demás» y los bancos de fuera de Nueva York, sacaron fondos de dinero a la vista del mercado. Temían que la Bolsa se cerrara como había sucedido en 1873, lo cual habría congelado los préstamos líquidos día a día que habían efectuado.[45] En este punto, los bancos neoyorquinos aumentaron ligeramente sus préstamos a agentes de bolsa. Del mismo modo, en 1882, un consorcio de bancos de París, encabezado por la Banque de Paris et des Pays Bas (Parisbas) adelantó 18 millones de francos en cinco créditos a la Union Générale directamente, mientras que otro grupo, encabezado por la banca

Rothschild, prestó 80 millones de francos a la compañía de *brokers* para que consiguieran pasar la liquidación de final de enero y para darles tiempo de organizar sus pagos. En ambas crisis, se produjeron muchas bancarrotas de agentes de bolsa, de clientes y (en 1882) de bancos y sus *caisses*. Los bancos del mercado monetario central facilitaron el ajuste, pero en París, en 1882, no salvaron a la Union Générale.

En los Estados Unidos, la compra de acciones mediante constitución de un depósito (*sobre el margen*) fue frenada en los años treinta por una norma de la Reserva Federal que fijaba finalmente los requisitos del margen en un 50 %. Las instituciones financieras no tuvieron problemas en darle la vuelta a esta regulación. El reglamento se aplicaba a los intercambios organizados de acciones, incluyendo la Bolsa de Nueva York, aunque no al Chicago Mercantile Exchange, que operaba con futuros sobre índices accionarios del

Standard and Poor's 500, y donde el requisito del margen era del 10 % sobre el valor de los futuros contratos. Los arbitrajistas vincularon los precios en dos mercados así que, a todos los efectos, eran un mercado. Un inversor que compraba un contrato de futuros sobre el S & P-500 en Chicago con un depósito del 10 %, lo que en realidad estaba comprando eran acciones al contado en Nueva York con un depósito del 10 %; cuando en Chicago subiera el precio de los futuros, los arbitrajistas venderían los futuros contratos y al mismo tiempo comprarían una cesta representativa de las acciones de las compañías que dominaban el índice.

Entre las secuelas del colapso del 19 de octubre de 1987, hubo ciertas opiniones favorables a regular los mercados de Chicago y Nueva York a través de una única agencia —la Junta de Gobernadores del Sistema de Reserva Federal o la Securities and Exchange Commission

— y también algunas ideas referentes a un mayor rigor en la regulación del depósito en el mercado de futuros, y otras partidarias de prohibir por completo la negociación de futuros sobre acciones.

El patrón oro

Un tercer ejemplo de la expansión del crédito sobre una base monetaria fija es la representada por el patrón oro, que envolvía las reservas de los bancos centrales en activos líquidos denominados en libras británicas y en dólares estadounidenses. Esta práctica empezó antes de la Primera Guerra Mundial, aunque en ocasiones se ha pensado que estaba basada en las recomendaciones de Génova de 1922 y de la Delegación del Oro de la Liga de las Naciones. Esta innovación fue apoyada en gran medida por el gobernador Norman Montagu del

Banco de Inglaterra, que pretendía ampliar las reservas de valores en el extranjero en libras británicas para proporcionar alivio a la balanza de pagos británica y especialmente a sus modestas reservas de oro.[46] El auge en préstamos mundiales de 1913-1914 fue financiado por los incrementos en las reservas del banco central de valores denominados en la libra británica, el franco francés y el marco alemán.

De la misma forma en que es menos costoso utilizar billetes de banco y letras de cambio en lugar de monedas metálicas para hacer pagos, las carteras de oro monetario están dominadas por las posesiones de valores denominados en divisas de países con un mercado capital grande, siempre y cuando las condiciones financieras se mantengan estables. Estos activos son más fáciles de utilizar en transacciones, libres de la necesidad de transporte, protección y aquilatamiento, y de utilidad directa sin conversión en moneda

nacional. Un país puede aumentar sus tenencias de activos de reservas internacionales mediante la venta de bonos en Londres o en Nueva York y luego usar los ingresos de dinero para comprar valores a corto plazo denominados en la libra esterlina o el dólar estadounidense. Dado que no es probable que las autoridades monetarias británicas o estadounidenses consideren el aumento de las tenencias extranjeras de valores líquidos denominados en sus monedas como razón para contraer su propia superestructura de crédito, estas transacciones conducen a una expansión del crédito.

Los préstamos internacionales en el patrón oro pueden tener el mismo carácter inestable que aquellos en el patrón cambio oro. Antes de pedir dinero extranjero para utilizar como reserva para la expansión monetaria interna, los países pedían prestado oro. Durante el siglo XIX, las empresas estadounidenses y los gobiernos estatales pedían

préstamos en Londres, durante las expansiones económicas, tanto para financiar las importaciones como para aumentar la base de oro del sistema bancario de los Estados Unidos. Las transacciones en oro ayudaron con la transferencia de bienes y servicios; los préstamos por oro permitieron a los prestatarios expandir el crédito sin inducir a contracciones del crédito en los países prestamistas.[47]

La inestabilidad del crédito y la Gran Depresión

La idea de que la especulación que desemboca en manías y cracs descansa sobre una inestabilidad inherente al crédito es bastante antigua. Alvin Hansen, al escribir sobre los ciclos económicos, trata ampliamente de ella en un estudio general sobre «primeros conceptos» y en un capítulo sobre

los economistas de mediados del siglo XIX (John Stuart Mill, John Mills y Alfred Marshall) titulado «Confianza y crédito».[48] A juicio de Hansen, estos puntos de vista son obsoletos porque ignoran las decisiones de inversión y ahorro de las grandes compañías. Tal vez. Pero las teorías que conceden importancia a la inestabilidad del crédito subsisten hasta bien entrado el siglo XX. Hawtrey es un economista clásico en esta línea, como A. C. Pigou, cuyo libro *Industrial Fluctuations* (1927) incluye un capítulo que trata sobre cómo hacer frente a los pánicos.[49] La paradoja es que el papel de la inestabilidad del crédito comenzó a ser relegado a un segundo plano con la Gran Depresión de los años treinta.

La perspectiva monetarista de la Gran Depresión queda recogida en una monumental obra de Milton Friedman y Anna Schwartz. Ellos sostenían que la caída en picado de la actividad económica en la primera mitad de la década de

1930 fue el resultado de errores en la política monetaria cometidos por el Sistema de la Reserva Federal; se centraron en el declive de la oferta monetaria desde agosto de 1929 hasta marzo de 1933. Cuando se tercia la cuestión del inicio de la depresión, se afirma que la oferta monetaria no aumentó en los años 1928 a 1929, y que disminuyó en un 2,6 % desde agosto de 1929 hasta octubre de 1930, cuando debería haber sido aumentada para contrarrestar la debilidad en la economía. Friedman y Schwartz afirman que el crac del mercado de valores de octubre de 1929 tuvo muy poco o nada que ver con la intensidad del declive de la producción y que la depresión fue la consecuencia de las políticas nacionales en Estados Unidos, y que tenía sólo una conexión tangencial con los movimientos de capital internacional, los tipos de cambio o la deflación en el extranjero.[50] Durante mucho tiempo, su opinión sobre la depresión ha sido la dominante en

Estados Unidos.[51]

Peter Temin desafió esta visión monetarista desde una óptica keynesiana. Preguntó si el declive en el gasto había sido el resultado de una disminución de la oferta monetaria o si, en lugar de eso, la disminución de la oferta monetaria había sido resultado del declive en el gasto; trató de decir cuál de los dos puntos de vista era el correcto, sobre una base de econometría sofisticada. Una gran parte del argumento de Temin se centraba en la cantidad de consumo real que se desviaba de los pronósticos de los niveles basados en la relación entre consumo, rentas, patrimonio y variables similares, que habría que especificar al pronosticar una tendencia «normal» de consumo. Además, examinó la relación entre el momento en el que se producían los cambios en la oferta monetaria y los cambios en los tipos de interés: si el aumento en el gasto precedía al aumento de la oferta monetaria, entonces los tipos

de interés se debían incrementar, mientras que si el aumento de la oferta monetaria precedía al aumento del gasto, los tipos de interés debían disminuir. Puesto que los tipos de interés descendieron notablemente tras el crac de 1929 (a excepción de los tipos de interés de los bonos de alto riesgo que se incrementaron debido a la mayor preocupación por el riesgo de impago) llegó a la conclusión de que la caída del gasto precedía a la disminución de la oferta monetaria. Temin también examinó los cambios en los saldos monetarios reales (la oferta de dinero nominal ajustado por cambios en el nivel de precios al consumidor) y llegó a la conclusión de que los saldos reales se incrementaron entre 1929 y 1931 de un 1 a un 18 %, dependiendo de si se escogía M1 o M2 y un índice al por mayor o índice de precios al consumidor. Las medias anuales redujeron aún más el movimiento; sobre la base de cifras mensuales y promediando M1 y M2, expresados

como porcentajes o con relación a un año base, y de los dos índices de precios, la oferta monetaria no sólo no bajó, sino que en realidad aumentó en un 5 % entre agosto de 1929 y agosto de 1931, si utilizamos el mismo mes para minimizar las influencias estacionales. Temin concluye que no existe prueba alguna de que el dinero ocasionara la depresión que hubo entre el crac de la Bolsa y el abandono británico del patrón oro en septiembre de 1931.[52]

El análisis de Temin no ofrecía una explicación a la depresión aunque sí supuso un fuerte desafío a la visión monetarista. Un analista afirmó que el crac de la Bolsa había llevado a los bancos a racionar el crédito a los prestatarios, empezando, de ese modo, la depresión, sin reducir la oferta monetaria.[53] Otro sugirió que la caída en picado de los precios de las acciones había reducido la riqueza nominal y el consumo familiar; de manera implícita se asumió que a la

disminución del consumo siguió la disminución en el valor real de riqueza.[54]

Estos argumentos ignoran la velocidad con la que decayó la producción industrial en 1929, situación que empezó cuatro o cinco meses antes del crac de la Bolsa. La producción industrial cayó de 127 en junio a 122 en septiembre, a 117 en octubre, 106 en noviembre, y 99 en diciembre; La producción de automóviles descendió de 660.000 unidades en marzo de 1929 a 440.000 en agosto, 319.000 en octubre y 92.500 en diciembre. Estas bajadas eran demasiado grandes para que se pudieran explicar por cambios en la oferta de dinero disponible.

Por el contrario, estas bajadas se explican más fácilmente por la inestabilidad en la oferta de crédito. Al subir los precios de las acciones durante los primeros diez meses de 1929, los fondos fueron canalizados desde el consumo y producción hacia el mercado de dinero a la vista;

el crédito a la vista ascendió de 6.400 millones de dólares al final de diciembre de 1928 a 8.500 millones a principios de octubre de 1929. Lo que es más, los bancos de Nueva York primero y los de fuera luego, detuvieron la concesión de préstamos al mercado de valores y los demás sitios. Cuando se produjo el crac, el sistema de crédito se congeló de forma repentina. La concesión de préstamos para las importaciones cayó en picado, en parte debido a la abrupta disminución de los precios de las mercancías importadas.

El debate entre los monetaristas y los keynesianos ignora la inestabilidad del crédito y la fragilidad del sistema bancario, y el impacto negativo sobre la producción y los precios cuando el sistema de crédito se paralizó debido a que el descenso de los precios de muchos productos básicos y bienes hizo que muchos prestatarios no pudieran hacer frente al pago de sus préstamos,

cosa que explicaría los sucesos de las primeras etapas de la depresión de 1929. Esta opinión fue ignorada por casi todo el mundo, salvo por Minsky y Henry Simons, el economista de Chicago que pensaba que la Gran Depresión fue ocasionada por la disminución de la confianza comercial que condujo, a través de un sistema de crédito inestable, a cambios en la liquidez con efectos en la oferta monetaria.[55]

Los puntos de vista de Henry Simons quedaron expuestos en su obra *Economic Policy for a Free Society*, [56] escrita tras la Segunda Guerra Mundial bajo la poderosa influencia de la depresión de los años treinta. Recomendaba una reserva de divisas contra depósitos bancarios del 100 por cien para evitar los cambios en los depósitos, provocados por los cambios en la voluntad pública de guardar divisas, y un esfuerzo vigoroso para acabar con la elasticidad del crédito en todos los demás puntos del sistema. Propuso

restricciones en el crédito por plazo indeterminado y en los préstamos a plazo, a la vez que limitaciones de la deuda gubernamental de dinero sin intereses en un extremo del espectro y de la deuda a muy largo plazo (idealmente, obligaciones perpetuas) en el otro. Simons defendía un sistema en el que todo el patrimonio financiero debería hallarse bajo la forma de acciones, sin contratos de dinero fijo, de modo que ninguna institución distinta de un banco pudiera crear sustitutivos efectivos del dinero. Le preocupaba el temperamento especulativo de la comunidad y la facilidad con que una toma y concesión de préstamos a corto plazo por parte de una entidad que no fuera un banco hacía vulnerable a la sociedad ante cambios en la confianza comercial.

La propensión liberal de Friedman a dejar que las fuerzas del mercado determinaran la demanda y la oferta de diferentes tipos de valores financieros se oponía a las recomendaciones de Simons, las

cuales exigían la limitación del carácter del dinero y de los activos financieros.[57] Friedman estaba seguro de que el control del crecimiento de la oferta monetaria evitaría ciclos económicos mayores y creía que no había necesidad de temer que el mecanismo de crédito no fuera estable. Aunque las propuestas positivas de Simons fueran deseables (y hay serias dudas a este respecto) son una utopía y, por lo tanto, no son prácticas. Sin embargo, el diagnóstico de Simons sobre la tendencia del sistema hacia la inestabilidad en el endeudamiento a corto plazo y su devolución es del todo acertado.

En las últimas décadas, ha hecho su aparición otra opinión importante sobre las relaciones del dinero y la banca con la estabilidad económica, procedente de la escuela neoaustriaca, que pretende suprimir por completo el control del dinero y la banca. Este grupo, encabezado por Friedrich Hayek en Gran Bretaña, Roland Vaubel

en Alemania, y Richard Timberlake, Leland Yeager, Lawrence White, y George Selgin en los Estados Unidos, busca abolir la política monetaria activa. Cualquier banco, compañía o persona podría emitir «dinero»; creen que el mercado será el que decida quién emite dinero bueno. Cada empresa competirá para asegurarse de que su dinero sea aceptado, así que el dinero bueno expulsará al malo. White defiende esta postura en base a la experiencia de los bancos escoceses que estuvieron desregulados entre la quiebra del Ayr Bank en 1772 y la Bank Act de 1845, que aplicaba la Bank Act de 1844 a Escocia.[\[58\]](#)

Durante este período los principales bancos comerciales acumularon los billetes de los bancos menores, dispuestos a convertirlos en metálico si creían que el suministro de billetes de banco emitidos por un banco determinado estaba aumentando con demasiada rapidez. Los grandes bancos actuaban como controladores informales de

la oferta monetaria. Pero varias experiencias históricas —las cajas rurales en Inglaterra desde 1745 a 1835, la banca inestable de Michigan en la década de 1830 y la reciente experiencia de la desregulación bancaria en América Latina y especialmente en Asia Oriental— contradicen la opinión de que «el dinero bueno expulsa al malo».

La inflación global de la década de 1970 fue el resultado de una combinación de la política monetaria expansiva de los Estados Unidos y de las políticas monetarias expansivas en Europa y Japón en el momento en que su gran superávit de la balanza de pagos llevó a un rápido crecimiento en sus tenencias de activos de reservas internacionales. Las tenencias de activos de reservas internacionales de los bancos centrales volvieron a aumentar rápidamente en la década de 1990 y finales de los años 90.[59] Tres años más tarde, un economista francés, Pascal Blanqué, escribió sobre una burbuja de crédito

estadounidense.[60] En las mismas líneas, Graciela Kaminsky y Carmen Reinhart culpan a los países extranjeros por la impresión de dinero y a los Estados Unidos por manejar una persistente balanza de pagos deficitaria.[61]

La cuestión principal es si un banco central puede frenar la inestabilidad del crédito y ralentizar la especulación para evitar su extensión peligrosa. Si las autoridades monetarias buscan algún sustituto para el suministro de dinero o de liquidez, o si se enfocan directamente en los tipos de interés, ¿se pueden moderar o eliminar por completo el ascenso y el declive de la crisis? No hay una forma a priori de determinar si alguna política del banco central de mantener constante la oferta monetaria, de limitar la liquidez del mercado monetario, o de elevar la tasa de descuento a la primera señal de especulación eufórica, podría evitar las manías que conducen a las crisis. Los economistas no pueden llevar a

cabo experimentos cuidadosamente controlados. Sin embargo, el peso de la evidencia histórica favorece la opinión de que una política monetaria algo diferente habría tenido auges moderados, aunque no los hubiera eliminado por completo.

El Banco de Inglaterra fue severamente atacado por su ceguera ante una crisis que se avecinaba en 1839 y por su incapacidad para elevar los tipos de interés más pronto. De hecho, se dice que la opinión general de que había sido dilatoria, había sido la causa inmediata del Bank Act de 1844.[62] En la década de 1850 el exceso de oro condujo a la disminución de los tipos de interés en 1852 y 1853. A partir de entonces los tipos de interés aumentaron, aunque no lo suficiente como para evitar la grave crisis de 1857.[63] El número de letras de cambio en circulación siguió aumentando a medida que aumentaba el tipo de descuento, y se fue reduciendo a medida que iba cayendo, en lugar de

responder a los cambios de política en la dirección contraria; la especulación basada en la creación de letras parece haber sido desinhibida por los aumentos en los tipos de descuento.[64]

Una proposición de mediados de 1850 fue que el Banco de Inglaterra debería variar su tipo de descuento a medida que sus reservas variaban, para que el público tuviera claro qué esperar — una sugerencia que, según Elmer Wood, no demuestra comprensión de las transacciones del Banco de Inglaterra—. [65] En 1863 y 1864 el Banco de Inglaterra elevó los tipos de interés a un 9 % en dos ocasiones, cosa que tal vez retrasó, aunque no impidió, el crac de 1866. La liquidación se completó en Francia en 1864; hubo dos conmociones en Gran Bretaña ese año, pero la deflación principal se atrasó. [66] En julio de 1869 el Banco Nacional Austrohúngaro elevó los tipos de interés, pero el aumento llegó demasiado tarde para prevenir un crac en el otoño de 1869, que fue

un claro precursor del Gran Crac de 1873 en Viena.[67] El banco elevó de nuevo su tipo de descuento en 1872, aunque Wirth dijo que el tipo de descuento era demasiado bajo.[68] De forma similar, con la misma periodicidad y ausencia de resultados (a menos que precipitaran la crisis), el Banco de la Reserva Federal de Nueva York elevó su tipo de descuento del 5 al 6 % el 9 de agosto de 1929.

En 1873, el Banco de Inglaterra cambió su tipo de descuento veinticuatro veces y evitó las crisis financieras que se abatieron sobre Austria y Alemania en mayo y sobre Estados Unidos en septiembre. En noviembre, el tipo de descuento subió al 9 % para evitar que los alemanes sacaran las libras esterlinas acumuladas en Londres como resultado de la indemnización franco-prusiana.[69] Las fuentes secundarias no aclaran si esto constituyó una maniobra de éxito contra la posibilidad de crisis o si sencillamente hizo crecer

la sensibilidad ante los movimientos de capital a corto plazo.

En el pánico de 1907, la expansión preparatoria había implicado la concesión de préstamos en Nueva York por bancos de fuera en cantidades históricamente desconocidas, una combinación de dos de los métodos de expansión discutidos anteriormente, si es que se puede equiparar a los bancos de fuera prestando dinero a Nueva York con el patrón cambio oro. A falta de un banco central, Nueva York no pudo emprender ninguna acción discrecional sobre los tipos de interés. Los préstamos americanos llevaron a las exportaciones de oro de Londres y al incremento de los intereses, y el Banco de Inglaterra advirtió al mercado que más aceptaciones de letras financieras americanas constituían una amenaza para la estabilidad y eran mal recibidas.[70] Esto frenó el auge, pero no logró evitar el «pánico del hombre rico» de marzo de 1907 y el pánico a gran

escala de octubre.

Si los banqueros centrales fueran omniscientes y omnipotentes, tal vez hubieran podido manejar los tipos de interés y los requisitos de la Reserva Federal para estabilizar el sistema de crédito; entonces podrían corregir la inestabilidad de la oferta implícita en las infinitas posibilidades de expansión del crédito. Pero «no existen limitaciones positivas a la expansión del crédito individual».[71]

Los bancos centrales surgieron para imponer un control a la inestabilidad del crédito. El desarrollo de los bancos centrales a partir de la banca privada, cuya misión es hacer dinero, constituye un notable logro. En 1825, hubo consenso acerca de la división del trabajo entre los bancos privados y el banco central: los banqueros privados de Londres y las provincias financiarían el auge, mientras que el Banco de Inglaterra «financiaría la crisis». De ese modo el

Banco de Inglaterra no sería culpado por la crisis. En Estados Unidos, que no tenía banco central desde 1837, los principales bancos neoyorquinos se encontraron en un aprieto, habiendo de escoger entre su función lucrativa, que les convertía en contribuyentes a la inestabilidad del crédito, y su función de custodia de los depósitos de bancos fuera de la ciudad que podrían ser retirados y también contribuir a la inestabilidad. Había un conflicto de intereses entre la preocupación del corto plazo con respecto a la rentabilidad y la preocupación del largo plazo con respecto a la estabilidad financiera, y un conflicto de intereses entre el bien privado y el público. Nadie decretó que los bancos neoyorquinos debían actuar de forma responsable por el interés público; no estaba claro que fuera o no fuera ventajoso para ellos hacerlo. El problema es general en la política, en los negocios y en los centros que deberían mirar por el interés público.

EL MOMENTO CRUCIAL: CUANDO LA BURBUJA ESTÁ A PUNTO DE ESTALLAR

Cambio de expectativas

El modelo estándar de la secuencia de eventos que conduce a las crisis financieras es la de un impacto que provoca una expansión económica que se transforma en un auge económico, y entonces es cuando se desencadena la euforia; los precios de los activos aumentan rápidamente, mucho más rápidamente que el PIB o que ninguna

otra medida de ingresos. Luego hay una pausa en la el ritmo de esos aumentos. Unos pocos inversionistas inteligentes o afortunados venden algunos de sus activos para depositar sus ganancias especulativas en algo seguro. La desaceleración de la subida de los precios de los activos puede inducir a que los demás tengan un enfoque más cauteloso. Es probable que haya angustia después de que los precios de los activos empiecen a bajar. El patrón es biológico en su regularidad. Es probable que haya pánico y que después del pánico haya un crac. Lord Overstone, el banquero británico líder de mediados del siglo XIX, vio un patrón similar y Walter Bagehot lo citó con aprobación: «tranquilidad, mejora, confianza, prosperidad, excitación, sobrenegociación, convulsión [sic], presión, estancamiento y finalmente de nuevo tranquilidad».[1] Overstone identificó cinco etapas de euforia antes de la crisis financiera, o,

utilizando sus palabras, antes de la convulsión.

Según la teoría de las expectativas racionales, las expectativas de los inversores cambian más o menos instantáneamente en respuesta a cada impacto, y los inversores inmediatamente ven más allá de las repercusiones de cada impacto, ven el equilibrio de precios de los bienes raíces y las acciones y de los productos básicos a largo plazo. En contraste, visto desde el punto de vista de la historia financiera, las expectativas en ocasiones cambian lentamente y en ocasiones cambian de manera rápida, a medida que los distintos grupos se van dando cuenta —a veces en momentos distintos y otras veces más o menos al mismo tiempo— que las previsiones de precios y valores actuales en un futuro lejano difieren de la opinión que se tenía anteriormente de esos mismos precios y valores.

El cambio en las mentalidades de los inversores, que va de la confianza al pesimismo,

es la fuente de inestabilidad en los mercados de crédito, ya que algunos prestatarios —individuos además de empresas— se dan cuenta de que su endeudamiento es demasiado grande en relación con sus ingresos. Estos prestatarios se ajustan a sus nuevas percepciones sobre el futuro mediante la reducción de sus gastos para poder tener el dinero en efectivo para reducir su deuda o para aumentar sus ahorros. Puede que algunas empresas vendan sus divisiones y unidades operativas para conseguir el dinero para devolver los préstamos. Los prestamistas reconocen que tienen demasiados préstamos de alto riesgo y que buscan la devolución de los préstamos pendientes de los prestatarios más riesgosos y se muestran reticentes a renovar estos préstamos a medida que vencen y elevan las calificaciones crediticias para los nuevos préstamos.

El período de estrés financiero puede durar semanas, meses o incluso varios años, o puede

estar concentrado en unos pocos días. La crisis económica que siguió al colapso del mercado de valores de Estados Unidos en 1929 se prolongó durante cuatro años —hasta que un nuevo gobierno, más intervencionista llegó al poder—. Japón estuvo sumido en problemas económicos durante más de diez años después de que las cotizaciones bursátiles y los precios de los bienes raíces comenzaran a declinar en enero de 1990. Por el contrario, Corea del Sur se recuperó de su crisis económica de 1998 a principios de 1999. La entrega de soberanía en Hong Kong a mediados de 1997 y su advenimiento como región económica especial de China coincidió con el inicio de la crisis financiera asiática; los precios de la propiedad disminuyeron de un 40 a un 50 % durante los cinco años siguientes. La recesión que comenzó en los Estados Unidos en el año 2001 fue relativamente leve y breve, a pesar de que las cotizaciones bursátiles se redujeron en un 40 %

entre 2000 y 2003.

Los Estados Unidos experimentaron una caída mucho mayor en la riqueza de los hogares en 2008 y 2009; los precios de los bienes raíces residenciales se redujeron en más del 30 % y los precios de las acciones cayeron casi un 50 % — antes de que tuviera lugar una recuperación parcial —. Los precios de las propiedades comenzaron a declinar a finales de 2006 y el crecimiento económico fue positivo a lo largo de 2007 y en el primer semestre de 2008; el primer trimestre negativo fue el tercer trimestre de 2008 —e incluso entonces el descenso fue moderado—. Luego, el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008 provocó un pánico y un crac. El sistema de crédito se congeló: los diferenciales de tasas de interés subieron, y la tasa LIBOR aumentó en 500 puntos básicos con respecto a la tasa de fondos federales, mientras que la propagación tradicional había sido de 10 a 20

puntos básicos. La combinación de una disponibilidad de crédito restringida y una cautela mayor en los hogares llevó a un descenso muy pronunciado en el PIB.

¿Deberían los gobiernos intervenir para moderar el ciclo? Las políticas gubernamentales juegan un papel vital en la formación de expectativas. ¿Puede un gobierno evitar una crisis financiera aguando las expectativas que llevan a la euforia? ¿El gobierno debería tratar de moderar los impactos de la caída de los precios de las acciones y de los bienes raíces y de los productos básicos después de que la burbuja haya implosionado?

**Bear Stearns, Fannie Mae y Freddie Mac, y
Lehman Brothers**

Una de las primeras señales de ajuste en los Estados Unidos al aumento extraordinario de los precios de la vivienda y al exceso de oferta de viviendas que se inició en el año 2002 fue un aumento en las quiebras de los corredores de hipotecas, que se inició en los últimos meses de 2006; estas empresas eran «intermediarios» y mayoristas que adquirían las hipotecas de los compradores de vivienda, después de indicar los términos de las hipotecas que iban a adquirir. Luego vendían las hipotecas a los bancos de inversión, que colocaban las hipotecas con términos similares en un fideicomiso que se utilizaría como garantía para la emisión de valores respaldados por hipotecas (MBS). Los bancos de inversión se reservaban el derecho de nuevamente «poner» estos préstamos a disposición de los corredores de hipoteca si los prestatarios dejaban de hacer sus pagos mensuales dentro de 12 o 18 meses. A medida que los prestatarios se iban

atrasando en sus pagos, los bancos de inversión devolvían estos préstamos hipotecarios a los corredores y pedían la devolución de su dinero, y las empresas que no pudieron pagar se declararon en quiebra. Los bancos de inversión acabaron con decenas de miles de millones de dólares en hipotecas fallidas después de que los corredores se declararan en quiebra.

La combinación del incumplimiento de los pagos por parte de los que habían sacado préstamos recientemente para comprar una vivienda y el fracaso de las firmas hipotecarias bancarias condujo a una fuerte disminución en la oferta de crédito disponible para las hipotecas. El ritmo de compra de viviendas se redujo. Los promotores inmobiliarios que habían construido sus hogares en previsión de futuras ventas experimentaron un aumento en sus inventarios de propiedades sin vender, a medida que los precios de la vivienda se iban reduciendo.

Los precios de la vivienda en algunos de los mercados regionales alcanzaron su punto máximo hacia el final de 2005, y en el nivel nacional a finales de 2006. La disminución en 2007 de casi el 15 % dio lugar a una disminución dramática en la construcción de viviendas nuevas.

La primera víctima importante fue Bear Stearns; dos de los fondos de cobertura apalancados que manejaba se estrellaron, y los inversores en estos fondos perdieron la mayor parte de su dinero. Luego hubo una corrida bancaria sobre Countrywide Financial, el mayor prestamista hipotecario de los Estados Unidos, a mediados de agosto de 2007. Al mismo tiempo, hubo una corrida bancaria sobre Northern Rock, que era el mayor prestamista hipotecario de Gran Bretaña. Ambas empresas se habían mostrado agresivas en sus esfuerzos por aumentar su cuota de mercado, ambas habían dependido del mercado de papel comercial para más del 30 % del dinero

que utilizaron para comprar los créditos hipotecarios. De hecho, habían estado vendiendo pagarés (IOU) a corto plazo a las empresas que tenían dinero extra, para conseguir el dinero para comprar más hipotecas. Countrywide Financial fue rescatado por el Bank of America, que inicialmente hizo una inversión de capital a través de las compras de acciones preferentes y, posteriormente, adquirió Countrywide. Northern Rock fue rescatado por el Banco de Inglaterra, que inicialmente proporcionó liquidez; posteriormente, el gobierno británico adquirió acciones de la empresa y se convirtió en su accionista mayoritario.

El siguiente acontecimiento impresionante fue las corridas sobre Bear Stearns en marzo de 2009: una por parte de los propietarios de sus acciones y otra por parte de los que tenían demandas a precio fijo sobre Bear y que se resistían o no estaban dispuestos a adquirir nuevas demandas sobre Bear

ya que las que poseían vencieron. La Reserva Federal facilitó la adquisición de Bear por parte de JPMorganChase al estar de acuerdo en que se aceptaran hasta 29 mil millones de dólares en títulos de dudosa calidad propiedad de Bear.

Fannie Mae y Freddie Mac, las dos grandes empresas patrocinadas por el gobierno, que tenían más de 50 % del riesgo de crédito de las hipotecas de Estados Unidos, fueron «nacionalizadas» por el Tesoro de los Estados Unidos en la segunda semana de septiembre de 2008. Los propietarios de sus acciones ordinarias perdieron prácticamente todo su dinero. Los propietarios de sus acciones preferentes también perdieron todo; muchos bancos habían comprado estas acciones preferidas debido a que podían ser consideradas como parte de su capital requerido de Nivel I. Así, la quiebra de Freddie y Fannie supuso un golpe importante en el capital de otras instituciones financieras.

La semana siguiente, Lehman Brothers se declaró en quiebra, porque el gobierno de los Estados Unidos había decidido que no quería «salvar a Lehman». Los funcionarios del gobierno dijeron que no tenían la autoridad para salvar a Lehman. Tal vez. O tal vez podrían haber encontrado la autoridad si realmente lo hubieran intentado. O podrían haber proporcionado algún tipo de asistencia financiera temporal para permitir que Lehman evitara la quiebra, mientras adquirían la autoridad legal para salvar a Lehman.

La decisión de no «salvar a Lehman» desencadenó la crisis de crédito más masiva en los últimos cien años; los diferenciales de crédito se dispararon. Un gran número de empresas diferentes dependían de la financiación a corto plazo para conseguir el dinero para comprar valores a largo plazo, y les resultó muy difícil —y costoso— refinanciar sus pagarés (IOU) vencidos.

La decisión de no «salvar a Lehman» refleja

que los funcionarios estaban preocupados por la indignación pública sobre el «rescate» de los banqueros ricos. Ellos —al igual que los funcionarios y los analistas en los últimos doscientos años— creían que salvar a una gran empresa estimularía unos comportamientos de riesgo financiero en el futuro, en diez, veinte y treinta años.

Entonces, el martes 14 de septiembre —el día después de la quiebra de Lehman— la Reserva Federal prestó 85 mil millones de dólares a AIG; el préstamo le dio a la Fed la opción de comprar el 79,9 % de las acciones de AIG. La doctrina del «demasiado grande para quebrar» había sido resucitada. La preocupación era que si AIG se derrumbaba, habría corridas sobre muchas otras instituciones financieras, y esta dramática demanda por dinero en efectivo llevaría al colapso del sistema financiero.

La interacción entre la disminución de los

precios inmobiliarios y las pérdidas de préstamos bancarios fue inevitable y previsible, aunque la identidad de las empresas que se verían azotadas, no se podría haber predicho. Sin embargo, aquellas empresas que habían aumentado rápidamente su participación en el mercado — Countrywide, Northern Rock, Washington Mutual — lo habían hecho sobre una base de fondos a corto plazo prestados en los mercados mayoristas, y eran más vulnerables a las corridas que los prestamistas que dependían casi exclusivamente de los depósitos para el dinero para comprar hipotecas.

Los fondos del mercado monetario —creados principalmente por casas de corretaje como una alternativa a los depósitos garantizados por el gobierno— estaban sujetos a corridas, y el Tesoro de los Estados Unidos extendió de manera precipitada su capa de cobertura de seguros de depósitos a estas empresas.

La cuestión principal es cuántos de estos acontecimientos eran previsibles como respuesta a la caída de los precios inmobiliarios. Era inevitable y previsible, por tanto, que el valor neto de millones de hogares disminuyera a medida que los precios inmobiliarios caían. Varios millones de estos hogares tenían sus «hipotecas al revés» —debían por sus préstamos hipotecarios unas cantidades mayores que el valor de mercado de sus casas—. Millones de personas abandonaron estas propiedades, dejando a los prestamistas con pérdidas.

Advertencias

Una propuesta es que un gobierno debe dar a conocer o publicar sus propias previsiones, si piensa que sabe más que los especuladores.[2] De

ese modo, el gobierno podría calmar las preocupaciones o temores de los inversionistas, haciendo pública esa información.[3] Muchas personas dentro del gobierno tienen opiniones sobre las perspectivas económicas y financieras, pero éstas a menudo son opiniones opuestas, de modo que sólo se podría desarrollar una «visión gubernamental» si alguien —el primer ministro, el gobernador del Banco Central, el ministro de Finanzas— forjara un consenso.

El registro histórico ofrece poco apoyo a la idea de que las declaraciones de los funcionarios del gobierno han tenido un gran impacto a la hora de amortiguar la euforia. En algunos casos una advertencia puede ser suficiente, pero en otros, estas advertencias no suelen ser suficientes para evitar nuevos aumentos en los precios de los activos. No hay muchas posibilidades de que los inversores y especuladores presten atención a las advertencias de un funcionario del gobierno

cuando los precios de los activos están aumentando a tasas anuales de 20 a 30 % al año.

Las primeras advertencias de este tipo que se han registrado se realizaron alrededor de 1825. Aunque muchos autores han considerado el Bubble Act de junio de 1720 como una advertencia de Robert Walpole y del rey Jorge II contra la especulación, el objetivo primordial de esa legislación fue reprimir a los competidores de la Compañía de los Mares del Sur, porque las otras burbujas estaban drenando dinero en efectivo que la Compañía de los Mares del Sur quería y necesitaba.[4] El Bubble Act, que se había fortalecido en 1749, dificultó tanto hacer estafas como empezar negocios legítimos, y no fue derogado hasta el siglo XIX.

Las autoridades bancarias comenzaron a advertir sobre los auges especulativos en el siglo XIX. En la primavera de 1825, el primer ministro Canning, el ministro de Hacienda, lord

Liverpool, sir Francis Baring, y W. R. McCulloch en *The Scotsman* avisaron sobre los excesos de la especulación. La advertencia contribuyó a la crisis —pero la crisis probablemente era inevitable—. En medio del pánico y el crac de diciembre de 1825, lord Liverpool no rescató a los especuladores, porque nueve meses antes había dicho que no lo haría.[5] En 1837, el presidente de la Cámara de Comercio, J. Poulett Thomson, criticó mordazmente el espíritu de especulación prevalente, que difería del de 1825 en que las personas estaban invirtiendo en su propio país en lugar de hacerlo en el extranjero.[6]

En el otoño de 1837 el espíritu de juego cruzó el Canal, y las autoridades belgas y francesas trataron de reprimir la especulación, prohibiendo la cotización de los precios de los billetes y de los títulos de las empresas. Sus esfuerzos resultaron inútiles, la especulación había ido más allá del estrecho marco de la Bolsa y de los no

profesionales tales como los rentistas, e incluso «las mujeres y los extranjeros» estaban participando en ella. Las cámaras de Comercio de Lieja, Vervier, y Amberes condenaron la especulación bursátil. El rey belga se negó a constituir un banco propuesto, el Mutualité Industrielle. La inversión sufrió una desaceleración más bien como resultado de una disminución en la actividad económica y no como respuesta a las declaraciones de la administración y a la creación de negocios.[7] En julio de 1839, Lamartine en la Cámara de Diputados de Francia, habló en contra de la especulación y, especialmente, advirtió acerca de las garantías de los valores de ferrocarril.[8]

El único indicio de que la condena oficial de la especulación podría haber sido efectiva fue por parte de un observador francés, que comentó sobre la crisis de 1857. En marzo de 1856, el ministro del Interior inició una acción legal en contra de

ciertos estafadores. El emperador Napoleón III felicitó a O. de Vallée, el autor de *Les Manieurs d'Argent*, que trataba las dudosas prácticas financieras con severidad. El Senado aprobó las leyes. El Banco de Francia subió la tasa de descuento al 10 %. Napoleón III publicó una carta en *Le Moniteur*, el 11 de diciembre, en la que indicaba que el Gobierno prestaría apoyo solamente para las catástrofes que escaparan a la anticipación humana. Según D'Ormesson, la exuberancia especulativa disminuyó y la memoria de la crisis de 1857 refleja una cierta gloria en el comercio francés.[9] Sin embargo, Rosenberg llegó a la conclusión de que las advertencias habían llegado demasiado tarde.[10]

Las restricciones por parte del Banco Nacional de Austria en 1869 produjeron una «gran crisis» que resultó ser un mini-crac en comparación con la que siguió en 1873.[11] Las advertencias y las revelaciones de Eduard Lasker, un miembro del

parlamento alemán, que en febrero de 1873 había expuesto las conexiones escandalosas entre el gobierno prusiano y su ministerio de comercio y los concesionarios ferroviarios, no tuvo un impacto significativo en la represión del sentimiento especulativo.[12]

Más oportunas fueron las advertencias emitidas por la revista *The Economist* en 1888 contra los compromisos de compra de cédulas, los bonos de los terrenos argentinos. En abril *The Economist* dijo que «los bonos ... podrían ... convertirse en un valor muy inadecuado. En la actualidad todos los bienes inmuebles de Río de la Plata han visto sus precios inflados, pero la aparición de dificultades financieras podría fácilmente hacerlos invendibles».[13] Luego, en mayo «Un colapso del “auge” en el sector inmobiliario, que es fácilmente concebible, seguramente deprimiría severamente el valor de las cédulas».[14] Las advertencias demostraron

ser ineficaces.

Más memorable es la declaración profética de Paul Walburg, socio de Kuhn, Loeb & Co. y uno de los fundadores del sistema de la Reserva Federal, que en febrero de 1929 advirtió al público estadounidense de que los precios de las acciones estadounidenses eran demasiado altos y que mostraban síntomas parecidos a los del pánico de 1907; su declaración siguió a una declaración similar del presidente de la Junta de la Reserva Federal. Los inversores se detuvieron brevemente y luego volvieron a aumentar los precios de las acciones.

La ineficacia de la declaración de Greenspan, presidente de la Reserva Federal, sobre la «exuberancia irracional» en diciembre de 1996 por el alto nivel de los precios de las acciones de Estados Unidos se ha señalado anteriormente. En agosto de 1999, Greenspan informó de que la Fed consideraría el nivel de precios de las acciones

cuando pusiera las tasas de interés después de que la tasa de descuento se hubiera incrementado en un 0,25 % en agosto. Una vez más el mercado de valores apenas se dio cuenta.

Si los precios de los bienes raíces y de las acciones continúan aumentando a pesar de estas advertencias, entonces parece que las advertencias carecen de credibilidad. Puede que los analistas económicos sepan —o al menos creen que saben— los valores de equilibrio a largo plazo de los bienes raíces y de las acciones, pero su capacidad de predecir cuándo los precios del mercado se moverán de vuelta hacia estos valores medios a largo plazo en lugar de alejarse de ellos es más bien modesta. Roger Babson vendió las acciones de sus clientes en 1928 y pareció hacer el ridículo durante más de un año, ya que los precios de las acciones seguían aumentando.

El problema del tiempo es complejo. Si las autoridades gubernamentales quieren que sus

advertencias sean eficaces, deben proporcionar sus declaraciones de precaución con suficiente antelación para evitar algunos de los excesos que se dan en la época de euforia, y lo suficientemente tarde como para que las declaraciones sean creíbles. Una metáfora de un ex presidente de la Reserva Federal es que las autoridades se muestran reticentes a «retirar la ponchera de la fiesta justamente cuando la fiesta está empezando» debido a las reacciones públicas adversas.

La tradición moderna es que los bancos centrales desarrollan sus políticas monetarias para moderar los aumentos en el nivel de precios al consumidor u otro tipo de índice de nivel de precios; «las metas de inflación» se convirtieron en su nuevo mantra. La cuestión de fondo es si los bancos centrales deberían ignorar los aumentos en los precios de los bienes raíces y de las acciones si están muy por encima de sus valores de equilibrio a largo plazo. Por lo general ha sido

inútil intentar convencer a los especuladores únicamente a través de declaraciones.

Dificultades financieras

Las dificultades son ampliamente discutidas en relación con las crisis financieras. El término es impreciso: uno de sus significados es un *estado de sufrimiento* y el otro es una *situación peligrosa*. La dificultad comercial refleja la primera definición, las dificultades o problemas financieros la segunda. La dificultad comercial implica que los precios, la actividad económica y la rentabilidad han disminuido, y que muchas empresas mercantiles e industriales se han ido a la quiebra —o están en camino de irse a la quiebra—. Las dificultades financieras de una empresa individual significan que se está incurriendo en

pérdidas significativas y que existe una probabilidad bastante seria de que no tengan suficiente dinero para pagar los intereses devengados por la deuda de acuerdo con un programa acordado.[15] El pánico de crédito en los últimos meses de 2008 condujo a un fuerte descenso en las ventas de automóviles, y tanto General Motors como Chrysler se declararon en bancarrota. Las dificultades financieras para una economía también tienen un significado prospectivo e implican la necesidad de hacer ajustes económicos; puede que las empresas estén al borde de la quiebra y que los bancos puedan necesitar capital adicional para compensar la disminución de capital, que es el resultado de las pérdidas por préstamos excepcionalmente grandes. El gobierno de los Estados Unidos desarrolló un programa de más de 700 mil millones de dólares llamado el Troubled Assets Relief Program (Programa de Alivio de Activos Problemáticos o

TARP por sus siglas en inglés), que pondría dinero a disposición de los bancos y de otras firmas financieras. Muchos proyectos de inversión se estancan debido a que los desarrolladores no pueden obtener el dinero necesario para completar la construcción.

Otras palabras empleadas para designar el intervalo transcurrido entre el fin de una euforia y el inicio de lo que los escritores clásicos denominaron revulsión y descrédito (en otras palabras, *crac* o *pánico*), son *inquietud*, *aprensión*, *tensión*, *escasez*, *presión*, *incertidumbre*, *condiciones ominosas*, *fragilidad*. Otras expresiones más coloridas son *una fea caída del mercado*[16] o *una atmósfera fragorosa*. [17] Las metáforas atmosféricas son especialmente utilizadas: «Uno se siente de nuevo inmerso en la opresiva atmósfera que precede a una tormenta». [18] Y se han utilizado metáforas geológicas: dos años antes del pánico de 1847,

lord Overstone escribió a su amigo G. W. Norman (abuelo de Montagu Norman, el gobernador del Banco de Inglaterra a mediados de 1920): «Actualmente no estamos viviendo un crac, tan sólo un ligero movimiento de tierra premonitorio bajo nuestros pies».[19] La metáfora sismológica también fue utilizada por Michel Chevalier, que escribía desde América sobre la guerra del presidente Jackson contra el Second Bank of the United States: «Un colapso general del crédito, por breve que sea, es más temible que el peor de los terremotos».[20] Otro escritor francés señala el «presentimiento de desastre».[21] Una metáfora alemana habla del «arco que tanto se doblaba en otoño de 1782, que amenazaba con quebrarse».[22]

La dificultad no es una condición fácil de medir para una economía. Puede que los inversores se hayan mostrado preocupados cuando los valores de ciertas variables divergieron

significativamente de los valores medios; algunas de estas variables incluyen las ratios de reservas de oro de los bancos centrales, la proporción de deuda a capital de un gran número de empresas o personas, las pérdidas de los bancos en relación con su capital, las ratios de pagos de servicio de la deuda externa de un país a los beneficios de sus exportaciones, y las ratios del precio-ganancia de los valores y la tasa de rendimiento sobre el alquiler de bienes raíces. Puede que los inversores cada vez tengan una mayor conciencia de la aproximación a un límite determinado, como puede ser el límite de emisión de billetes del Banco de Inglaterra estipulada en la *Bank Act* de 1844, el requisito mínimo de oro de 100 millones de dólares que fue requerido al Tesoro de los Estados Unidos en 1893, el límite superior en los anticipos del Banco de Francia al Tesoro francés en 1924, la ratio de reservas de oro del Reichsbank con el plan Dawes en junio de 1931, o el oro

desmonetizado disponible para el Sistema de la Reserva Federal previo a la aprobación del Acta Glass-Steagall en febrero de 1932. Una proporción de la deuda externa y el PIB del 60 % para un país ha sido vista como un indicador premonitorio por parte de los inversionistas; un país «se mueve sobre un terreno muy inestable» cuando esta ratio es mucho mayor. Del mismo modo una ratio de deuda pública sobre el PIB de una cantidad significativamente mayor del 60 % se considera demasiado alta. Como hizo notar un ministro de Hacienda en 1857, los límites excitan a la gente:

Ahora cuando se impone un límite, queda fuera de toda duda que la existencia de ese límite, siempre que se haga notar en época de crisis, debe aumentar la alarma. En ese momento, la gente se siente acechada por un peligro, comienza a pensar cuánto queda de los fondos a los que recurre en busca de ayuda en tiempos de dificultades comerciales y, sea cual sea la forma en que se fije el límite, por ley parlamentaria o, como

propuso Mr. Thomas Tooke [un líder de la escuela bancaria], por un tipo de uso, o, como en Francia, por la discreción del gobierno al actuar en el Banco de Francia, no cabe la menor duda de que en momentos de crisis el límite tiene que agravar la alarma.[23]

La misma idea fue expresada por un oficial francés que, veinte años después, defendió la tradición de que el Banco de Francia mantuviera una reserva en metálico de una tercera parte de sus obligaciones de demanda, sin un riguroso e inmediato requisito legal: «No se requiere una ratio fija. Eso no sería muy inteligente... el terror de un límite fijo y absoluto».[24] Rebasar el límite puede tener un significado más psicológico que objetivo. En marzo de 1924, aunque los banqueros sofisticados sabían que un modesto aumento de la oferta monetaria francesa no sería peligroso, el público había llegado a considerar el límite superior de los anticipos del Banco de Francia al Tesoro francés como un índice de la salud

económica. Como dijo un ministro, los franceses estaban próximos a los límites de la elasticidad de la confianza en su propia moneda.[25]

Las causas y síntomas de la dificultad se observan al mismo tiempo, e incluyen el aumento marcado de las tasas de interés en algunos o en todos los segmentos del mercado de capitales, un aumento en las tasas de interés pagadas por los prestatarios de alto riesgo en relación con las tasas de interés pagadas por los prestatarios de primera calidad, una fuerte depreciación de la moneda, un aumento de las quiebras, y al final un aumento de los precios de los productos básicos, valores y bienes raíces. Estos acontecimientos a menudo están relacionados y muestran que los prestamistas se han sobre-extendido y que están tratando de reducir su exposición a riesgos y, sobre todo a los riesgos grandes.

Las dificultades financieras en el siglo XIX se vieron agravadas por las disposiciones relativas a

las compras de acciones de nueva emisión que preveían una serie de pagos por parte de los compradores en respuesta a las «exigencias» de los emisores de acciones a medida que iban avanzando las obras de construcción. En 1825 y 1847 en Gran Bretaña y en 1882 en Francia, algunos de los compradores de las acciones no tenían el dinero para cumplir con las exigencias; tal vez contaban con vender los valores obteniendo un beneficio antes del vencimiento del siguiente pago. Thomas Tooke califica esta vergüenza, en 1825, de aguda, dado que las demandas de pago en metálico eran inmediatas y apremiantes, mientras que las perspectivas de beneficios eran remotas e inciertas.[26] La dificultad financiera se desarrolló en febrero de 1847, cuando las demandas de pago de los ferrocarriles ascendieron a 6,5 millones de libras esterlinas en un solo mes.[27]

La apariencia de letra en cadena de las

emisiones de valores comenzó a revelarse en las finanzas de la Compañía de los Mares del Sur en junio, julio y agosto de 1720, con repetidos intentos de obtener dinero en efectivo a través de nuevas emisiones de acciones. En 1881 se vendieron en París 125 nuevas emisiones con un valor en el mercado de cinco mil millones de francos, en una época en que los ahorros anuales de París se estimaban en dos mil millones de francos.[28] Tampoco fue éste un período en el que muchas compañías privadas pasaran a ser públicas, como sucedió a finales de 1880 en Gran Bretaña y en la década de 1920 en los Estados Unidos; en ambos casos no hubo necesidad de un aumento en el ahorro debido a que las acciones de nueva emisión de propiedad pública fueron canjeadas por acciones de propiedad privada.

El final de un período de aumento de los precios de los activos lleva a la dificultad cada vez que un número significativo de los inversores

hayan basado sus compras de estos activos en la previsión de que estos precios seguirían aumentando. Puede que a continuación algunos de estos inversores tengan un «efecto arrastre» debido a que las tasas de interés sobre los fondos tomados en préstamo para comprar los activos supere a los ingresos en efectivo sobre los activos; estos inversores anticiparon que serían capaces de utilizar el incremento en el valor de los activos como colateral para nuevos préstamos que les proporcionarían parte del dinero necesario para pagar los intereses. Cuando los precios de los activos dejan de aumentar, estos inversores entran en estado de dificultad financiera, ya que no tienen ninguna manera de obtener el efectivo que necesitan para pagar los intereses de su deuda.

La dificultad financiera envolvió el mercado de hipotecas de alto riesgo hacia el final de 2006 y 2007, cuando los precios inmobiliarios comenzaron a caer. El sello distintivo de estas

hipotecas es que el patrimonio de los compradores de vivienda a menudo era menos del 10 %; cuando los precios comenzaron a caer, tenían entonces «hipotecas al revés» —la deuda de su hipoteca era mayor que el valor de mercado de las propiedades—. Una de las soluciones a esta dificultad financiera era enviar las llaves de las propiedades a los prestamistas.

La dificultad financiera puede surgir de un aumento en el flujo de fondos desde el país —una mala cosecha puede requerir un aumento de las importaciones y un aumento en las tasas de interés en un importante centro financiero internacional puede atraer fondos de los mercados financieros nacionales—. Podría pasar a haber menos disponibilidad de crédito en el mercado de crédito interno —podría ser más estricta— a causa de una reducción en las reservas del sistema bancario.

La salida del dinero es una posibilidad; hubo dificultad en el mercado monetario de Londres en

1872, cuando el pago de las reparaciones por parte de Francia a Prusia significó que el Banco del Reich adquirió importantes valores del mercado monetario denominados en la libra esterlina, que podían ser fácilmente convertidos en oro. Del mismo modo se produjo un flujo de dinero a Londres antes de abril de 1925 en previsión de que la libra esterlina se apreciaría a su paridad con el oro antes de la guerra; una vez que la libra estuvo de nuevo vinculada al oro, los propietarios de estos depósitos tenían pocos incentivos para mantenerlos en Londres. La política de tasas de interés del Banco de Inglaterra se vio limitada por la preocupación de que algunos de estos fondos podrían salir de Londres.

El Banco de Francia adquirió grandes saldos de libras británicas en un esfuerzo por contener la apreciación del franco francés después de la exitosa estabilización monetaria a finales de 1926; la probabilidad de que los franceses pudieran usar

parte o la totalidad de estos saldos para comprar oro fue una baza que aumentó el nerviosismo en Londres.

La esencia de la dificultad financiera es la pérdida de confianza. ¿Qué viene a continuación —la confianza en el futuro a medida que los desequilibrios en la economía se corrigen, o las corridas bancarias, los pánicos y el colapso de los precios?

James S. Gibbons plantea la cuestión de forma concisa:

Los funcionarios de los bancos no siempre son insensibles ante la alarma cuando los comerciantes respetables, habiendo fracasado en sus más esforzados intentos, son acorralados y adoptan un aire de desesperación. Conocen el peligro que se cierne sobre el mercado. El crédito se amplía prodigiosamente; la excitación pública crece, pasando a un estado de tensión nerviosa y de aprensión, y sólo hace falta que se produzca la quiebra de un «gran banco» para que explote la «poderosa burbuja». ¿Quién sabe que eso es una burbuja? ¿Quién sabe si el punto máximo de la presión

no se ha alcanzado hoy y si mañana las aguas no comenzarán a amainar? Y después, las cosas vuelven gradualmente a su cauce, resurge la confianza y se demuestra que, después de todo, no había ninguna burbuja que pudiera explotar.[29]

¿Cuánto dura una dificultad?

La dificultad financiera puede ceder gradualmente como sucedió en Francia en 1866 y en Gran Bretaña en 1873 y 1907 o se puede producir un pánico. En Estados Unidos hubo una gran preocupación por el intento fallido de Bunker Hunt por acaparar el mercado de la plata en 1979, la quiebra del Banco Continental Illinois en 1984, y la debacle de Long-Term Capital Management en 1998. Hubo largos períodos de dificultad después de agosto de 1982 sobre los préstamos bancarios a México, Brasil y otros países en desarrollo y

sobre los préstamos de las entidades de ahorro en Luisiana, Oklahoma y Texas a los prestatarios que habían basado sus actividades de exploración en la posibilidad de que el precio del petróleo aumentaría a 80 dólares por barril. Tras el colapso de cientos de bancos estadounidenses e instituciones de ahorro, al final de la década de 1980 la Corporación del Fideicomiso de Resolución de los Estados Unidos (US Resolution Trust Corporation o RTC por sus siglas en inglés) adquirió decenas de miles de millones de dólares en bienes raíces que habían sido la garantía de los préstamos hipotecarios que se encontraban en mora. Finalmente, estas propiedades fueron vendidas al público, pero la incertidumbre sobre los valores de estas propiedades redujo los precios.

Del mismo modo, hubo dificultad en Tokio durante un período prolongado en la década de 1990; en cualquier prueba de «ajuste al precio de

mercado» la mayor parte de los grandes bancos japoneses estaban en bancarrota y sin embargo no hubo corridas en los bancos, porque los depositantes entendieron que el gobierno se haría cargo de cubrir sus depósitos si los bancos cerraban. Las políticas del gobierno japonés hacia estas instituciones en quiebra eran una causa de dificultad: ¿el gobierno cerraría estos bancos en quiebra o les proporcionaría capital nuevo en condiciones favorables?

La fuerte caída de precios de las acciones el lunes 19 de octubre 1987 resultó ser una corrección en lugar de un ataque de pánico, ya que no se extendió a otros mercados de Estados Unidos, aunque hubo fuertes caídas casi simultáneas en la mayoría de los otros mercados nacionales de valores. La dificultad se prolongó durante varias semanas mientras los inversores esperaban para ver si la disminución de los precios de las acciones tendría un impacto

significativo en otros mercados.

La debacle del Long-Term Capital Management (LTCM) en el verano de 1998 se produjo al mismo tiempo que el colapso del sistema bancario ruso y del rublo. La perspectiva de un desastre inminente en Rusia indujo a cambios en la tasa de interés y a cambios en las relaciones de rendimiento que habían contribuido significativamente al colapso de LTCM. Éste era un banco no regulado a pesar de que normalmente era considerado como fondo de cobertura. LTCM se consideraba una institución financiera «muy inteligente»; entre sus altos mandos había dos premios Nobel en finanzas. La empresa estaba mucho más altamente apalancada que los bancos tradicionales y que la mayoría de otros fondos de cobertura y además tenía decenas de miles de millones de dólares en contratos derivados como futuros y opciones. Inicialmente, el LTCM se había visto como una máquina de hacer dinero, y se le

consideraba extremadamente hábil en el aprovechamiento de las pequeñas desviaciones de los precios de valores muy similares. Por ejemplo, el bono a treinta años del Tesoro de los Estados Unidos fue extensamente comercializado, pero el bono de veintinueve años era menos líquido y no tan comercializado, por lo que la tasa de interés del bono de veintinueve años era modestamente más alta que la del bono de treinta años. LTCM compró cientos de millones de dólares de los bonos a veintinueve años y vendió al descubierto más o menos la misma cantidad de los bonos a treinta años para obtener beneficios del diferencial en tasas de interés. El exceso de las ganancias sobre la tasa de interés del bono que vencía en veintinueve años sobre la tasa de interés del bono con vencimiento de treinta años era modesto, pero el producto de este pequeño número y la posición con cientos de millones de dólares era muy grande —y muy lucrativo.

Algunos de los principales bancos que eran grandes prestamistas de LTCM tendían a imitar algunas de las posiciones de su cartera. Las posiciones de los valores de LTCM y de estos bancos principales dominó el mercado de estos valores.

En la primavera de 1998, LTCM tenía una posición larga en bonos de mercados emergentes la cual cubría vendiendo al descubierto los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Como los inversores estaban cada vez más preocupados por el futuro financiero de Rusia, los precios de los bonos de los mercados emergentes se redujeron, como efecto en cascada contagioso. La Reserva Federal respondió con una mayor relajación monetaria y los precios de los bonos del Tesoro estadounidense aumentaron. LTCM perdió dinero en ambos lados de su cobertura, cosa que erosionó su base de capital. Como los precios de estos bonos de mercados emergentes se redujeron,

LTCM se encontró entre la proverbial «espada y la pared»; si vendía alguna de sus tenencias de valores individuales, los precios caerían aún más y su patrimonio neto se reduciría más rápidamente.

La Reserva Federal consideró que si el LTCM quebraba habría un largo período de incertidumbre —dificultad— en los mercados de capital, mientras que las posiciones de la empresa en futuros, opciones y otros derivados se liquidarían y los precios de los bonos caerían aún más. La Fed utilizó su fuerza —más precisamente, la amenaza de su fuerza reguladora— para inducir a los principales bancos prestamistas de LTCM a que invirtieran su propio dinero en LTCM, y que luego adquirieran el 90 % de propiedad.

¿Adónde va el dinero?

La riqueza financiera de los americanos bajó de su máximo de 74.000 millones de dólares anterior a

la crisis, a 63,000 millones en el segundo trimestre de 2009; la mayor parte de este declive se produjo en el valor inmobiliario en el mercado.

¿De dónde vino el dinero antes de que desapareciera?

La característica principal de una burbuja es la subida excepcional y no sostenible de los precios inmobiliarios y de los títulos. Los individuos compran las propiedades inmobiliarias con dinero prestado. Hay un vendedor para cada comprador inmobiliario, y de la misma manera hay un vendedor para cada comprador de títulos. Los vendedores de bienes raíces y de títulos depositan sus recibos de compra en los bancos y en bonos. El dinero no ha desaparecido, sino que simplemente ha pasado de una mano a otra.

El crac o pánico que sigue a un problema financiero puede ocurrir de inmediato, en cuestión de semanas, o con un retraso de varios años. El sistema de John Law llegó a su punto máximo en diciembre de 1719 y se desplomó en mayo de 1720 —pasaron cinco o seis meses desde la gloria

hasta el desastre—. Durante la burbuja de los Mares del Sur de 1720, la nota disparatada se escuchó claramente a finales de abril, el bajón alarmante del mercado ocurrió en agosto, y el desplome en los primeros días de septiembre. En 1763, los problemas financieros empezaron en marzo mientras que la crisis en sí, precipitada por el fracaso de DeNeufville en Ámsterdam, ocurrió en julio. A principios del año 1772 el Banco de Inglaterra elevó su tasa de descuento; el banco Ayr Bank redujo sus operaciones en mayo, pero ya era demasiado tarde. El 10 de junio, Fordyce huyó y el 22 de junio la noticia causó un pánico en Gran Bretaña; las consiguientes dificultades financieras en Ámsterdam duraron hasta la quiebra de Clifford & Co. en diciembre.

Las fechas de cada una de las crisis que se dieron entre 1789 y 1815 fueron dominadas por eventos apocalípticos independientes, incluyendo el guillotinado de Luis XVI en enero de 1793

(perder la cabeza siempre es apocalíptico), el desembarque del ejército francés en Fishguard en la punta suroeste de Gales en febrero de 1797, y la penetración del bloqueo continental en 1799. Los períodos de dificultades financieras en estas ocasiones eran de corta duración porque el pánico era prácticamente inmediato. Entre 1809 y 1810, el contratiempo surgió porque el bloqueo continental se hizo más estricto y por el exceso de contratación de artículos de exportación a Brasil. La presión fue aumentando lentamente desde mediados de 1809, y más rápido desde mediados de 1810 hasta el punto máximo de quiebras en enero de 1811.

La llamada a realizar más pagos sobre las suscripciones de títulos de ferrocarriles en enero de 1847 creó un fondo de tensión, y sobre ese fondo la especulación sobre grano llegó a su punto máximo en mayo, se colapsó en agosto, y llevó al pánico en noviembre. La crisis de 1866 fue el

resultado retrasado del colapso de los precios del algodón en 1864, que llevó a Francia un pánico ese mismo año. Gran Bretaña tuvo dos «momentos críticos» en 1864, uno en enero —la crisis real relacionada con el colapso de los precios de algodón— y otro en el último trimestre de ese mismo año.[30] El tratamiento británico de esta situación suele echar la vista atrás, hacia la expansión especulativa que afectó a las sociedades intermediarias de descuento que comenzó durante el año anterior, y a una serie de empresas similares a Credit Mobilier, que estaban utilizando fondos recibidos de la venta de nuevas acciones para comprar sus propias acciones de vuelta y vigorizar a los inversores. W. T. C. King escribió que un tal Albert Gottheimer utilizó el nombre de Albert Grant para emitir acciones sobre la imponente Crédit Foncier and Mobilier de Inglaterra, que en última instancia logró un pago entero o mejor dicho un capital pasivo de un

millón de libras.[31] La conversión a empresa pública de la sociedad intermediaria de descuentos, Overend, Gurney & Co. en julio de 1865 en el punto máximo del auge, y la «carrera por los dividendos» llevaron a una prima del 100 % sobre el precio de la acción en octubre. El Banco de Inglaterra respondió subiendo su tasa de descuento del 3 % al 7 %; el crac no ocurrió hasta mayo de 1866. Las dificultades financieras en Gran Bretaña duraron siete meses, desde octubre de 1865 hasta mayo de 1866, mientras que los problemas en Francia duraron casi treinta meses.

Ocurrieron períodos de estrechez financiera y crisis y pánico (en los Estados Unidos) durante el otoño, cuando los bancos en el área oeste de la nación sacaron grandes cantidades de dinero del área este para pagar por los envíos de cereales.[32] La demanda por el crédito llegó a su punto máximo en otoño cuando los bancos en las áreas del país que producían grano tomaron

grandes cantidades de dinero prestadas de los bancos en el este, que utilizarían para pagar por las compras y envíos de los cereales. Sprague observó que la crisis de 1873 fue en septiembre a causa de que la cosecha llegó temprano, que el brote de una crisis invariablemente sorprendió a la comunidad empresarial y que la crisis de 1873 no fue una excepción.[33] Las estrecheces de dinero que se producían cada temporada eran más que conocidas, lo curioso es que resultaran ser una sorpresa. Las «estrecheces» monetarias desde septiembre de 1872 a mayo de 1873 provocaron que los ferrocarriles tomaran prestados fondos a corto plazo en vez de emitir bonos, lo que pudo haber sido interpretado como una señal de problemas financieros, y luego el ajuste estacional precipitó el crac.[34]

Los problemas financieros pueden ser continuos o pueden oscilar a ritmo propio. El crac de la Union Générale en enero de 1882 fue

precedido por tres períodos de tensión separados, en julio, octubre, y diciembre de 1881.[35] El pánico en octubre de 1907 fue anticipado (aunque Sprague indicó que su momento exacto no era previsible) y fue precedido por un «pánico de hombre rico» en marzo cuando las acciones del Union Pacific, el valor más extensamente utilizado como colateral para financiar operaciones de billetes de banco, bajó 50 puntos.[36] Los mercados se recuperaron de este golpe y del fracaso de una oferta de bonos al 4 % de la ciudad de Nueva York en junio (sólo se adquirieron 2 millones de dólares para una oferta de 29 millones de dólares en bonos al 4 %), del colapso del mercado de cobre en julio, y de la multa de 29 millones de dólares impuesta sobre la Standard Oil Company por violaciones al derecho de la competencia en agosto —todo ello para de todas formas sucumbir a la quiebra de la Knickerbocker Trust Company en octubre—. [37] En 1929 los

problemas financieros duraron desde junio hasta la última semana de octubre.

Los problemas financieros en Japón comenzaron a principios de la década de 1990 y continuaron durante toda la década entrando en la próxima. Las empresas industriales japonesas estaban extremadamente reticentes a reducir sus tamaños y a hacer otros ajustes necesarios para reducir sus costos por debajo de sus ingresos actuales; durante los últimos cuarenta años, estas empresas pudieron depender de los bancos para el dinero en efectivo necesario para financiar sus pérdidas de explotación y sus inversiones. Los bancos japoneses estaban extremadamente reticentes a dejar de hacer nuevos préstamos, inclusive a empresas que cualquier prueba de «ajuste de valor» consideraría en quiebra; y las autoridades reguladoras estaban reticentes a cerrar esos bancos que fueran considerados en bancarrota. Tradicionalmente el riesgo de las

pérdidas financieras en Japón ha sido «socializado»; la sociedad japonesa prefiere distribuir estas pérdidas entre los contribuyentes en vez de imponer los costos de los ajustes asociados con los cierres de empresas fracasadas sobre los empleados.

Argentina experimentó un período extendido de problemas financieros a finales de la década de 1990 y en el año 2000 antes de que su moneda se colapsara en enero de 2001. A finales de la década de 1980, Argentina había sufrido dos años de inflación desbordada. El gobierno entrante del presidente Carlos Menem equiparó el nuevo peso argentino con el dólar estadounidense a razón de un peso argentino por un dólar estadounidense; al mismo tiempo, Argentina adoptó un arreglo de comité monetario, cosa que significó que su banco central sólo podía incrementar sus pasivos en pesos si sus activos en dólares estadounidenses incrementaban —más o menos una aplicación muy

estricta de la doctrina de la Escuela Monetaria—. Durante la década de 1990, los ingresos de los impuestos recaudados por el gobierno argentino fueron menores que sus gastos, y parte de este exceso de gastos fue financiado con los ingresos de privatización y parte con dinero prestado al gobierno. La inflación desbordada de la década de 1980 había reducido el valor real de la deuda gubernamental argentina, por lo cual muchos inversores, pensando que el gobierno parecía ser un buen riesgo crediticio, compraron bonos del gobierno argentino denominados en dólares estadounidenses. Como la deuda gubernamental argentina aumentó frente al PIB del país, las tasas de interés que el gobierno argentino tenía que pagar para vender bonos nuevos incrementó. Hubo una recesión en Argentina hacia el final de la década, en parte porque el dólar estadounidense (al que el peso estaba equiparado) estaba aumentando en valor; y el déficit fiscal argentino

aumentó ya que sus ingresos de impuestos disminuyeron frente a sus gastos. La recesión se intensificó a causa de la depreciación del real brasileño en enero de 1998. Brasil era el socio comercial principal de Argentina. La pregunta era si Argentina podía disminuir su déficit fiscal manteniendo la paridad establecida. (Los argentinos no tienen una tradición establecida de pagar impuestos, por lo que los tipos de gravamen suelen ser altos y la recaudación de impuestos baja, mientras que los salarios gubernamentales suelen ser altos y el rendimiento de los funcionarios bajo.) Los esfuerzos para aumentar los impuestos y cortar los gastos gubernamentales llevaron a una serie de problemas políticos; los ciudadanos argentinos estaban extremadamente reticentes a pagar más impuestos cuando la economía no iba bien. El país se movía en cámara lenta hacia un desastre. Cuando acabó todo, Argentina había devaluado e incumplido con el

pago de su deuda gubernamental.

Supongamos que las autoridades monetarias limitaran el crédito para aumentar el costo de la especulación. Cuando los mercados de productos básicos y de activos se mueven al mismo paso, ya sea hacia arriba o hacia abajo, la dirección que la política monetaria debería tomar está clara. Pero cuando los precios de las acciones o de bienes raíces o de ambos se disparan hacia arriba mientras que los precios de los productos básicos se mantienen estables o disminuyen, las autoridades se enfrentan a un dilema. La Reserva Federal se encontró con este dilema durante la década de 1920; el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Benjamin Strong, había agonizado sobre qué política era la apropiada en 1925 y de nuevo lo había hecho en 1927. El dilema es que los legisladores no pueden matar dos pájaros de un tiro, o más precisamente, no pueden lograr dos metas políticas con un solo

un instrumento político, o en lo que tal vez sea una mejor metáfora, es difícil dar en el blanco cuando tu objetivo está justo al lado de otro que no quieres tocar y el arma es una escopeta y no un rifle. Asimismo, cualquier limitación de crédito para desalentar el auge inmobiliario probablemente detendría una sorprendente expansión económica.[38]

El presidente del Sistema de Reserva Federal, Greenspan, estaba preocupado de que los precios de las acciones en Estados Unidos fueran demasiado altos o aumentaran demasiado rápido cuando comentó sobre la «exuberancia irracional» en diciembre de 1996. La Fed probó ser reticente al momento de aumentar las tasas de interés para desalentar el incremento sobre los precios de las acciones por el impacto negativo sobre el crecimiento económico y el empleo. En 1999, La Fed se preocupó (¿obsesionó?) con el problema del año 2000, la probabilidad de que los sistemas

informáticos de los Estados Unidos se colapsaran porque muchos programas de software no habían sido diseñados para reconocer la transición al año 2000. En los últimos meses del año, la Fed aseguró una liquidez abundante al sistema monetario para prevenir los problemas asociados con la transición al fin del milenio y mientras tanto el dinero —que tenía que ir a algún sitio— alimentó la especulación en la bolsa de valores.

El inicio de una crisis

Los estudiantes de lógica han discutido el petardo mojado que tiró A y aterrizó en los pies de B, quien entonces lo tiró de B a C y de C a D y así sucesivamente hasta que acabó explotándole en la cara a Z después de que Y se lo tirara. ¿Quién tiene la culpa? ¿A, la *causa remota*? ¿o Y, la

causa próxima? La *causa remota* de cualquier crisis es la expansión del crédito y de la especulación, mientras que la *causa próxima* es algún incidente que mina la confianza del sistema o induce a los inversores a vender productos básicos, acciones, bienes raíces, letras de cambio, o papel comercial y así aumentar sus tenencias de dinero en efectivo. La *causa próxima* puede ser trivial: una quiebra, un suicidio, un vuelo, la revelación de un fraude, la denegación de crédito a unos prestatarios, o algún cambio de punto de vista que lleve a alguno de los participantes significativos en el mercado a vender. Los precios caen. Las expectativas están al revés. El movimiento bajista de los precios se acelera. Hasta el punto de que los inversores han utilizado dinero prestado para financiar sus compras de acciones y de bienes raíces, es probable que la disminución de los precios lleve a pedir más colateral y dinero en efectivo y más liquidación de

acciones y de bienes raíces. A medida que los precios siguen cayendo aún más, las pérdidas sobre los préstamos bancarios aumentan y una o más sociedades mercantiles, bancos, sociedades intermediarias de descuento, o casas de corretaje quiebran. El sistema de crédito parece ser poco firme y hay una carrera por conseguir dinero y liquidez.

Identificar los vendedores originales es difícil. Abundan las teorías conspirativas. Podríamos destacar a especuladores bajistas como Joseph P. Kennedy, Sr. o Bernard Baruch en 1929; el cártel protestante-judío que supuestamente se cargó a Eugène Bontoux en 1882; o a Thomas Guy, quien liquidó 54.000 libras en acciones de los Mares del Sur en un período de seis semanas entre abril y junio de 1720, nunca vendiendo una cantidad que fuera valorada en más de £1.000 en un momento determinado. (Él utilizó su fortuna para equipar el hospital Guy Hospital, en Londres, «el mejor

monumento a la burbuja»).)[39]

Alguien vende. De vez en cuando es un extranjero. En 1847, por ejemplo, los franceses (según un tal S. Saunders, citado por Evans) compraron excedente de trigo y lo enviaron a Gran Bretaña en junio y en julio donde se vendió a precios muy por debajo de los precios de mercado predominantes en aquel momento, los cuales cayeron de 96 chelines a 56 chelines por *quarter* (un *quarter* es equivalente a ocho celemines), y esto llevó a la bancarrota a un gran número de empresas conectadas con el comercio de maíz.[40]

La historia no es muy convincente. El precio del trigo había subido de 46 chelines en agosto de 1846 a 93 chelines en mayo de 1847 a causa de tormentas violentas que arruinaron las cosechas y a causa del añublo de la patata en Irlanda y en el continente. El precio bajó en julio de 1847 con la llegada de un clima favorable y la posibilidad de una buena cosecha. Las importaciones de trigo y

de harina aumentaron de 2,3 millones de *quarters* en 1846 a 4,4 millones en 1847, ayudadas por la revocación de las *Corn Laws* (leyes de aranceles sobre la importación de grano);[41] los 70.000 *quarters* son una proporción insignificante de esta suma. En 1846 Francia tuvo la cosecha de trigo más pequeña que había tenido en 100 años (un problema exacerbado por el fracaso de la cosecha de patatas); en 1847 la cosecha fue la más grande en 100 años. Pero la condición era generalizada, y la especulación británica había sido excesiva.

Una opinión es la de que lo que desencadenó la crisis de Baring en 1890 fue la venta de bonos argentinos por inversores alemanes, quienes habían dejado de comprar estos bonos dos años antes o por una inquietud general,[42] o porque estaban preocupados por la inestabilidad de la divisa argentina,[43] o porque el auge interno los llevó a vender otros bonos extranjeros incluyendo los bonos rusos.[44] Las ventas alemanas de los

bonos argentinos contribuyeron a crear problemas financieros en vez de llevar a una crisis, gracias a que los inversores británicos adquirieron entonces más de los bonos argentinos. En noviembre de 1888, un ofrecimiento de 3,5 millones de libras por la Buenos Aires Water Supply & Drainage Company Limited fracasó, y Baring se sintió obligado a prestarle a Argentina a través de créditos de aceptación. La bajada de precios de los productos primarios en 1890 causó que el gobierno argentino no tuviera el dinero para pagar estos préstamos al llegar sus fechas de vencimiento. La crisis de Baring de noviembre de 1890, tras dos años de problemas financieros, resultó a causa de una advertencia del Banco de Inglaterra a los Baring Brothers para que limitaran su nivel de aceptaciones (que estaban en 30 millones de libras en el verano de 1890), de la crisis de Nueva York en octubre, y del vencimiento de 4 millones de libras en

aceptaciones en noviembre.

El anuncio de nueva información puede precipitar un crac, como cuando se reveló que el ferrocarril París-Lyon-Marsella costaría 300 millones de francos en lugar de su coste proyectado de 200 millones.[45] *Causa remota*, y mucho más importante, fueron los grandes déficits de las balanzas de pagos por cuantiosas importaciones de materiales de ferrocarril y, especialmente la cosecha que fracasó en 1846 seguida por la superabundancia de 1847. El movimiento Granger ayudó a precipitar el colapso en los Estados Unidos en 1873. Los Grangers, quienes en cierta forma eran el equivalente de los ecologistas de hoy día, comenzaron a actuar como activistas a finales de la década de 1860 y principios de la década de 1870, a favor de una legislación que controlara la transportación dentro de los estados prohibiendo los precios de transporte discriminatorios, estableciendo

comisiones reguladoras, y estableciendo unos precios máximos al transporte de mercancías.[46] Un volumen muy grande de valores de ferrocarril se habían vendido a crédito —incluyendo un número de empresas «superfluas y ridículas» como las líneas de Rockford, Rock Island, y St Louis que habían sido vendidas por su valor nominal y luego disminuidas a 6 centavos por dólar cuando el prospecto de un control local de los precios del transporte acabó con el optimismo y llevó a las ventas y, posteriormente, a la liquidación de esos bonos.

Un detonador «accidental» de una crisis ha sido el hundimiento de un barco. En 1799, cuando las tasas de interés oscilaban entre el 12 y 14 % y el precio de la azúcar era 35 % por debajo del máximo antes de que el convoy rompiera el bloqueo, comerciantes británicos enviaron un millón de libras en la fragata *Lutine* con destino a Texel, en un intento de asistir en la crisis de

Ámsterdam. El barco se hundió cerca de la costa holandesa y la esperanza de aliviar la crisis se vio frustrada.[47] Durante la crisis de 1857 en Nueva York, la noticia de que el barco de vapor *Central America*, de Panamá con destino a Nueva York, que llevaba un cargamento que incluía 2 millones de dólares en oro, llegaba con retraso, llegó en un momento de extremas dificultades financieras en Filadelfia, Cincinnati, y Chicago. Dos días después se supo que el barco se había hundido, sin estar asegurado.[48]

Un accidente puede precipitar una crisis, aunque también puede hacerlo una acción diseñada para prevenirla —o una acción adoptada por las autoridades para lograr otros objetivos—. Esta cuestión fue bien expuesta por H. S. Foxwell hablando de la crisis de 1808 a 1809:

Rechazar por completo la conciliación siempre se considera peligroso. Hacer referencias personales es injusto, especialmente para una entidad como el

National Bank. Cabe la justa posibilidad de que el Banco pudiera haber recurrido al expediente utilizado desde 1795 a 1796, me refiero a la concesión de descuentos prorratea... [Al buscar contraer la circulación] debió ejercer una presión severa sobre el mercado y arriesgado la creación de un pánico... El Banco era responsable de la solvencia de esta multitud de pequeñas y mal dirigidas instituciones [cajas rurales], pero no se atrevía a pedirles cuentas, a riesgo de provocar un colapso general del crédito.[49]

Foxwell planteó el dilema claramente. El no imponer disciplina permite al mercado de crédito crecer a niveles peligrosos; el imponer disciplina puede pinchar la burbuja e inducir a un colapso.

El pinchazo

La naturaleza de la burbuja lleva a que finalmente se pinche y, a continuación como sucede con el globo de un niño, que el aire pueda escapar de repente. La burbuja en los precios inmobiliarios y de valores en Japón fue pinchado por el gobernador

entrante del Banco de Japón, que a principios de 1990 dio instrucciones a los bancos de limitar el crecimiento de los préstamos inmobiliarios en relación con sus préstamos totales. La reducción en la tasa de crecimiento de los préstamos de bienes raíces supuso que algunos individuos y empresas ya no fueran capaces de conseguir suficiente dinero en efectivo de los nuevos préstamos para pagar los intereses de los préstamos viejos, y por lo tanto se vieron obligados a vender algunos bienes raíces. Pero si no hubieran sido estas instrucciones, algún otro evento hubiera pinchado la burbuja.

La burbuja de finales de 1990 en los precios de las acciones en Estados Unidos fue pinchada por la Reserva Federal en 2000 cuando trató de retirar una parte de la liquidez que había prestado en previsión del problema del año 2000. La inclinación de la Fed es adaptarse a los problemas previstos dotando al sistema de más liquidez.

Las burbujas en muchos de los países asiáticos estallaron en 1997 por el «efecto de contagio». La devaluación del baht tailandés el 2 de julio de 1997 fue como una llamada de atención; cada uno de los países de Asia (excepto Taiwán y Singapur) registraron déficits comerciales que se financiaron con dinero prestado en el extranjero. Las empresas

asiáticas estaban ansiosas por obtener préstamos en dólares debido a que las tasas de interés por norma general, eran significativamente menores que las tasas de interés de los préstamos en sus propias monedas. Cuando el baht se devaluó, los prestamistas extranjeros reconocieron que los países asiáticos ya no serían capaces de mantener el valor de sus monedas, si ya no podían pedir dinero prestado del exterior. La entrada de dinero disminuyó y provocó que se autocumpliera la profecía.

Las políticas adoptadas para hacer frente a una crisis a menudo se ven retrasadas. El aumento de la tasa de descuento frente a un drenaje externo de dinero en efectivo puede inducir a que el dinero fluya de vuelta. Un aumento en la tasa de descuento del Banco de Inglaterra del 10 % puede «extraer oro hasta de la luna» según el folklore de la ciudad, pero ¿cuánto tiempo se necesitaría para conseguir ese resultado? El tema fue debatido entre la Escuela Bancaria y la Escuela Monetaria en el contexto de la Bank Act de 1844 y la

necesidad o bien de suspender la Ley o bien de que el Banco actuara como prestamista de última instancia. En 1825 y nuevamente en 1836, la especulación en condiciones de auge llevó a una salida de oro y a una austeridad financiera. Según una de las interpretaciones, el auge se produjo antes de que el Banco de Inglaterra elevara su tasa de descuento tarde, en un esfuerzo por reducir sus pasivos; por lo que una combinación de restricción monetaria y la caída de los precios de los productos básicos provocó la crisis e indujo al Banco a dar marcha atrás y reducir los tipos de interés.[50] La Escuela Bancaria creía que el aumento en la tasa de descuento produciría un flujo de dinero inmediato. La Escuela Monetaria, por el contrario, tenía dos bandos: uno creía que habría un flujo de retorno inmediato y el otro, representado por lord Overstone, pensaba que la tasa bancaria tendría un impacto sólo después de un retraso de modo que se necesitaría que un

prestamista de última instancia llenara el vacío.[51]

Hawtrey señala un retraso a nivel de bancos comerciales y drenajes internos, basándose en actuaciones pendientes:

Los banqueros pueden dar los pasos adecuados, pero son presas del pánico porque funcionan lentamente: pueden haber comprobado realmente el peligro fundamental de la posición... detenido la presión de nuevas órdenes... y, sin embargo, la demanda de nuevos créditos y la fuga de efectivo pueden permanecer inalterables. La consecuencia puede ser un estado de pánico entre los banqueros, que, ignorantes de la causa de la aparente ineficacia de las medidas que han tomado [por la no realización de viejas órdenes] se desesperan por salvarse de la quiebra, denuncian préstamos existentes sin tener en consideración los apuros de los deudores y precipitan una serie de bancarrotas entre sus clientes y entre ellos mismos. Lo cierto es que no existe una regla de oro para mantener la extensión de los créditos dentro de unos límites.[52]

Aparte de los retrasos y de los errores de la

política de descuento, las autoridades pueden precipitar un pánico con una acción brusca en las primeras etapas de las dificultades financieras. En el verano de 1836, cuando el crédito se había extendido con las letras de aceptación giradas por los bancos americanos sobre los bancos privados en forma de sociedades anónimas de Gran Bretaña, el Banco de Inglaterra rehusó descontar las letras que tuvieran el nombre de un banco privado en forma de sociedad anónima y dio instrucciones específicas a su agente de Liverpool de que no volvieran a descontar ningún efecto comercial de los llamados tres «bancos W» (Wiggins, Wildes y Wilson) que estaban entre los siete bancos americanos que había en Gran Bretaña, una acción que «parecía vengativa»[53] y que condujo inmediatamente al pánico.[54] El resultado fue que el Banco de Inglaterra tuvo que cambiar su política. En octubre tuvo largas reuniones con los «bancos W», les extendió líneas

de descuento durante el primer trimestre de 1837, pero no logró evitar la bancarrota de éstos en junio del mismo año. El banco actuó para amortiguar una extensión de un crédito demasiado elevado. Pero el crédito es algo muy delicado; las expectativas pueden alterarse con gran rapidez.

El pánico que toma la forma de una corrida en uno o varios bancos, normalmente es iniciado por los pequeños depositantes. Eso fue lo que sucedió en la década de 1980 en Ohio, Maryland y Rhode Island, donde algunos de los bancos constituidos por el estado dependían de los planes de seguros constituidos por el estado, ya que pagaban primas más bajas que la FDIC. (Todos los bancos y entidades de ahorro reguladas por el gobierno federal fueron obligados a participar en los programas de seguro de depósitos del gobierno federal.). Por otra parte, se cree que los pánicos bursátiles normalmente son el resultado de la venta concentrada por parte de acaudalados

especuladores profesionales o de inversores institucionales, como los fondos mutuos, los fondos de pensiones y las compañías aseguradoras, quizá por separado siguiendo modelos similares de contratación programada (*program trading*). Sin embargo, también se pueden hallar ejemplos opuestos. La retirada masiva de efectivo del Franklin National Bank fue llevada a cabo por otros bancos y, en especial, por los poderosos bancos de Nueva York, que rehusaron tomar la contrapartida de los contratos de entrega futura de divisas del Franklin, concederle en préstamo fondos federales o comprar los certificados de depósito (CD) de este banco, excepto a tipos de interés que reflejaban una profunda desconfianza.[55] Asimismo, la corrida bancaria sobre el banco Continental Illinois en 1984 fue provocada por la reticencia de los otros grandes bancos a renovar vencimientos de depósitos en los fondos federales y en el

mercado de depósitos en el extranjero. Los pequeños depositantes estuvieron protegidos por el seguro de depósitos FDIC. Y en el hundimiento de la Bolsa en octubre de 1987, el grupo Fidelity de fondos mutuos de Boston fue un fuerte vendedor en la Bolsa de Londres antes del crac de la Bolsa de Nueva York el día 19. Estas órdenes se comunicaron nuevamente a Nueva York, donde se fueron acumulando hasta formar una montaña de órdenes de venta disponibles cuando comenzó la negociación. Las ventas de Fidelity ocurrieron en respuesta a las ventas con pacto de retroventa por los titulares de sus fondos mutuos, más que por proteger su propia posición, aunque es posible que quisieran recaudar dinero en previsión de amortizaciones futuras —y antes de que los precios de las acciones cayeran aún más.

La torpeza del Fondo Monetario Internacional desató corridas en muchos de los bancos en Indonesia durante los primeros días de la crisis

asiática de 1997. El FMI indujo al gobierno de Indonesia a asumir el control y apoyar a quince de los grandes bancos privados, de ese modo garantizando sus depósitos. Sin embargo, los aproximadamente cincuenta bancos privados restantes fueron entonces puestos en una posición tenebrosa y se vieron sujetos a corridas debido a que los depositantes corrieron a sacar sus fondos antes de que los bancos quebraran.

Los cracs y los pánicos

Un crac es un colapso de los precios de los activos, o tal vez, el fracaso de una importante compañía o un banco. Un pánico es «un repentino miedo sin causa» (palabra derivada del dios Pan, conocido por causar el terror), que puede tener lugar en los mercados de activos o acarrear una

precipitación de activos poco líquidos a dinero o a valores del gobierno —por la creencia de que los gobiernos no pueden quebrar porque siempre pueden imprimir más dinero—. Una crisis financiera puede implicar una o las dos cosas, y en cualquier orden. El colapso de las acciones de la Compañía de los Mares del Sur y del Sword Blade Bank estuvo a punto de hundir el Banco de Inglaterra. El crac y el pánico de 1929 en la Bolsa de Nueva York tuvieron consecuencias negativas, tanto en el mercado de productos básicos como en el mercado inmobiliario, y el embargo de los mercados de crédito llevó a fuertes caídas en los ingresos, el empleo y la producción. Pero no desembocó en un pánico en el mercado monetario; las tasas de interés no aumentaron debido a que la Reserva Federal estaba proporcionando liquidez al mercado.[56] En 1893 la falta de confianza en la capacidad de los Estados Unidos para mantener el patrón oro bajo la presión de los intereses de la

plata condujo a la presión del mercado monetario, a las quiebras bancarias, y a la presión a la baja sobre los precios de los valores.[57]

El sistema posee una retroalimentación positiva. Los ciclos de la deflación de la deuda implican una disminución de los precios de los activos y los productos básicos, que conduce a una reducción en el valor de las garantías e induce a los bancos a solicitar el reembolso de préstamos o a rechazar otros nuevos; las compañías venden productos básicos e inventarios, puesto que sus precios sufren un descenso, y el descenso de los precios hace que cada vez más compañías vayan a la quiebra. Las familias venden títulos y las empresas aplazan sus préstamos e inversiones y los precios descienden aún más. Un nuevo descenso de las garantías conduce a una liquidación mayor. Si las compañías se hunden, los préstamos bancarios van mal y los bancos van a la quiebra. Cuando los bancos quiebran, los

depositantes retiran su dinero (esto fue particularmente cierto en los años anteriores a los seguros de depósito).

La retirada de depósitos hace que sea necesario solicitar el reembolso de más préstamos, vender más títulos. Los bancos comerciales, las compañías industriales, los inversores, los bancos que precisan efectivo no pueden vender sus títulos más riesgosos a cualquier precio, por lo que se ven obligados a vender sus mejores títulos, de modo que los precios descienden. Puede que los bancos durante algún tiempo carguen con las firmas, las empresas, las familias que se encuentran en apuros, con la expectativa o la esperanza de que los precios se recuperen y que de nuevo pongan el crédito a flote. *In extremis* los inspectores pueden hacer la vista gorda cuando los bancos valoran los préstamos y los títulos al precio de coste en lugar de al precio de mercado, cuando extienden préstamos vencidos

o aumentan los de prestatarios en apuros que les permitan pagar los intereses actuales. Pero cuando se produce la bancarrota, hay que agarrarse a la ortiga de los malos préstamos. Los precios, la solvencia, la liquidez y la demanda de efectivo — en alemán, *Bargeld*; en francés, *numéraire*— están interrelacionados. No sólo las instituciones bancarias, como afirma Sprague, sino las familias, las compañías y los bancos son «muy parecidos a una fila de ladrillos, en la que la caída de uno pone en peligro la estabilidad de los demás».[58] La metáfora es un cliché, pero, no obstante, es apropiada.

En pleno pánico, se dice que el dinero no está disponible. Las descripciones son, con frecuencia, exageradas y la de 1825 no podía ser menos:

Los banqueros de Lombard Street acudieron al gobernador [del Banco de Inglaterra] el domingo [después de que el pánico de las cajas rurales hubiera alcanzado a Pole, Thornton & Co. el 12 de diciembre]

para advertir que si permitía que un banco así, que trabajaba con 47 cajas rurales, suspendiera sus actividades, habría una retirada masiva de haberes de todos los bancos de Londres.

Se le dejó suspender sus actividades. Un pánico nunca visto se apoderó del público: todo el mundo mendigaba dinero —dinero— pero el dinero era algo difícil de obtener en cualquier situación. «No era el carácter del valor,» señala el *Times*, «lo que se consideraba: sino la imposibilidad de producir cualquier tipo de dinero.»[59]

Ésta fue la ocasión en que la quiebra de setenta y tres bancos llevó a Gran Bretaña, según Huskisson, a un período de veinticuatro horas de trueque.[60] Fue, como dijo el duque de Waterloo, «la cosa más condenadamente hermosa e imprevista que se haya visto jamás».[61] Se evitó el trueque cambiando plata por oro con el Banco de Francia y gracias al golpe de suerte del Banco de Inglaterra que encontró, justo cuando se quedó sin billetes de 5 y 10 libras (que era todo lo que se emitía por aquel entonces), un bloque de billetes

de una libra guardado en la cámara acorazada desde 1797. Con la aprobación del gobierno, se emitieron el 17 de diciembre e «hicieron maravillas».[62]

En 1857, las acciones del New York Central bajaron de 93 a 61, las del Reading, de 96 a 36.[63] El precio de la carne de cerdo bajó de 24 dólares el barril a 13; la harina, de 10 a 5 o a 6 dólares.[64] Los tipos de interés subieron del 15 al 24 % en septiembre, cuando 150 bancos de Pennsylvania, Maryland, Rhode Island y Virginia quebraron durante los últimos días del mes. El pánico llegó a su punto máximo en octubre, cuando quebraron 1.415 bancos estadounidenses, y los tipos de interés subieron de 60 al 100 % anual — para capitales tomados a préstamo durante unos cuantos días—. [65] A veces han existido tipos de interés muy elevados, como el 4 % diario, se han cotizado a veces para algún tipo determinado de préstamo, como para el crédito a la vista en 1884,

cuando los descuentos comerciales continuaron entre el 4,5 y el 5 % diario para papel endosado de primera clase;[66] o el 5 % diario en el punto máximo, como prima por el efectivo en los comienzos del pánico de 1907.[67] Quizá el apogeo de la restricción de la liquidez se verificó en 1907, cuando un banco pagó 48 dólares por cada 1.000 dólares por las entradas del partido de fútbol Harvard-Yale que se vendían en puerta en metálico.[68] La recesión suave y corta de 2001 después de la implosión masiva de los precios bursátiles de Estados Unidos fue el resultado del cambio brusco en la política de la Reserva Federal y su movimiento rápido y agresivo para reducir las tasas de interés. El resultado fue un auge de refinanciación de la hipoteca; millones de personas refinanciaron sus hipotecas a tasas de interés más bajas y utilizaron parte del dinero obtenido en la refinanciación para comprar automóviles y otros bienes duraderos de consumo

y para ir de vacaciones. La Fed redujo las tasas de interés a corto plazo al 1 % y, ya que la tasa de inflación estaba más cerca de un 2 %, las tasas de interés a corto plazo reales eran negativas. El mercado inmobiliario registró un auge, los precios de la vivienda aumentaron de forma pronunciada en Nueva York, Boston, Washington, Miami, Phoenix, Las Vegas y Los Ángeles. Los escépticos se preguntaban si los efectos deflacionarios de la implosión de la burbuja de precios de las acciones habían sido en gran parte compensados por una burbuja en el mercado de la vivienda.

¿Amainará la tormenta y cederá la inundación después de alcanzar su punto álgido? ¿O el auge y el crac se propagarán de un mercado y de un país a otro, y las medidas adoptadas a nivel local e internacional no lograrán frenar el pánico ni revertir el daño?

EUFORIA Y RIQUEZA DE PAPEL

Consideremos la fecha de nacimiento de algunos de los edificios más altos del mundo. El Empire State Building en la ciudad de Nueva York —381 metros de altura— se inició en 1929, en el momento culminante de una burbuja. A finales de la década de 1980 parecía que alrededor del 80 % de las grúas utilizadas en la construcción de estructuras altas se encontraban en Tokio. A mediados de la década de 1990 muchas de esas grúas habían emigrado a Shanghai y Beijing, y después se trasladaron al golfo Pérsico. Ahora el edificio más alto es el Burj Dubai en los Emiratos Árabes Unidos, completado en 2010.

Los edificios más altos del mundo

	Año	Altura (en metros)
1. Burj Khalifa, Dubai, Emiratos Árabes Unidos	2010	828
2. Taipei 101, Taipei, Taiwán	2003	509
3. Shanghai World Financial Center, Shanghai	2008	491
4. International Commerce Center, Hong Kong	2010	484
5. John Hancock Center, Chicago	1969	456
6. Torres Petronas, Kuala Lumpur	1993	452
7. Nanjing Greenland Financial Center, Nanjing	2009	451

8. Torres Willis (antes Sears), Chicago	1974	441
9. Trump International Tower, Chicago	2009	423
10. Jin Mao Tower, Shanghai	1999	420
11. Two International Financial Center, Hong Kong	2003	415

Los edificios altos son a la economía lo que las pirámides a Egipto. Al aumentar la altura de un edificio, la cantidad de espacio total de cada planta necesaria para ascensores y espacio no rentable se incrementa en relación con el espacio rentable de cada planta. Además, los edificios altos necesitan ser «fuertes» porque los pisos inferiores deben soportar el peso de más pisos superiores. (Cuanto mayor el coste del terreno, más fuerte es la presión económica a favor de edificios altos: existe una abundancia de terreno a

orillas del golfo Pérsico y Malasia, pero no en Tokio y Hong Kong.)

Estas torres de ochenta, noventa o cien plantas son la manifestación visual de las burbujas del valor de los activos, y de la voluntad de gobiernos y empresas privadas de hacer ostentación de su riqueza intentando alcanzar el cielo. Un síndrome de «el mío es más grande». Sin embargo, lo mismo ocurre con el número de salas de conciertos, y la proliferación de museos de arte y asociaciones de estudiantes en los campus universitarios. Muchos de estos centros culturales se financian con regalos de individuos ricos que se han vuelto mucho más ricos y más generosos cuando han aumentado el valor de los activos y la euforia económica ha permitido el crecimiento de las acciones.

La racionalidad económica de los edificios altos recuerda el comentario de Willie Sutton, el ladrón de bancos más famoso de América, sobre la elección de su profesión. «Allí es donde está el

dinero.» El aumento de la riqueza en una burbuja conduce a comportamientos económicos que podrían parecer excepcionales —la dilapidación de la riqueza— en tiempos normales.

El mercado de los jets corporativos creció entre 2002 y 2007; había lista de espera para comprar los Gulfstream grandes y los compradores impacientes pagaban muchos millones de dólares para comprar puestos en la cola a los que tenían fechas de entrega más inmediatas.

La asociación entre las burbujas del valor de los activos y la euforia económica también es fuerte. Uno de los libros más vendidos en Tokio a finales de la década de 1980 fue *Japón como número uno*. El Banco Mundial publicó *The East Asian Miracle* muchos años antes de que implosionara la burbuja inmobiliaria y de los precios de las acciones en Tailandia, Malasia y sus vecinos. No se ha oído nada de la Nueva Economía Americana desde la implosión de los

precios de las acciones y el alza del déficit fiscal de los Estados Unidos.

Un círculo vicioso de alzas en los precios inmobiliarios y de las acciones con un crecimiento rápido del PIB es lo mismo que aumentar la riqueza de un hogar gastando más en el mismo. Muchos hogares tienen objetivos de ahorro o de riqueza; como el alza en el valor de los activos conduce a niveles más altos de riqueza, gastan más en bienes de consumo, incluyendo casas ostentosas. (El espejo del aumento en los gastos de consumo es que la tasa de ahorro de los hogares declina.) El segundo círculo vicioso va del aumento en los precios de las acciones a mayores niveles de inversión; si las empresas pueden conseguir dinero de los inversores a menor coste y a causa de la disminución de los costes de capital emprenden proyectos nuevos que habrían sido menos rentables si los costes no hubieran declinado. Por eso el «coste del capital» de una

empresa es inversamente proporcional al precio de sus acciones; cuanto más altos sean los precios de las acciones, menor será su coste del capital y más grandes sus inversiones en plantas y equipos.

El tópico es que «los precios de las acciones son un indicador principal» de los cambios en la actividad económica. La respuesta es que los cambios en los precios de las acciones han predicho seis de las últimas tres recesiones. Los precios de las acciones en los EE. UU. empezaron a bajar de cuatro a seis meses antes del colapso de la economía a principios de la década de 1930. La economía japonesa empezó su declive después de que empezasen a caer los precios de las acciones a principios de 1990.

La relación entre cambios en la riqueza y cambios en los gastos es simétrica; cuando el valor de los activos baja, la actividad económica se ralentiza. Durante la expansión económica las firmas de negocios piden más en préstamo en

respuesta al aumento de su valor de mercado. Los bancos relajan sus criterios de crédito y aumentan sus préstamos. Cuando el valor de los activos implosiona, los bancos obtienen pérdidas por sus préstamos, y algunos bancos se descapitalizan hasta tal punto que se ven forzados a cerrar o a fusionarse con instituciones mejor capitalizadas u obtener capital del gobierno.

La fuerte correlación entre los incrementos en el valor de los activos y la expansión económica plantea la pregunta de si la influencia dominante va de los cambios en el valor de los activos y de la riqueza a la economía, o si por lo contrario la influencia dominante va de los cambios en las tasas de crecimiento económico al valor de los activos.

Albania fue uno de los muchos antiguos países comunistas que experimentó un esquema Ponzi de depósitos poco después de su transición de una economía dirigida a lo que se debía convertir en

una economía de mercado. Las regulaciones financieras prácticamente no existieron durante esta transición. Los emprendedores prometían pagar intereses con tipos del 30 o 40 % al mes. Con tipos semejantes, la riqueza aumenta con rapidez; por ejemplo, si el tipo de interés es del 35 % al mes, entonces 1.000 leks depositados a principio de año se convertirán en 64.000 leks a finales de año. Los depositarios tenían todos los incentivos para contemplar como crecía su dinero en el banco, en lugar de retirar efectivo del banco. Algunos albaneses abandonaron la fuerza laboral activa porque sus ingresos por intereses eran mucho más importantes que sus sueldos y salarios. Otros aumentaron sus gastos porque su riqueza financiera crecía con gran rapidez. Los gestores de estos depósitos siempre necesitaban atraer dinero fresco para sustituir el dinero que se retiraba, con el objetivo de gestionar los depósitos, es decir, para cubrir los gastos cotidianos de los gestores.

Cuando se desenredó el esquema de los depósitos hubo muchos albaneses enfadados. La actividad económica se ralentizó con rapidez porque los hogares se pasaron a una situación de ahorro para compensar el declive dramático de su riqueza.

Las burbujas del valor de los activos —al menos las grandes— casi siempre van asociadas a la euforia económica. En contraste, el estallido de las burbujas conduce a una caída de la actividad económica y con frecuencia se asocia al fracaso de las instituciones financieras, casi siempre a una escala masiva. El fracaso de estas instituciones dificulta los canales de crédito y esto contribuye a la ralentización de la actividad económica y la atonía de la recuperación económica.

La manía de los tulipanes

El precio de los tulipanes holandeses aumentó varios centenares de veces durante el otoño de 1636, y los incrementos de precios de las especies más exóticas de bulbos fueron aún mayores. Algunos analistas, en especial aquellos con un gran compromiso con la racionalidad y la eficiencia de los mercados, han cuestionado si el uso del término burbuja es apropiado para describir el aumento del precio de los tulipanes. Los bulbos de tulipán estaban sometidos a un comportamiento de crecimiento en forma de telaraña; una vez plantado, un bulbo se debe desarrollar de seis a ocho meses antes de empezar su floración, y entonces cada bulbo produce muchos bulbitos.

No sólo se vieron afectadas las variedades exóticas de bulbos; variedades ordinarias de tulipanes de jardín como la Gouda, la Switzer, o la Corona Blanca, que se vendían entre el pueblo

común en las llamadas universidades o casas públicas, también aumentaron de precio.[1]

La excitación alrededor de los tulipanes empezó en serio después de septiembre de 1636, cuando los bulbos ya no estaban a disposición para su examen porque se habían plantado para florecer durante la primavera siguiente. Algunos de los compradores se comprometieron a pagar por la «mercancía» que estaba enterrada en el suelo y que no podían ver en el momento de la compra. Las pujas excitadas de noviembre y diciembre de 1636 y enero de 1637 tuvieron lugar sin ningún espécimen a la vista.

Las pagas y señal por la compra de los bulbos se entregaban frecuentemente con un sistema de trueque.[2] El historiador Simon Schama ofrece algunos ejemplos; en un caso, por una libra de Coronas Blancas (*Witte Croon* en holandés, vendida a peso porque era muy común) se entregaban cuatro vacas en el momento de la

compra y después 525 florines a la entrega (presumiblemente el mes de junio siguiente). Otras pagas y señal consistían en parcelas de tierra, casas, muebles, vajillas de plata y oro, pinturas, un traje y un abrigo, una carreta y una pareja de caballos grises moteados; y por una sola Viceroy (rara), valorada en 2.500 florines, dos *lasts* (una medida que variaba por costumbre y localidad) de trigo y cuatro de centeno, ocho cerdos, una docena de ovejas, dos odres de vino, cuatro toneladas de mantequilla, un millar de libras de queso, una cama, algo de ropa y una taza de plata.[3]

Los cambios en los precios de los tulipanes no estaban aislados del desarrollo de la economía. La economía holandesa había estado deprimida durante la década de 1620 cuando se reanudó la guerra con España después de doce años de tregua, pero se recuperó de forma impresionante en la década de 1630. Los precios de las participaciones en la Cámara de Ámsterdam de la

Compañía Holandesa de las Indias Orientales se doblaron entre 1630 y 1639, en su mayor parte después de principios de 1636, pasando de 229 en marzo de 1636 a 412 en agosto de 1639, y después aumentaron otro 20 % hasta llegar a 500 en 1640. Los precios inmobiliarios habían caído a principios de la década de 1630 pero se «dispararon» a mediados de la década. Aumentaron las inversiones en los sistemas de drenaje, en la Compañía de las Indias Occidentales y en canales.[4] Jan de Vries escribió sobre el *trekschuit*, un sistema de barcazas de pasajeros tiradas por caballos en los canales, que se emprendió en 1636 y alcanzó su «fiebre» en 1640. Se emprendió su construcción entre ciudades para conseguir que el viaje de mercaderes y funcionarios fuera más fiable que en barcos a vela, que dependían del viento. Dos líneas desde Ámsterdam a ciudades menores se emprendieron en 1636, y otra entre Leiden y Delft.

La construcción de esta red tan compleja llegó a su cima en 1659 y en 1665, pero De Vries conecta el proyecto con la manía de los tulipanes y con el crecimiento explosivo de la economía holandesa entre 1622 y 1660.[5]

Jonathan Israel escribió que la manía de los tulipanes se debería ver sobre el trasfondo del auge general y como una manía de «mercaderes de pueblos pequeños, taberneros y jardineros», mientras que la mayor parte de los ricos hacían dinero por otros medios.[6] Esta perspectiva socava uno de los puntos de vista de Peter Garber de que no pudo existir una manía de los tulipanes porque no se produjo una depresión cuando declinó el precio de los bulbos.[7] La economía holandesa se ralentizó en la década de 1640 antes de sufrir un crecimiento tremendo de 1650 a 1672, que incluyó casas de lujo, edificios cívicos y pinturas. Sin embargo, el mercado de las pinturas se colapsó con la invasión francesa de 1672.[8] En

el punto álgido del auge se produjo una «manía» por los relojes y las torres con reloj. En Leiden se instaló un reloj en la torre encima de la Puerta Blanca, ubicación de la estación del *trekschuit* donde subían y bajaban los pasajeros, para asegurar la puntualidad del personal de las barcazas.[9]

El declive en los precios de los bulbos de tulipanes condujo a un declive en la actividad económica, y la conexión causal fue que los hogares estuvieron menos dispuestos a gastar cuando declinó su riqueza.

El mercado bursátil y el mercado inmobiliario

Muchas burbujas en el mercado bursátil están relacionadas con burbujas inmobiliarias. Existen tres conexiones diferentes entre estos dos

mercados. Una es que en muchos países —y en especial en los países pequeños y en aquellos que se encuentran en las primeras fases de la industrialización—, el valor de mercado de las empresas inmobiliarias, de las constructoras y de empresas de otras industrias estrechamente conectadas con el mundo inmobiliario, incluidos los bancos, representa una parte relativamente grande del valor agregado de las acciones. Una segunda conexión es que los individuos que han visto como aumentaba enormemente su valor neto como resultado del incremento de los valores inmobiliarios, compran acciones para diversificar su riqueza; no existen muchas más formas de diversificar la riqueza. La tercera conexión es una imagen en el espejo de la segunda; los inversores individuales que se han beneficiado extensamente del aumento en los valores de las acciones, compran primeras residencias cada vez más grandes y caras, y también compran segundas

residencias. Los cambios en los precios de los apartamentos en el mercado inmobiliario de Manhattan están estrechamente relacionados con las gratificaciones en Wall Street.

One Hundred Years of Land Values in Chicago de Homer Hoyt[10] traza cinco ciclos de crecimiento y caída en los precios inmobiliarios relacionados con la expansión de Chicago. El auge de la bolsa de los EE. UU. en 1928-1929 estuvo relacionado con el aumento de los precios del terreno, de los complejos residenciales y de los edificios comerciales tanto en los distritos de negocios centrales como en los suburbios. Hoyt cita un editorial del *Chicago Tribune* de abril de 1890:

En la ruina de todo auge colapsado se puede encontrar la obra de hombres que han comprado propiedades a precios que sabían perfectamente que eran ficticios, pero que estaban dispuestos a pagar dichos precios simplemente porque sabían que podían encontrar a alguien mucho más loco que ellos que les

podía quitar la propiedad de las manos y dejarles un beneficio.[11]

La reputación de Chicago por sus auges inmobiliarios fue de tal magnitud que Berlín, muy indulgente con la especulación inmobiliaria por la euforia de la victoria sobre Francia en 1870-1871, fue llamado «Chicago en el [río] Spree».[12] Los auges en Berlín y Viena en 1873 estuvieron relacionados con los cambios en los precios en la Bolsa de Nueva York. Un autor aseguraba que en Chicago en 1871 uno de cada dos hombres y una de cada cuatro mujeres tenía inversiones inmobiliarias.[13] Las burbujas se expandieron en paralelo hasta el verano de 1873.

La extensión de la euforia de un mercado al otro refleja que cuando el valor de los activos aumenta a una tasa rápida, las viudas y los huérfanos se suben al carro. Las ganancias de capital se pueden conseguir sin ninguna habilidad especial. Cuando se colapsa el valor de los

activos, los accionistas saben que tienen problemas y que deben reducir su endeudamiento; aquellos inversores que tienen un apalancamiento alto reconocen que su riqueza está declinando con más rapidez que los precios de las acciones y por eso venden, o sus intermediarios y prestamistas venden sus posiciones.

Los especuladores inmobiliarios no sienten inicialmente esta necesidad. Sus deudas se encuentran en préstamos a largo plazo, y no son reembolsables como los créditos diarios de los *brokers*. Poseen activos reales, no sólo derechos en papel. Muchos deciden esperar a la recuperación que creen que está justo a la vuelta de la esquina.

El bajón económico conduce a la desaparición de la demanda de inversiones inmobiliarias. Sin embargo, los impuestos y los intereses sobre los préstamos continúan sin interrupción. Hoyt escribió que lenta pero inexorablemente los

especuladores inmobiliarios se arruinan. Los prestamistas de los especuladores inmobiliarios, y en especial los prestamistas bancarios, incurren en grandes pérdidas crediticias. Ciento sesenta y tres de los 200 bancos de Chicago suspendieron pagos en 1933. Los créditos hipotecarios impagados, y no las cuentas fallidas de los intermediarios bursátiles, fueron el elemento individual más importante en el fracaso de 4.800 bancos de 1930 a 1933.[14]

El análisis de Hoyt de la relación entre el mercado bursátil y el mercado inmobiliario se puede aplicar fácilmente al Japón de la década de 1990. El largo declive en los precios de las propiedades significó que muchos prestatarios no pudieron pagar sus créditos. Los bancos hipotecarios, las cooperativas de crédito y otros tipos de empresas financieras perdieron mucho valor porque estos prestamistas también habían adquirido préstamos hipotecarios, que muchas

veces estaban ocultos. Finalmente la caída en los valores inmobiliarios condujo a una bajada pronunciada en el capital de los bancos porque eran propietarios de grandes cantidades de bienes inmobiliarios.

Los problemas bursátiles de octubre de 1987 se solucionaron con brillantez después de que las autoridades monetarias aumentaran rápidamente la liquidez de los bancos para evitar una reducción del crédito. La petición de márgenes del 50 % ayudó. Pero la agonía inmobiliaria estaba en marcha. La construcción se ralentizó a medida que se completaban los edificios, pero los proyectos nuevos fueron abandonados o pospuestos. La tasa de desocupación en edificios de oficinas aumentó de manera acusada, variando según su localización, ya fuera en el centro, la periferia o en las «edge cities» construidas en los suburbios durante el auge de la década de 1980.

Rockefeller Center Properties, Inc. tenía 1.300

millones de dólares en hipotecas sobre el Rockefeller Center en el centro de Manhattan después de la venta del complejo a Mitsui Real Estate. La hipoteca estaba depositada en un Fondo de Inversión Inmobiliario (REIT, en sus siglas en inglés). En 1987 el consejo de administración intentó aumentar los ingresos del fondo utilizando el dinero en efectivo de préstamos a corto plazo para recomprar bonos que estaban vendiendo con descuento. Los beneficios fueron repartidos como dividendos. En 1989 a medida que progresaba el deterioro del mercado inmobiliario, el consejo tomó prestado, utilizando una carta de crédito para conseguir dinero para pagar las deudas a corto plazo. El presidente del REIT afirmó: «En aquel momento fue una medida prudente».[15] El análisis de Hoyt sugiere que se producirá una caída amplia de los valores inmobiliarios después de un crac bursátil. Después de una agonía prolongada, el REIT quebró.

La historia del colapso de la burbuja en el mercado inmobiliario japonés en la década de 1990 empezó a principios de la década de 1950 cuando el PIB inició un aumento rápido tanto en términos nominales como reales desde los valores muy deprimidos inmediatamente después de la Segunda Guerra Mundial. (El ingreso per cápita japonés volvió al nivel de 1940 en 1951.) Las exportaciones aumentaron con rapidez, y la composición de dichas exportaciones pasó de juguetes y textiles baratos a bicicletas y motocicletas, y después a acero, automóviles y electrónica. El gobierno empezó a desregular los controles financieros durante la primera mitad de la década de 1980, y los esfuerzos extensivos por parte del Banco de Japón para limitar la apreciación del yen en la segunda mitad de la década de 1980 condujeron a un crecimiento rápido en la provisión de dinero y crédito.

Los precios inmobiliarios aumentaron a ritmo

constante, aunque con variaciones sustanciales de año a año. A causa de la regulación financiera, el interés nominal había estado por debajo de las tasas de inflación en las décadas de 1950, 1960 y 1970; el tipo de interés real en los depósitos bancarios y otros activos de precio fijo con frecuencia era negativo. El índice de precios de las propiedades residenciales en seis grandes ciudades empezaron en 100 en 1955 y alcanzaron 4.100 a mediados de la década de 1970 y 5.800 en 1980; los propietarios inmobiliarios eran uno de los pocos grupos con una tasa de interés real positiva. Durante la década de 1980 los precios inmobiliarios crecieron con un factor de cinco a seis.[16] En su punto culminante, el valor inmobiliario en Japón era dos veces el valor inmobiliario en los Estados Unidos; y la relación del valor inmobiliario respecto al PIB en Japón era cuatro veces más alta.[17]

El índice bursátil Nikkei, que empezó a 100 en

mayo de 1949, alcanzó 6.000 a principios de la década de 1980. Los precios de las acciones crecieron en la segunda mitad de la década de 1980 y casi alcanzaron los 40.000 a finales de 1989. El volumen de acciones negociadas no siguió el mismo ritmo, pasando de los 120 mil millones de acciones en 1983 a los 280 mil millones en 1989.[18]

El aumento en los precios inmobiliarios alimentó el auge en los precios de las acciones. Muchas de las empresas presentes en la Bolsa de Tokio eran compañías inmobiliarias que tenían propiedades importantes en el centro de Tokio, Osaka, Nagoya y otras ciudades importantes. El auge de los precios inmobiliarios y la desregulación financiera provocó un aumento en la actividad de la construcción. Los bancos poseían grandes cantidades de propiedades inmobiliarias y de acciones, de manera que los incrementos de valor condujeron al aumento en el valor de las

acciones de los bancos. Normalmente los banqueros obligaban a que los prestatarios presentasen las propiedades inmobiliarias como garantía; el aumento en el valor inmobiliario significaba un aumento en el valor de las garantías, y los bancos estaban ansiosos por dar más créditos porque querían aumentar su tamaño —su base total— relativo con respecto a otros bancos japoneses y con los bancos en los Estados Unidos y Europa. Las empresas industriales estaban cada vez más ansiosas de tomar prestado para comprar propiedades inmobiliarias, debido a que las tasas de beneficio en las inversiones inmobiliarias eran muchas veces más alta que las tasas de beneficio en la producción de acero, automóviles y televisores.

La rápida expansión de los créditos bancarios se vio facilitada por la desregulación financiera, que en parte era una respuesta a las presiones del gobierno de los EE. UU. Los funcionarios en los

EE. UU. encontraban su motivación en la desigualdad del marco regulatorio, puesto que las empresas americanas se enfrentaban a muchas reglas que impedían su expansión en los mercados de Tokio, mientras que a las empresas japonesas les resultaba mucho más fácil su expansión en los Estados Unidos. Además, el Tesoro de los EE. UU. quería que las instituciones financieras japonesas compraran bonos del gobierno americano al ir aumentando el déficit fiscal de los EE. UU.

La desregulación se desplegó de forma lenta y deliberada.[19] La desregulación de los tipos de interés pagados por los bancos por grandes depósitos se congelaron, con el mínimo reducido por tramos desde mil millones de yenes (para plazos de tres meses a dos años) a 500 millones de yenes y 300 millones de yenes en 1986, a 100 millones de yenes (y un mes) en 1987, 50 millones de yenes y después 30 millones de yenes en 1988,

y 10 millones de yenes en 1989.[20] En las fases iniciales de este proceso, el Banco de Japón redujo su tipo de descuento del 5,5 % en 1982 al 5 % en 1983, al 3,5 % a principios de 1986 y al 2,5 % un año más tarde. En 1986 la reducción fue simultánea, con acciones similares de la Reserva Federal y el Bundesbank. Sin embargo, por el contrario, primero los Estados Unidos a mediados de 1987 y después Alemania en 1988 empezaron a aumentar sus tipos de interés. El Banco de Japón esperó hasta que el nuevo gobernador, Yasuki Mieno, tomó posesión en diciembre de 1989, y después restringió los incrementos de créditos para las propiedades inmobiliarias. El crac se inició en enero de 1990 y se volvió más intenso cuando se supo que algunos grandes bancos sufrían bastantes pérdidas en créditos a clientes preferentes y habían escondido estas transacciones con una contabilidad imaginativa.[21]

La euforia en Japón fue evidente en muchos

aspectos. Se produjo un auge en las inversiones empresariales en plantas y equipos. La visión en *The Emerging Japanese Superstate: Challenge and Response* de Herman Kahn, publicado en 1970, parecía que se hacía realidad.[22] Las empresas japonesas se estaban preparando para un futuro global glorioso. A esto siguió un auge de la construcción: se produjo un auge de la construcción inmobiliaria; se construyeron varios centenares de campos de golf. Un nuevo edificio de oficinas cerca de la estación de ferrocarriles de Tokio recibió el nombre de «The Pacific Century Building».

Los precios de las acciones llegaron a su cénit en el último día hábil de 1989 y cayeron un 30 % en 1990. El suelo de los precios de las acciones llegó en 2002 a un nivel que era un poco más del 20 % de su valor más alto. Los precios inmobiliarios cayeron con más lentitud pero de manera casi tan intensa.

El resultado de la caída en el valor de los activos fue que muchas instituciones financieras quedaron descapitalizadas y sólo siguieron en el negocio por el apoyo implícito del gobierno. Se permitió (o forzó) el cierre de algunas, aunque ninguno de los depositarios tuvo pérdidas. Los bancos se convirtieron en propietarios de miles de pinturas francesas. Varios centenares de campos de golf quebraron.

El crecimiento económico cayó en picado. La tasa de inflación empezó a caer y después, diez años más tarde, empezó a caer el nivel de precios. No había manera de recuperar la hoja de oro que se había perdido en el desierto. La quiebra de las empresas significaba que los bancos tomaron posesión de las propiedades y las vendieron, lo que presionó aún más a la baja los precios inmobiliarios, lo que complicó los planes de negocio de otras empresas. Se produjo una espiral bajista y aumentó la preocupación por la trampa

deflacionista de la deuda.[23] Las empresas comerciales e industriales quebraron a un ritmo constante de 1.000 al mes. Tres grandes cooperativas de crédito fueron rescatadas por el gobierno. Los problemas de adecuación del capital de bancos y compañías de seguros se compensaron con las pérdidas en su cartera de activos en el extranjero. Dos expertos económicos del Japón caracterizaron los problemas del país durante la década siguiente como «deuda, deflación, impago, demografía y desregulación».[24]

Los precios de las materias primas, el valor de los activos y la política monetaria

La reducción de la tasa de descuento en el Banco de Japón, en especial después de 1986, que desencadenó la burbuja se vio estimulada por las

presiones desde los Estados Unidos y otros países industrializados y racionalizados porque el nivel de precios en Japón era estable. La apreciación del yen desde los 240 respecto al dólar americano en 1985 hasta los 130 en 1988, provocó una presión a la baja sobre los precios de bienes y servicios.[25]

Una cuestión importante es si los bancos centrales se deberían preocupar por el valor de los activos. La mayor parte de los bancos centrales abogan por la estabilidad del nivel de precios de los bienes como objetivo de la política monetaria,[26] ya se trate de los precios al por mayor, del índice de precios al consumo, o del deflactor del producto interior bruto, no tiene mayor importancia. Muy recientemente el mantra de dicha política ha sido el control de la inflación: los bancos centrales quieren conseguir una tasa de inflación que no supere el 2 %. Sin embargo, si la implosión de una burbuja de acciones y/o

inmobiliaria conduce a un declive significativo en la solvencia bancaria, ¿los bancos centrales se deberían preocupar por el valor de los activos? Desde un punto de vista, el valor de los activos se debería incorporar en el nivel general de precios porque, en un mundo con mercados eficientes, predicen precios y consumos futuros.[27] Pero este punto de vista asume que el valor de los activos viene determinado por los fundamentos económicos y no se ve afectado por el comportamiento de manada que conduce a una burbuja.

Tradicionalmente los bancos centrales no han mostrado reticencias en elevar los tipos de interés para prevenir un incremento en la tasa de inflación. Son tremendamente reticentes a ocuparse de las burbujas del valor de los activos o incluso a reconocer que existen o han podido existir, aunque después de 2008 son fácilmente reconocibles. La caída del 40 % en los precios de las acciones en

los EE. UU. de 2000 a 2003 es una prueba de que había existido una burbuja bursátil. De forma similar, la caída del 30 % en los precios inmobiliarios residenciales en los EE. UU. entre 2006 y 2010 indica que existió una burbuja de los precios de las propiedades, que fue especialmente notable en Arizona, Florida y California. Una pregunta es por qué a los que se encontraban fuera de la Reserva Federal les fue más fácil reconocer que el aumento del valor de los activos en ambos episodios era insostenible. Y en este sentido la mucho más joven Reserva Federal de la década de 1920 parece que fue mucho más heroica en sus afirmaciones sobre el desarrollo del valor de los activos.

BERNIE MADOFF: FRAUDES, ESTAFAS Y CICLO CREDITICIO

Charlie Ponzi es el banquero más famoso de la historia americana, inmortalizado en el concepto de «esquema Ponzi». Ponzi era propietario de una empresa pequeña que vendía depósitos en uno de los suburbios de Boston a principios de la década de 1920; prometía pagar a los compradores de estos pagarés un 45 % de interés al año en un momento en que los bancos tradicionales estaban pagando el 2 o el 3 %. La operación de Ponzi era sencilla: usaba el dinero que recibía de la venta de los depósitos del miércoles para pagar los intereses de los que habían comprado los

depósitos el lunes. La tasa de interés que estaba pagando era tan alta que la mayor parte de los que compraron los depósitos el lunes estaban contentos de mantener su dinero con Ponzi, de manera que podían ganar «interés sobre el interés». Pero al final algunos de los depositarios que se habían convertido en nuevos ricos decidieron retirar parte de su dinero, y desgraciadamente, el dinero no estaba. Ponzi fue a la cárcel. Su esquema floreció durante dieciocho meses.

Bernie Madoff gestionó el esquema Ponzi más grande en la historia de América; en el momento de su colapso en diciembre de 2008, se informó que el pasivo ascendía de 50 a 64 mil millones de dólares, aunque las estimaciones más reciente sugieren que las pérdidas se situarán probablemente al nivel de los 20 a los 25 mil millones de dólares. (Un problema de medida es decidir si las pérdidas deben incluir sólo la cantidad de los depósitos iniciales que los

particulares depositaron con Madoff, o si las pérdidas también deben incorporar los «beneficios de la inversión» que habían ganado a lo largo de los años. Otros consideran si se debe incluir el efectivo retirado de las cuentas.) Madoff había gestionado el esquema durante veinte años, de manera que debe tener el récord mundial del esquema Ponzi más grande y de mayor duración.

Cada esquema Ponzi tiene su «historia»: una explicación de por qué la empresa puede generar rendimientos tan altos. El propio Ponzi afirmó que estaba gestionando cupones postales de respuesta internacional. (Realmente no es necesario conocer los detalles.) Madoff dijo que tenía una «estrategia de división de opciones».

El esquema de Madoff difería del de Ponzi en otra dimensión importante: la tipo de interés en los fondos confiados a Madoff estaba en el rango del 10 al 12 % al año, algo más alto que las acciones, y mucho más alto que otros bonos. Los

rendimientos de Madoff eran constantes pero no espectaculares.

Ponzi fue exuberante. Por el contrario, Madoff fue sobrio, y dio la impresión de que sólo aceptaba para invertir dinero de unos pocos amigos íntimos y de sus amigos íntimos. Investigaciones posteriores mostraron que tenía algo más de 4.500 amigos íntimos, y que se apoyaba al menos en cuatro o cinco «fondos de inversión subordinados» para atraerle dinero. Los acuerdos de pago con estos fondos subordinados variaban, pero parecía que iban del 1 % del dinero inicial y después otro 1 % por cada año que el dinero se quedase con Madoff. Al final los fiscales responsables de limpiar el caos indicaron que algunos de estos fondos subordinados recibían tasas de retorno del 40 al 50 % al año sobre su propio dinero que invirtieron con Madoff.

La investigación por parte del fiscal nombrado por el tribunal para buscar fondos para los clientes

de Madoff demostró que era raro que Madoff comerciase con títulos. En 2008 los clientes retiraron 11 mil millones de dólares de sus cuentas. Madoff quebró cuando ya no quedaba más dinero para retirar. La mayoría de los clientes seguramente retiraron el efectivo porque estaban perdiendo dinero en la mayor parte de sus otras inversiones.

Ponzi estuvo en la cárcel unos dos años y después se mudó a Florida para vender propiedades inmobiliarias a mediados de la década de 1920, aprovechando la burbuja alrededor de Miami. Madoff va estar en la cárcel hasta el final de su tiempo en la tierra.

Ponzi y Madoff compartían una característica: los dos comerciaron con la desinformación. Los dos mintieron sobre las tasas de retorno que iban a recibir sus clientes. La mayor parte de la corrupción en los mercados financieros implica una distorsión de los valores de inventario, los

valores de las inversiones, y las tasas de beneficio. Pero una parte de la corrupción implica el robo de información y los esfuerzos de los de fuera para obtener información de los de dentro antes de que dicha información esté disponible para el público.

La implosión de una burbuja lleva siempre al descubrimiento de fraudes y timos. Mientras el valor de los activos siga creciendo, los inversores están contentos y con frecuencia felices de pedir prestado contra el aumento en su riqueza si necesitan el dinero para sus gastos cotidianos. Cuando el valor de los activos declina, algunos de ellos venden títulos para conseguir dinero para los gastos diarios. Y por lo general venden sus títulos más líquidos porque no pueden soportar pérdidas más grandes asociadas a la venta de activos poco líquidos.

Los esquemas Ponzi suelen ser personales, y el crimen básico es que sus promotores —excepto

Madoff— casi siempre hacen promesas sobre tasas de rendimiento excepcionalmente altas desde el primer día. Las argucias corporativas implican afirmaciones falsas sobre el valor de los inventarios y de otros activos y sobre la tasa de beneficio, con la diferencia de que el fraude se inicia mucho después de que se haya fundado la empresa. La información se retiene o se oculta. Enron fue el caso paradigmático de los fraudes corporativos en el auge de las puntocom en la década de 1990. Enron llevaba funcionando desde hacía muchos años: parece que el fraude se inició a mediados de la década de 1990, cuando la empresa tuvo una necesidad masiva de dinero para financiar su expansión. Entonces empezó su descenso hacia la bancarrota pocos meses después de alcanzar su cénit los precios bursátiles en los EE. UU. en el año 2000.

Medir la cantidad de corrupción no es una ciencia exacta. Lo que se «mide» es la corrupción

que sale a la superficie; la corrupción que permanece oculta resulta obvio que no se puede medir. La corrupción se descubre cuando el dinero escasea y el crédito está menos disponible, y cuando el valor de los activos declina. La corrupción aumenta de forma pro-cíclica, de manera muy parecida a la disponibilidad del crédito. Poco después del inicio de la recesión las préstamos a las empresas que financian su crecimiento con crédito barato empiezan a declinar cuando los prestamistas se vuelven más cautos. En ausencia de más crédito, el fraude brota en el edificio corporativo como las setas en un bosque húmedo.

La mayor parte de los comportamientos fraudulentos son ilegales, pero algunos se mueven sobre una difusa frontera legal. ¿Las gratificaciones en opciones a los altos ejecutivos y a los empleados se deben considerar un coste, como los salarios, o estas recompensas se deben

enterrar en una nota a pie de página para que no se vean afectados los costes ni los beneficios? La respuesta afecta a la rapidez en el aumento de los beneficios y presumiblemente en la velocidad con la que se incrementarán los precios de las acciones. ¿Se debió obligar a Henry Blodgett, Mary Meeker y Jack Grubman, los gurús de las empresas de telecomunicaciones y puntocom en la década de 1990, a informar a la investigación pública sobre los fundamentos de sus previsiones sobre el aumento en los precios de las acciones individuales, o fue suficiente que anunciaran los objetivos de precio para cada empresa al final de los siguientes seis o doce meses, más o menos como apostadores en el hipódromo? (véase «Charlatanes, apostadores y ladrones», más abajo, p. 207). ¿Las autoridades gubernamentales deberían establecer «políticas de la verdad» para impedir que se engañe al público inversor, o este público se quedará solo para determinar qué

afirmaciones de los vendedores de acciones no son estrictamente ciertas? Ciertas prácticas de negocios son legales, aunque las personas implicadas en dichas actividades tendrían reticencias o se sentirían avergonzadas si se informase de sus transacciones en la portada del *New York Times*, del *Wall Street Journal*, del *Chicago Tribune* o del *Daily Telegraph*, porque la luz despertaría a las víctimas del timo. Consideremos Enron, MCI WorldCom, Adelphia, Tyco, HealthSouth, Global Crossing, las estrellas de algunos de los excesos financieros de la burbuja de precios bursátiles en la década de 1990. La mayor parte del comportamiento fraudulento inicial ocurrió durante la fase de manía cuando los precios de las acciones iban aumentando, pero quedó oscurecido por el estallido de la burbuja; los prestatarios de alto riesgo eran capaces de refinanciar sus créditos más antiguos porque los prestamistas estaban

ansiosos por aumentar sus préstamos totales. Los bancos de inversión creían en el *caveat emptor*; según su punto de vista, los clientes con edad suficiente para votar debían ser capaces de ocuparse de sus propios intereses financieros.

El robo de información y la información privilegiada

La información es valiosa porque altera los precios relativos. Después de la Segunda Guerra Mundial muchos congresistas de los EE. UU. se hicieron ricos —o al menos más ricos— porque simplemente por casualidad compraron parcelas de tierra cerca de los lugares donde se iban a construir nuevas rampas de entrada y salida para el sistema de autopistas interestatales. La información sobre el tamaño de la cosecha de trigo —en realidad, proyecciones de la información— provoca cambios en el precio del trigo, de manera que será valioso tener acceso a estas proyecciones antes de que estén a disposición del público. La información sobre los beneficios trimestrales de las empresas, en especial

cuando el cambio es importante, a menudo provoca cambios agudos en el precio de las acciones. La fusión de empresas, en especial la toma de control o la compra de una empresa por otra, con frecuencia conduce a aumentos importantes en el precio de las acciones de la firma que está en juego.

La corrupción tiene muchas facetas. Una forma implica actuar contra las leyes, quizá con la connivencia de funcionarios gubernamentales. Gran parte de la corrupción implica un mal uso de la información; alguien puede proporcionar información equívoca sobre beneficios, dividendos y posibles fusiones. La información se puede robar, y hay leyes contra la información privilegiada, donde los individuos bien conectados pretenden obtener información antes de que esté generalmente disponible.

En este contexto, ¿Goldman Sachs debía haber informado a algunos de los compradores de los títulos relacionados con las hipotecas en 2006 y

2007 que las sugerencias para el diseño de estos títulos procedía de la empresa que quería venderlos, o se consideraba que los compradores estaban suficientemente informados para concluir que alguien podía creer que los precios de esos bonos podían declinar? (Goldman acordó pagar más de 500 millones de dólares a la SEC [Comisión del Mercado de Valores de los EE. UU.] para mantener su nombre fuera de los informes, unos 250 millones irían a parar al banco alemán que había comprado dichos bonos.)

Las grandes empresas de auditoría se establecieron para proteger a los inversores de los recuentos erróneos en el número de alubias y garbanzos que informaban las corporaciones; las auditoras están ahí para verificar la cuenta de las alubias. Arthur Andersen, en su momento una de las cinco grandes empresas auditoras globales y la que tenía una gran reputación por prestar una atención excepcional a los temas éticos, fue

«capturada» por varias de las empresas que estaba auditando —compañías que le estaban pagando las facturas— y acabaron engañando a los inversores. ¿Los bufetes de abogados que proporcionaron asesoramiento legal a Enron y MCIWorldCom y a los de su clase, descargaron sus obligaciones tanto en los inversores como en sus clientes, o es que los abogados, que debían tener tarifas de 800 dólares a la hora, también fueron seducidos por sus clientes?

Los bancos y los bancos de inversión acabaron en los titulares de los periódicos cuando los precios de las propiedades declinaron en 2007 y 2008. El Royal Bank of Scotland, junto con el Banco de Santander español y Fortis de los Países Bajos y Bélgica compraron ABN-AMRO por 100 mil millones de dólares en lo que se ha convertido en una de las decisiones de negocio más costosas de la década. (La decisión de negocios más inteligente de la década fue vender ABN-AMRO a

estos compradores ansiosos.) Mientras el fraude no fue obvio, los compradores vivieron inmersos en una ilusión de grandiosidad.

AIG (el acrónimo de American International Group), por aquel entonces la compañía de seguros más grande del mundo, es el paradigma del colapso de 2008 a causa de la gran cantidad de ayuda financiera que recibió del gobierno de los EE. UU. para evitar su bancarrota. La mayor parte de sus problemas provenía de la venta de permutas de créditos fallidos (CDS, en sus siglas en inglés), que son una forma de seguro suscrita por los compradores de bonos para protegerse contra las pérdidas si la empresa que ha emitido los bonos cae en la bancarrota. (Estas permutas son similares en concepto al seguro hipotecario privado; el prestamista hipotecario requiere que los prestatarios que tengan menos del 20 % del dinero necesario para la paga y señal tradicional, contraten un seguro para protegerse de las

pérdidas si los prestatarios no pagan.) Los compradores de estos CDS querían los tipos de interés más altos relacionados con los títulos más arriesgados, pero querían evitar el riesgo de impago implícito en estos títulos.

Buena parte del fraude en el mercado hipotecario durante el auge inmobiliario entre 2003 y 2007 ocurrió en el «nivel de venta al por menor»: los prestatarios mintieron sobre sus ingresos y su historial crediticio, y los intermediarios hipotecarios sabían que los prestatarios estaban mintiendo, pero bueno, «así son los negocios». Numerosos altos ejecutivos de Bear Stearns fueron acusados de engañar a los inversores sobre la calidad de los activos en los *hedge funds* que gestionaban, pero el jurado votó «No culpable».

Clases de estafa y corrupción

Estafas, comportamientos fraudulentos, desfalcos y algunos chanchullos elaborados forman parte de la vida en las economías de mercado, más en algunos países que en otros. Muchas de las estafas implican la transmisión de información errónea sobre inventarios y beneficios. En ocasiones la estafa implica el robo de información o noticias, cuando la presunción es que en una economía de mercado cada inversor debe tener la misma información al mismo tiempo, cuando algunos individuos se saltan la cola se trata de una forma de fraude.

Transparency International publica un índice anual de corrupción; Finlandia es fijo en la posición número uno en términos de virtud e Islandia estaba justo detrás hasta la implosión de su enorme burbuja bursátil en 2008. (Una investigación subsiguiente reveló que los bancos habían sido saqueados por sus propietarios.)

Durante muchos años Bangladesh, la República Democrática del Congo y Nigeria se consideraron los más corruptos. Los Estados Unidos están más cerca de la parte alta de esta lista, aunque es posible que haya perdido numerosos puestos en este ranking a causa de los fraudes y engaños extensivos ocurridos en la América corporativa durante la burbuja bursátil de la década de 1990, y la burbuja inmobiliaria de diez años más tarde.

Una forma tradicional de fraude implica la sobrevaloración de los inventarios. El escándalo McKesson Robbins de finales de la década de 1930 implicó el uso de albaranes de almacén falsificados como avales para los préstamos. Billie Sol Estes, el apostador tejano de la década de 1960, falsificó el número de tanques de fertilizante que tenía en arrendamiento y pidió prestado contra este número ficticio que era mucho más grande. Tino de Angelis engañó a American Express y a otros grandes prestamistas mediante el

uso de tanques de «aceite para ensaladas» en la década de 1960 como aval para los préstamos; Tino sabía que el aceite es menos denso que el agua y dejó flotar quince centímetros de aceite comestible sobre seis metros de agua.[1]

Las estafas que implican afirmaciones falsas sobre el valor de los inventarios se pueden comprobar cuando se revisan las promesas. Al final los prestamistas fueron prudentes con Billie Sol Estes; alguien salió y contó los tanques de fertilizantes. Los prestamistas pueden creer en los valores falsificados de los avales ofrecidos por los prestatarios, e inicialmente los contables de los prestamistas no se dan cuenta del engaño. Las estafas en los mercados financieros pueden implicar afirmaciones sobre el crecimiento de los beneficios corporativos o sobre los precios «garantizados» de las acciones de empresas individuales. Las corporaciones gestionan sus ganancias para que parezcan menos variables de

un trimestre al siguiente, porque los inversores pagarán precios más altos por las acciones de empresas con ingresos estables. Una afirmación típica es que el «precio de las acciones de Amazon» subirá a 400 dólares por acción hacia el 4 de julio; o quizá se debería decir «nuestro objetivo de precio son los 400 dólares por acción». Otra afirmación puede ser «los beneficios corporativos aumentarán a razón del 15 % anual durante los próximos cinco años». Algunas de las estafas en los mercados financieros implican «un optimismo excesivo» sobre las ganancias de empresas o precios futuros de las acciones que los que realizan las afirmaciones saben que no es probable que ocurran.

Wall Street gana un montón de su dinero vendiendo acciones, y prospera teniendo «estrellas» a las que pagan —y pagan muy bien— para que afirmen que los precios de las acciones de empresas individuales van a aumentar; son

como los charlatanes a la entrada de los espectáculos de feria que persuaden al público para que compre entradas para ver al tragasables y al hermafrodita. Las acciones aumentan de precio dos veces más que caen, de manera que la probabilidad es que los «estrategas del mercado» tengan razón dos veces más de las que se equivocan, aunque tener razón en la dirección es algo diferente a realizar las predicciones correctas en los precios de las acciones. Lo más típico es que los estrategas del mercado sean reticentes a indicar que los precios de las acciones en su conjunto bajarán y es muy raro que sugieran que los precios de las acciones de empresas individuales van a bajar (porque los altos ejecutivos de dichas firmas estarán furiosos y amenazarán con no llevar nunca ninguna emisión de acciones al banco de inversión). Si bajan los precios de las acciones cuando la previsión era que subirían y los apostadores se convierten en

una vergüenza para sus jefes, pues bueno les han pagado bien y son prescindibles y, bueno, así son los negocios. No resulta difícil encontrar sustitutos.

La corrupción no se puede medir al menos que una economía o una sociedad tenga leyes, normas o reglas que distingan comportamientos permisibles de otros ilegales o inmorales. Todo será permisible o aceptable en una sociedad sin reglas o normas, no habrá corrupción porque no habrá una relación perceptible entre los comportamientos aceptables y los no aceptables. Prácticamente todas las sociedades tienen reglas o normas: estos códigos sobre lo que es y lo que no es aceptable se adoptan para reducir los costes de hacer negocios.

Las leyes varían entre los países, prácticas que son legales en algunos países pueden ser ilegales en otros. Además, las leyes y las normas sobre comportamientos no aceptables dentro de un país

cambian a lo largo del tiempo; algunas prácticas financieras que eran legales en los Estados Unidos en la década de 1870 eran ilegales cien años más tarde. A pesar de estas diferencias entre los países y a lo largo de los años, existe un sentido más amplio y universal sobre el comportamiento financiero aceptable que se basa en el Octavo Mandamiento: «No robarás».

El comportamiento corrupto forma parte prácticamente de toda economía. El número de transacciones que parece que sobrepasan tanto las normas morales como las legales aumenta en los períodos de euforia como en la década de 1990. Paradójicamente, el aumento en la riqueza personal cuando los precios de acciones, inmobiliarios y materias primas se incrementan al 30 o 40 % anual durante muchos años parece que dispara un aumento en el comportamiento fraudulento por parte de aquellos que quieren un incremento aún más rápido de su riqueza. Algunos

individuos no quieren ser menos que los vecinos y es posible que emborronen la verdad y tomen algunos atajos. Algunos empresarios y ejecutivos es posible que se deslicen cerca del borde del comportamiento fraudulento a causa de un aumento aparente en la relación recompensa-riesgo; el aumento potencial de su riqueza al retorcer las reglas y engañar al público puede parecer extremadamente grande en relación con el riesgo de que lo atrapen, multen y expongan a la vergüenza pública. Puede que algunos hayan calculado que pueden amasar una gran fortuna porque la posibilidad de que sean detectados es baja; también es posible que sigan conservando la mitad si los pillan. Las probabilidades de ir a la cárcel son bajas, y las penas por crímenes de cuello blanco son como clubs de campo modestos con vestimenta modesta y pistas de tenis de superficie dura.

El crac y el pánico, con su lema de *sauve qui*

peut, induce a muchos a engañar en su esfuerzo por evitar la bancarrota u otro desastre financiero. Un engaño pequeño hoy puede evitar una catástrofe mañana. Cuando termina el auge y las pérdidas se vuelven evidentes, algunos individuos apostarán fuerte a que un resultado exitoso proporcionará una huida de lo que de otra manera podría ser un desastre.

Nick Leeson era un empleado modesto —uno de cinco o seis trabajadores— en la oficina de Singapur de Baring Brothers, un venerable banco comercial de Londres. Leeson negociaba con opciones de acciones y en especial con opciones en el Nikkei, el índice principal en Tokio. La oficina londinense de Baring había establecido un límite para las posiciones de Leeson, la cantidad máxima del capital de la empresa que podía arriesgar. Leeson compraba y vendía opciones *call and put* en el Nikkei; la compra de una opción *call* era una apuesta por que las acciones japonesas

aumentarían de precio, y la compra de una opción *put* era una apuesta a que las acciones japonesas iban a bajar de precio. La venta de una opción *call* era una apuesta a que el Nikkei no iba a aumentar significativamente de precio y la venta de una opción *put* era una apuesta a que el Nikkei no iba a bajar significativamente. Cuando Leeson compraba opciones *call* u opciones *put*, tenía que pagar una prima a los vendedores de las opciones, que estaban adquiriendo el precio de riesgo; cuando vendía las opciones, ganaba la prima porque estaba adquiriendo el precio de riesgo.

Según parece alguien en la oficina de Leeson cometió un error en una transacción que condujo a una pérdida en su cuenta comercial. En lugar de reconocer el error al jefe de la delegación de Baring, Leeson vendió algunas opciones *put* en el Nikkei; su plan era utilizar los ingresos extra para cubrir la pérdida por el error comercial. Sin embargo, el terremoto de Kobe provocó una caída

importante en los precios de la Bolsa de Tokio, de manera que incurrió en una pérdida en el contrato de las opciones que era mucho mayor que los ingresos extra. Entonces, Leeson «dobló su apuesta» con la esperanza de que la ganancia del contrato nuevo iba a cubrir las pérdidas anteriores, la posición quedaría equilibrada y nadie se daría cuenta en la casa matriz. Desgraciadamente para Leeson, perdió en su segunda apuesta. Cada vez que su posición caía en pérdidas, volvía a «doblar» la apuesta con la esperanza de que hubiera llegado su momento de ganar. Así siguió, hasta que las pérdidas acumuladas en su cuenta comercial equivalían más o menos al capital de Baring. Probablemente Leeson realizó cuatro o cinco apuestas perdedoras de una tacada. Considerando la probabilidad de que hubiera realizado cinco tiradas perdedoras en la tradicional tirada de moneda: una serie de cinco dentro de una serie más amplia representa una

probabilidad de 1 a 32. Si hubiera ganado una de las apuestas, sus desventuras no habrían llegado a las primeras páginas y no se habría pasado dos años en una prisión de Singapur.

La galería de intermediarios deshonestos incluye a John Rusnak de la oficina de Baltimore del Allied Irish Bank que perdió 750 millones de dólares en el mercado de divisas antes de que el jefe de su departamento en Dublín se diera cuenta de la extensión de las pérdidas. Yasuo Hamanaka de la oficina de Nueva York del Banco Sumitomo perdió varios miles de millones de dólares en el mercado del cobre. Cinco intermediarios del National Australia Bank en Sidney perdieron varios cientos de millones de dólares en el mercado de divisas.

Leeson, Rusnak y los australianos realizaron una serie amplia de apuestas perdedoras antes de que los descubrieran. Sus problemas llegaron a las portadas porque se quedaron sin dinero en efectivo

para cubrir las apuestas perdedoras antes de realizar la apuesta ganadora.

Es alta —muy alta— la probabilidad de que hayan existido otros intermediarios deshonestos que empezaron como Leeson y Rusnak e incurrieron en pérdidas en dos o tres de cuatro de sus apuestas de «doble o nada» antes de volver a ganar. El capital del banco no se vio afectado y su comportamiento ilegal y fraudulento no fue detectado.

La perspectiva del fraude financiero en este capítulo es descriptiva y anecdótica. *El Libro Guinness de los Récords* no tiene aún un capítulo sobre la magnitud de las estafas y los fraudes financieros. Las argucias financieras ya tuvieron lugar en la expansión económica de los EE. UU. después de la Guerra Civil, y los fraudes se extendieron durante la Edad Dorada de la década de 1880. A finales de la década de 1920 unos cuantos banqueros siguieron vendiendo los bonos

de numerosos países latinoamericanos después de que les hubieran informado que dichos países habían dejado de pagar los intereses.

El BCCI —el Bank of Credit and Commerce International— fue uno de los grandes beneficiarios de la crisis de los precios del petróleo en la década de 1970. El BCCI se había constituido en Pakistán; después la entidad estableció una red de filiales y subsidiarios por todo Oriente Medio y en Londres, y a partir de ahí en algunas de las principales capitales de Europa y África. El BCCI prosperó a raíz del aumento de los precios del petróleo en la década de 1970; Oriente Medio se inundó de dinero y una parte de sus primeros depositarios fueron jeques ricos del golfo Pérsico. El BCCI se orientó sutilmente hacia los depositarios musulmanes. El BCCI concedió préstamos grandes a los gobernantes por razones políticas, que facilitaron sus problemas con las regulaciones y ayudaron a su expansión.

Es posible que el BCCI haya sido uno de los esquemas Ponzi más grandes en la época anterior a Madoff. Los créditos fallidos fueron refinanciados, de hecho retrasando el reconocimiento de las pérdidas. Algunos de los créditos del BCCI a un magnate naviero quedaron impagados, y el banco utilizó una contabilidad fraudulenta para esconder las pérdidas; sobornaron a los auditores. El BCCI negociaba extensamente con opciones para cubrir las pérdidas de los créditos, y la entidad reconocía opciones «*in the money*» a su valor de mercado y valoraba a cero las opciones «*out of the money*», en las que tenía pérdidas. El BCCI se siguió expandiendo mientras pudo vender sus depósitos a su «clientela cautiva».

Cuando la burbuja implosionó en Japón a principios de la década de 1990, los grandes bancos con sede en Tokio y Osaka incurrieron en grandes pérdidas con sus créditos concedidos para financiar la compras inmobiliarias y bursátiles.

Algunos de los bancos regionales en Japón habían incurrido en pérdidas aún más grandes en sus créditos. Muchos de sus préstamos para campos de golf, hoteles y parques de atracciones se concedieron para promocionar las economías locales. La tradición de que había que devolver los préstamos no estaba bien establecida en Japón; en su lugar la práctica era que los prestatarios utilizarían el dinero de nuevos préstamos para pagar los intereses de los créditos ya concedidos de manera que su deuda aumentaba al ritmo del tipo de interés. Esta práctica de «finanzas siempre verdes» fue segura mientras el ritmo de incremento del valor de las propiedades era más alto que el tipo de interés.

En cuanto los precios inmobiliarios empezaron a declinar se empezaron a conocer algunos de los tejemanejes del proceso de aprobación de los créditos. Una mujer que era propietaria de un pequeño restaurante en Osaka había pedido

prestado en yenes el equivalente a varios miles de millones de dólares de la delegación local del Banco Sumitomo; tenía una «relación amistosa» con el banquero local. Algunos de los tasadores inmobiliarios del banco habían sido sobornados —o quizás asustados— por la *yakuza*, que había llegado a la conclusión que la forma menos arriesgada de robar un banco era conseguir préstamos basados en valoraciones altamente infladas de propiedades inmobiliarias que se presentaban como aval. Los altos ejecutivos de muchos de los grandes bancos regionales concedieron créditos a promotores inmobiliarios para que pudieran comprar terrenos que eran propiedad de los ejecutivos del banco. Algunos altos funcionarios del antiguo Ministerio de Finanzas fueron entretenidos en un «restaurante shabu-shabu sin braguitas» que tenía un suelo de espejo; se sospecha que estos funcionarios proporcionaron información privilegiada a sus

anfitriones sobre los cambios inmediatos en las regulaciones financieras.

Cuando las burbujas inmobiliarias en Tailandia, Malasia y otros países asiáticos cercanos implosionaron y los bancos incurrieron en grandes pérdidas, apareció de repente «el capitalismo de los amiguetes»: un trato de favor a ciertos prestatarios que de alguna manera no había sido evidente en los primeros años del crecimiento económico exuberante. Indonesia había sido un «negocio familiar de los Suharto» durante más de treinta años, y con un éxito remarcable si se mide por el aumento de su PIB. Cuando Indonesia iba bien, los bancos eran felices al conceder préstamos a las empresas de negocios encabezadas por los hijos del presidente Suharto; de hecho algunos de los bancos también estaban encabezados por sus hijos. Los bancos no estaban especialmente preocupados sobre si los proyectos que se iban a financiar con los créditos iban a ser

rentables.

Uno de los titulares persistentes de las finanzas norteamericanas a principios de la década de 1980 fue el desastre financiero inmediato de las asociaciones americanas de ahorro y crédito y las cajas de ahorro mutualistas de los EE. UU.: instituciones de ahorro que se habían establecido para ayudar a los americanos con medios financieros limitados a comprar su primera residencia. Las instituciones de ahorro utilizaron los fondos obtenidos de la venta de depósitos con vencimientos a corto plazo para comprar hipotecas a interés fijo con vencimientos a largo plazo. Como los vencimientos no coincidían, las instituciones de ahorro adquirieron un «riesgo de transformación» (a veces llamado «riesgo de duración») de que los tipos de interés a corto plazo aumentarían en términos relativos frente a los tipos de interés a largo plazo, y el exceso de tipo de interés que ganarían en sus créditos estaría

por encima del interés pagado a los depósitos, que declinaría, y que incluso podría llegar a ser negativo. Las instituciones de ahorro habían vivido con este riesgo durante cincuenta años porque los tipos de interés en los depósitos a corto plazo habían estado regulados por las agencias gubernamentales de los EE. UU. para limitar una competición de precios «excesiva» entre los bancos y las instituciones de ahorro para captar depósitos. Sin embargo, en la segunda mitad de la década de 1970, subieron los tipos de interés sobre los títulos en dólares americanos, y muchos particulares retiraron su dinero de las instituciones de crédito para comprar bonos del Tesoro de los EE. UU. y fondos del mercado de divisas que ofrecían tipos de interés más altos de los que se permitía pagar a las instituciones de ahorro.

El problema para las instituciones de ahorro era que si subían los tipos de interés sobre sus depósitos hasta los niveles que eran competitivos

con los tipos de interés de los bonos del Tesoro de los EE. UU. (asumiendo que pudieran conseguir que los reguladores subiesen el techo de los tipos de interés), entonces sus pagos de intereses iban a ser más altos que los tipos de interés que estaban ganando con sus hipotecas y su capital se iría erosionando y al final desaparecería. Si por el contrario vendían hipotecas para reducir el exceso de sus pagos de intereses por encima de sus ingresos por intereses, incurrirían en pérdidas grandes e inmediatas porque los precios de venta de las hipotecas serían inferiores —probablemente muy inferiores— a los precios que habían pagado por ellas.

La mayoría de las instituciones de ahorro decidieron pagar tipos de interés más altos sobre los depósitos; era preferible una muerte lenta. Cada institución de crédito podría estimar la tasa mensual de reducción de su capital, y proyectar la fecha en que su capital se hubiera agotado por

completo.

Cientos y después miles de estas instituciones de ahorro quebraron. Inicialmente las instituciones de ahorro quebradas pasaron a manos de la Federal Savings and Loans Insurance Corporation o la Federal Deposit Insurance Corporation, las agencias de garantías de depósito del gobierno de los EE. UU. Estas agencias gubernamentales venderían los préstamos buenos de las instituciones de ahorro quebradas y utilizarían el dinero de la venta de dichos créditos y sus reservas acumulados para pagar a los depositarios el cien por cien de cada dólar depositado.

Las reservas acumuladas y el capital del FLIC y el FDIC, que se habían acumulado a lo largo de casi cincuenta años, quedaron rápidamente exhaustos. Entonces las agencias de garantía de depósitos no pudieron seguir haciendo frente al cierre de estas instituciones de crédito con valor neto negativo porque no tenían suficiente dinero

para hacer frente a sus garantías de depósito; necesitaban un subterfugio para permitir que las instituciones de ahorro quebradas siguieran abiertas. Descubrieron la política de «tolerancia», que permitía a estas instituciones de ahorro en bancarrota seguir en el negocio.

Inevitablemente las pérdidas del FSLIC y del FDIC se habrían tenido que cubrir, ya fuera mediante una transferencia de dinero de los contribuyentes desde el Tesoro de los EE. UU., o por el aumento en la prima del seguro de depósitos que se cargaba sobre los bancos e instituciones de ahorro supervivientes. Estos bancos e instituciones de ahorro se opusieron vehementemente a pagar primas más altas para cubrir las pérdidas de sus competidores quebrados.

Numerosos miembros del Congreso de los EE. UU. paralizaron los esfuerzos para obtener fondos del Tesoro de los EE. UU. para que el FSLIC y el FDIC pudieran compensar a los

depositarios y cerrar las instituciones quebradas; estos cargos electos querían usar el desastre financiero para forzar una desregulación de la industria de los servicios financieros. Algunas de las instituciones de ahorro quebradas fueron «recapitalizadas» como «instituciones fénix»; una institución de ahorro quebrada compraba a otra y la parte de los activos del balance de la institución compradora se incrementaba con una gran aportación de «fondo de comercio» y se producía el aumento correspondiente en su capital. La idea —con mayor precisión, la esperanza— era que durante los siguientes veinte o treinta años los beneficios de las instituciones compradoras serían suficientes de manera que podrían amortizar el fondo de comercio y su valor neto negativo.

Algunos empresarios tuvieron la brillante idea de que la manera de salvar a las instituciones de ahorro quebradas era ayudarlas a aumentar rápidamente sus depósitos y créditos de manera

que sus beneficios sobre las hipotecas y los préstamos nuevos serían mayores que sus pérdidas con las antiguas hipotecas a tipos de interés bajo. En 1982 el Congreso de los EE. UU. redujo las regulaciones aplicadas a las instituciones de ahorro, lo que significaba que se les permitiría comprar títulos de casi cualquier tipo. Al mismo tiempo el techo de los depósitos máximos garantizados que tuviera cualquier particular en una institución de ahorro concreta aumentó de los 40.000 a los 100.000 dólares. (Sin embargo, los particulares se podían saltar con facilidad este techo mediante la adquisición de depósitos bajo versiones ligeramente diferentes del mismo nombre; es posible que el señor Jones tuviera un depósito garantizado de 100.000 dólares, la señora Jones un depósito garantizado de 100.000 dólares, y el señor y la señora Jones juntos podían tener un tercer depósito garantizado de 100.000 dólares. Y la familia Jones podía comprar por

separado depósitos garantizados para cada uno de sus hijos, al igual que una serie de depósitos en cuentas conjuntas de los niños.)

Estas instituciones de ahorro quebradas estaban ansiosas por comprar cualquier préstamo o título que ofreciese tipos de interés relativamente altos, y así se convirtieron en uno de los «mercados naturales» para los bonos basura. Inicialmente el suministro de bonos basura se había limitado a estos «ángeles caídos»; eran bonos que habían perdido su grado de calificación de inversión porque las empresas que los habían emitido estaban pasando por un mal momento. La pérdida del grado de calificación de inversión significaba que algunas instituciones financieras no podían seguir manteniendo estos bonos, de manera que los tipos de interés aumentaron de forma acusada.

Michal Milken de Drexel Burnham Lambert desarrolló algunas innovaciones mercantiles que

incrementaron enormemente tanto la demanda como el suministro de bonos basura. La bajada de los tipos de interés y el aumento en la tasa del crecimiento económico en la década de 1980 provocó un ambiente propicio para el crecimiento del mercado de bonos basura. El argumento de venta era que el exceso de los tipos de interés en los bonos basura por encima de los tipos de interés en los bonos con calificación de inversión era mucho más grande que las pérdidas en las que podían incurrir los propietarios de los bonos si quebraba uno de estos prestatarios.

Milken proporcionó financiación a algunos de sus amigos y asociados para conseguir el control de instituciones de ahorro, compañías de ahorro y otras firmas que podrían ser compradores «naturales» de los bonos basura. Milken proporcionaba «cartas de conformidad» a empresarios que estaban estudiando la toma del control de empresas establecidas, asegurándoles

que Drexel podía conseguir todo el dinero que necesitasen. Una vez que sus amigos conseguían la propiedad de estas empresas industriales, las firmas emitirían bonos basura que serían comercializados por Drexel, y Milken colocaría estos bonos en las instituciones de ahorro y compañías de seguros que estaban controladas por sus amigos. Drexel estableció sus propios fondos mutualistas que comprarían los bonos basura que había comercializado.

Milken tenía una máquina de fabricar dinero. Drexel se quedaba con los honorarios de intermediación cuando las firmas de sus clientes emitían nuevos bonos basura, honorarios para vender los bonos a los fondos mutualistas, honorarios de venta por colocar las acciones de los fondos mutualistas al público americano, y honorarios de gestión por administrar los fondos mutualistas.

Merril Lynch —el omnipresente Merrill—

empezó a intermediar depósitos para las instituciones de ahorro; las instituciones de ahorro en California y el sudoeste empezaron a ofrecer tipos de interés mucho más altos y el ejército de miles de intermediarios de Merrill se convirtió en el canal para mover el dinero por el país hacia las instituciones de ahorro controladas por los amigos de Milken. Los depósitos que estaban vendiendo las instituciones de ahorro estaban garantizados por el Tesoro de los EE. UU., que era lo único que querían saber los compradores de estos depósitos.

Pocos de los piratas corporativos financiados por Milken tenían experiencia industrial. Utilizaron el dinero del Tío Sam —dinero obtenido de la venta de depósitos garantizados por el gobierno de los EE. UU.— para adquirir más de cincuenta empresas. Con frecuencia «pagaron de más» por esas empresas, pero pagaban con el dinero del Tío Sam.

Muchas de las empresas fueron incapaces de

ganar lo suficiente para pagar el interés de los bonos basura emitidos. No había de qué preocuparse, estas empresas emitieron títulos nuevos que les aliviaron de la obligación de pagar el interés sobre sus bonos emitidos y las instituciones de ahorro amigas de Milken también compraron estos bonos. La máquina de fabricar dinero siguió funcionando mientras el mercado de bonos basura siguió en expansión. (¿Se trata de una reminiscencia de las finanzas de Ponzi?) Sin embargo, el mercado de los bonos basura se colapsó a finales de la década de 1980, después de que los reguladores federales cambiaran las reglas, de manera que las instituciones de ahorro no podían seguir comprando este tipo de bonos. Del mercado de los bonos basura desapareció la liquidez; los precios de estos bonos cayó con fuerza, y los detentadores de bonos tuvieron grandes pérdidas. La mayor parte de los bonos basura que llegaron al mercado en la década de

1980 estaban intermediados por Drexel, y casi la mitad de las emisiones de estos bonos basura quebraron. Drexel incurrió en grandes pérdidas en sus inversiones en estos bonos y quebró en 1992.

Al final, el desastre de las instituciones de ahorro costó al gobierno federal más de 100 mil millones de dólares. Si el Congreso de los EE. UU. hubiera suministrado a las agencias de garantías de depósito el dinero para cerrar las instituciones de ahorro quebradas a principios de la década de 1980, cuando desapareció su capital, el coste para el contribuyente americano se habría situado entre los 20 y los 30 mil millones de dólares. Gran parte del exceso del coste real sobre el coste probable en que habrían incurrido si las instituciones de ahorro quebradas se hubieran cerrado de manera adecuada y en su momento, fue consecuencia del coste de cerrar las instituciones de ahorro quebradas que se habían convertido en grandes compradoras de bonos basura.

Milken y su familia se convirtieron en multimillonarios y seguramente lo siguieron siendo después de pagar una multa o penalización de 550 millones de dólares y pasar treinta meses en un «club de campo» federal (prisión de mínima seguridad).

Hechos y leyendas sobre los bonos basura

Las adquisiciones corporativas y los bonos basura han dado lugar a una literatura interesante. Consideremos tanto los títulos de ficción como los de no ficción. *La hoguera de las vanidades* de Tom Wolfe es una descripción destacable de los valores de la élite financiera de Nueva York. *Predator's Ball* de Connie Bruck es una descripción de una fiesta anual de compradores y vendedores de bonos basura. *Nabisco: la caída de un imperio* es una historia sobre la toma de control de RJR Nabisco; resulta difícil decidir quiénes son menos atractivos: los compradores potenciales o el objetivo a comprar. El título de James Stewart *Den of Thieves* ofrece las claves de la historia de Milken y sus amigos. *A*

License to Steal de Ben Stein proporciona la crónica de las grandes quiebras corporativas en las décadas de 1980 y 1990, y la relación de los que tenían sus títulos intermediados por Drexel Burnham Lambert.

Fraudes y robos en la década de 1990

En la segunda mitad de la década de 1990 en los Estados Unidos se produjo una cosecha récord de chanchullos, estafas y fraudes. Como se ha esbozado antes, Enron se encontraba a la cabeza de esta lista de las empresas envueltas en el fraude y las argucias asociadas con el auge del mercado bursátil; la empresa había nacido de la fusión de dos gasoductos regulados. Enron tenía dos «brazos»: «Enron Heavy» realizaba grandes inversiones en plantas de generación de electricidad en la India y en sistemas de suministro

de agua en Gran Bretaña y México. «Enron Light» inició una rápida expansión en la producción y comercialización de electricidad, gas natural, banda ancha y cualquier otra cosa con la que se pudiera comerciar en el mercado al por mayor; la prensa jaleó a Enron como la empresa más importante en el proceso de desregularización del mercado de la electricidad. La rápida expansión de los dos brazos de Enron requería grandes cantidades de dinero para invertir en plantas y equipos, para comerciar con títulos, y para software. Enron vendió un montón de bonos y proporcionó beneficios sustanciales a sus bancos de inversión primarios: Merrill Lynch y Salomon Smith Barney. En su punto más alto, la capitalización bursátil de la empresa era de 250 mil millones de dólares, el valor de mercado de sus acciones a 100 dólares se encontraba por encima de los 200 mil millones y el valor de mercado de su cartera pública de bonos era de 40

mil millones de dólares.

Poco después de iniciarse la caída aguda de los precios bursátiles de los EE. UU. en el año 2000, Enron —en su momento presentada (por sus propias acciones de relaciones públicas) como la séptima empresa más grande en los Estados Unidos y descrita por la revista *Fortune* como una de las empresas más innovadoras del país— se declaró en bancarrota. El valor de mercado de las acciones era cero, y el valor de mercado de los bonos cayó en picado.

Un tema intrigante es en qué momento los principales ejecutivos de Enron llegaron al proverbial «desvío en el camino» e iniciaron su camino sinuoso hacia el chanchulleo financiero. Una gran parte de la compensación total de los altos ejecutivos de Enron vendría de la venta de las opciones sobre acciones que habían recibido de la compañía como incentivo. Cuanto más rápida la tasa de crecimiento de los beneficios de Enron,

mayor el precio de las acciones de Enron; a mayor valor de las opciones, más ricos los propietarios de las opciones. Los altos ejecutivos de Enron tenían una razón muy poderosa para mantener el crecimiento de los beneficios, puesto que su riqueza personal se veía impulsada por el valor de las acciones.

Enron estaba respondiendo a los desafíos presentados por los analistas bursátiles en Wall Street. Trimestre a trimestre, los analistas predecían al céntimo los beneficios por acción. Había muchos ejemplos de empresas que habían fracasado en alcanzar las estimaciones de beneficios; el valor de sus acciones cayó de un 10 a un 20 %. Los directivos financieros de Enron, así como los de otras empresas, tenían grandes incentivos para «homogeneizar» los beneficios para alcanzar las estimaciones de los analistas de Wall Street.

Enron había entrado en acuerdos de venta y

leasing con Merrill Lynch y JP Morgan para algunas barcazas de generación eléctrica en Nigeria. Merrill y Morgan pagaron por encima de los precios de mercado por las barcazas de manera que Enron pudo obtener un beneficio con su venta, que contribuiría al beneficio declarado por Enron para ese año. Merrill y Morgan no son instituciones de beneficencia; como habían pagado por las barcazas por encima de los precios de mercado, los pagos anuales que les estaban cargando por el leasing eran correspondientemente más altos. Desde el punto de vista de Enron, el aumento de los beneficios en el año uno sería a costa de los beneficios de los años siguientes.

Enron estaba rebuscando para aumentar los beneficios de este año sin tener en cuenta el impacto negativo en los beneficios del año siguiente. El problema del aumento de los beneficios del año siguiente se podría resolver al año siguiente.

Enron había otorgado un valor muy alto en algunos esotéricos contratos futuros que estaban pensados para madurar en cinco o diez años y que no tenían precios de mercado inmediatos. Enron aumentó el valor otorgado a estos contratos de un año al siguiente, y el incremento en estos valores contribuyó al beneficio reconocido por Enron; un remedo de la década de 1990 de la exageración de Billie Sol Estes sobre el número de tanques de fertilizantes que había alquilado.

Los arreglos financieros de Enron provocaron un aumento en los beneficios reconocidos de más de mil millones de dólares en el momento en que la empresa estaba ocultando deudas sustanciales, que estaban escondidas fuera del balance, financiando participaciones en sociedades, los llamados vehículos o créditos de financiación especial (SFV, en sus siglas en inglés). Muchos bancos y empresas industriales utilizaban estos SFV para eliminar deuda de sus balances, de

manera que tenían una posición más ventajosa para aumentar las cantidades que podían pedir prestadas. Las normas contables establecían que estas SFV se podían considerar entidades independientes siempre que el 3 % del capital en estos SFV estuviera en mano de «particulares sin relación entre sí». Enron era propietario del 97 % de las sociedades y algunos de los particulares propietarios del 3 % restante eran empleados de alto nivel y algunos eran los banqueros de la empresa. Estos banqueros estaban ansiosos por prestar e invertir en estas sociedades porque Enron era una fuente de grandes ingresos asegurados. Estas sociedades tenían nombres derivados de *La guerra de las galaxias*: JEDI, Chewco y otros más. Las sociedades pedían prestado a los bancos y otros prestamistas como si fueran independientes de Enron y después invertían los fondos en Enron.

Enron utilizaba parte del dinero obtenido de

los préstamos a los SFV para apoyar el precio de sus propias acciones. Esto es más o menos una estrategia Nick Leeson para quebrar; si caía el precio de las acciones, entonces el valor de las sociedades bajaría y se encontrarían «sumergidas». Pero ésta era la práctica tradicional y la habían utilizado los ferrocarriles americanos en el siglo XIX.

El colapso de Enron provocó la desaparición de Arthur Andersen, que anteriormente había sido la más respetada de las grandes empresas de auditoría de los EE. UU., aunque en los años anteriores Andersen había sido denunciado por los acreedores del Baptist Hospital de Arizona, de Waste Management y de otros muchos clientes de la auditoría que habían tenido dificultades. Andersen fue acusado de destruir documentos después de que la SEC hubiera iniciado su investigación sobre las finanzas de Enron.

Andersen había estado vendiendo a Enron

servicios de auditoría por valor de 2 millones de dólares y 25 millones en servicios de consultoría. La conclusión fue que el deseo de Andersen de retener los ingresos por consultoría ensombreció su juicio sobre la manera correcta de cómo debía medir Enron sus beneficios, y esto es una forma caritativa de decirlo. Andersen fue condenada por obstrucción a la justicia en junio de 2002; cientos de sus clientes no querían verse asociados con una empresa con una reputación manchada, y la empresa cerró. Andersen fue sólo uno de los grupos exteriores que habían sido captados por Enron; su consejo de dirección presentaba múltiples conflictos de intereses porque algunos de sus miembros recibían ingresos de la empresa por labores de consultoría. Enron había establecido numerosos grupos de asesores, normalmente de los medios de comunicación, con una retribución de 25.000 dólares anuales por una reunión al año. El presidente de Enron, Kenneth

Lay («Kenny boy» en algunos círculos políticos en Washington) era también el mayor contribuyente de ciertos políticos.

Se presentaron cargos criminales contra más de treinta ejecutivos de Enron. Se produjeron tres tipos principales de chanchullos financieros; el elemento general fue sobreestimar los ingresos y subestimar el crecimiento del endeudamiento. Algunos de los altos ejecutivos también subestimaron sus ingresos ante el Internal Revenue Service (la Agencia Tributaria de los EE. UU.). Kenneth Lay y otros fueron acusados de proporcionar información engañosa sobre la salud financiera de la empresa. Cuatro fueron declarados culpables después de sus juicios y uno fue absuelto; quince se declararon culpables.

Jeffrey Skilling, el número dos de Enron, fue acusado de treinta y cinco violaciones de la ley, incluyendo conspiración, fraude bursátil, fraude en las comunicaciones y tráfico de información

privilegiada, y recibió una larga sentencia de cárcel (24 años y 4 meses) en 2006. Andrew Fastow, el director financiero, se declaró culpable de conspiración para cometer fraude bursátil y fue condenado a un mínimo de diez años sin posibilidad de libertad condicional; Leah Fastow, su esposa, se declaró culpable de fraude fiscal y fue encarcelada durante seis meses. Ben Glisan, el tesorero de la corporación, se declaró culpable de fraude bursátil y de las comunicaciones, y recibió una sentencia de cinco años. Michael Kopper, un ejecutivo financiero, se declaró culpable de fraude y blanqueo de dinero. Los antiguos directores de Enron aceptaron un acuerdo de 168 millones de dólares por una demanda presentada por los accionistas; 13 millones de dólares de dicha cantidad salió de sus bolsillos y el resto, de la liquidación de una póliza de seguro. Lehman Brothers pagó 222 millones de dólares como parte de este acuerdo y el Bank of America pagó 69

millones de dólares.

WorldCom había sido una de las empresas de telecomunicaciones de crecimiento más rápido en la década de 1990, con más de sesenta adquisiciones. Bernie Ebbers, de origen canadiense, antiguo profesor de gimnasia en el instituto y entrenador de baloncesto en Jackson, Mississippi, fue el genio de esta expansión rápida. Los ingresos por acción de WorldCom aumentaron a un ritmo tan rápido que la relación del precio de sus acciones respecto a sus beneficios era mayor que el valor de las acciones que se estaban adquiriendo. WorldCom pagó por sus adquisiciones mediante el intercambio de las acciones recién emitidas de WorldCom por las acciones de las empresas que estaban adquiriendo.

Los ingresos por acción de WorldCom estaban aumentando a un ritmo rápido porque estaba «comprando» los ingresos de las empresas que tenían un precio inferior de sus acciones.

(WorldCom no se podía permitir la compra de una empresa con un valor de su acción más alto que el suyo porque esto conduciría a una caída en la tasa de crecimiento de sus ingresos.) Ebberts estaba cabalgando sobre el tigre proverbial: para mantener alto el precio de las acciones de WorldCom, la empresa tenía que seguir comprando otras empresas que tenían menor valor bursátil. Como estas adquisiciones provocaron un aumento en el tamaño de WorldCom, la única forma para que pudiera mantener el crecimiento rápido de los ingresos era adquirir empresas cada vez más grandes. El problema —el problema genérico de los que incrementan sus ingresos por acción mediante adquisiciones— era que el número de empresas que seguían siendo objetivos atractivos se estaba reduciendo a medida que WorldCom se hacía más grande.

La última adquisición de WorldCom fue MCI, una de las empresas más innovadoras en la

industria de las telecomunicaciones en los EE. UU.; a través del uso de sus torres de microondas había roto el monopolio de AT&T en los servicios de telefonía a larga distancia. MCI era tan grande que la empresa resultante fue rebautizada como MCIWorldCom. En el esfuerzo por mantener el crecimiento de sus ingresos, MCIWorldCom intentó una fusión con US Print, pero la propuesta fue bloqueada por las autoridades reguladoras de los EE. UU.

Poco después MCIWorldCom quebró, en aquel momento la bancarrota más grande en la historia de los EE. UU. Investigaciones posteriores revelaron que los directores financieros de la empresa habían sobreestimado los ingresos al declarar que 4.800 millones de dólares de gastos diarios eran «inversiones», al final los números escamoteados ascendían a 10 mil millones de dólares. La razón principal para este fraude contable era mantener el crecimiento de los

ingresos para apoyar el precio de las acciones. Dos de los altos ejecutivos de WorldCom fueron arrestados y acusados, se declararon culpables y acabaron en la cárcel.

Después se supo que MCI había prestado a Bernie Ebbers más de 400 millones de dólares en créditos que no figuraban en los libros. Ebbers había utilizado sus acciones de WorldCom como aval para el préstamo, y usó parte del dinero obtenido mediante el crédito para comprar más acciones de WorldCom. Ebbers se saltó la primera lección inversora: diversificar los activos.

Enron y WorldCom se convirtieron en víctimas de su propio éxito. Los analistas bursátiles en Wall Street han desarrollado la práctica de pronosticar los ingresos trimestrales de cada empresa. Si la empresa no alcanza los objetivos de ingresos, el valor de las acciones baja del 15 al 20 %. Un golpe duro. Por eso los altos ejecutivos financieros empezaron a entrar en el juego,

siguiendo dos caminos. Si los beneficios pronosticados iban a ser mucho más altos de lo anticipado, tenían un incentivo para adelantar gastos o retrasar facturas, es decir, posponer el reconocimiento de ingresos. La razón era que los analistas de Wall Street iban a elevar el nivel, y lo que podía ser un incremento puntual de los ingresos se podía convertir en un punto de referencia nuevo y más alto. Por el contrario si los ingresos comunicados por la empresa eran menores de los estimados, tenían un gran incentivo para «tomar prestados» ingresos del futuro al retrasar pagos o adelantar facturas. El problema se agudizaría al trimestre siguiente.

El juicio de Bernie Ebbers, acusado de engañar al público sobre la situación financiera de la empresa, se inició en enero de 2005. Sus abogados alegaron que fue engañado por Scott Sullivan, el director financiero de WorldCom, y Sullivan declaró que Ebbers dirigió el fraude para

obtener una reducción en su condena. Diez de los antiguos directores de WorldCom aceptaron pagar 18 millones de dólares de su bolsillo como parte de un acuerdo de 54 millones de dólares con los accionistas. Ebbers fue condenado a 25 años de cárcel.

Dennis Kozlowski, presidente de Tyco, un conglomerado de 200 mil millones de dólares, y Mark Swartz, su director financiero, fueron acusados por el gobierno federal de saquear cientos de millones de dólares de Tyco de dos formas: se gratificaron con opciones para comprar acciones de Tyco sin la aprobación de los directores de Tyco, y cargaron sobre la tesorería de Tyco sus gastos personales. Los federales armaron mucho revuelo con la cortina de baño de 6.000 dólares y la fiesta de cumpleaños de 2 millones de dólares de la segunda señora Kozlowski en Cerdeña; Tyco asumió el 50 % del coste de la fiesta. La prensa informó que una de las

estrellas de la fiesta fue una escultura de hielo del *David* de Miguel Ángel, que dispensaba vodka desde una parte vital de la parte inferior de su cuerpo.

Tyco había adquirido varios centenares de empresas de una gran variedad de industrias, que pagó en su mayor parte con acciones, pero de vez en cuando con dinero obtenido con la venta de bonos y préstamos de los bancos. Tyco manipuló los ingresos de estas empresas que estaba a punto de adquirir. Después de que hubieran aceptado la compra, sus ingresos serían drenados o reducidos temporalmente; después los ingresos aumentarían cuando se integrasen en la familia Tyco, con lo que contribuirían al rápido crecimiento de los ingresos de Tyco.

Tyco también estaba preocupado por sus costes y en especial por los impuestos; el cuartel general operativo de la empresa se encontraba en New Hampshire (un estado sin impuestos sobre la

renta ni sobre el consumo) y su cuartel general legal se encontraba en las Bermudas, lo que permitía a la empresa evitar el impuesto de sociedades de los EE. UU. El Estado de Nueva York alegó que Kozlowski no había pagado el impuesto al consumo de un millón de dólares por pinturas que había comprado en la ciudad de Nueva York al declarar que las pinturas serían enviadas a New Hampshire; las cajas vacías que habían contenido las pinturas fueron enviadas allí después de que los cuadros acabasen en el apartamento neoyorquino de Kozlowski.

Kozlowski fue declarado culpable en un segundo juicio, porque el primero había acabado con un jurado incapaz de llegar a un veredicto. Tyco, a diferencia de Enron y MCIWorldCom, no quebró; el fraude fue personal, no corporativo.

La familia Rigas fue acusada por el gobierno federal de saquear 2.300 millones de dólares de Adelphi Communications, el sexto sistema de

cable más grande de los Estados Unidos; las transgresiones de la familia combinaron elementos de las malas conductas de Enron y WorldCom. La familia recogió más de 3 mil millones de dólares en préstamos fuera del balance; la compañía infló gastos de capital y escondió deudas. Adelfia había empezado como una pequeña empresa familiar; y en estas situaciones las fronteras entre las cuentas personales y las cuentas de la empresa son con frecuencia borrosas. Muchos de los préstamos pedidos por la empresa estaban avalados por la familia, y muchos de los créditos pedidos por la familia Rigas estaban garantizados por la empresa. La familia pedía prestado en su mayor parte para utilizar el dinero para apoyar las acciones de la empresa. El antiguo director financiero y al antiguo vicepresidente se declararon culpables. Dos de los miembros de la familia Rigas fueron condenados.

El fundador y presidente de HealthSouth,

Richard Scrushy, fue acusado por un fraude contable de cerca de 3 mil millones de dólares; el juicio se inició en enero de 2005, en el que fue absuelto, aunque se reconoció que había cometido un fraude. Scrushy declaró que el fraude fue cometido por sus subordinados y éstos alegaron que él había ideado el fraude para reducir su condena. En el segundo juicio fue declarado culpable de una serie de cargos y encarcelado; más tarde, en un juicio civil, se le ordenó pagar una multa 2.860 millones de dólares, quizá la más alta en la historia de los EE. UU., según la información del *Wall Street Journal*.

Sam Waksal, fundador y promotor de ImClone, acabó en una prisión federal después de declararse culpable de seis acusaciones federales. Waksal había indicado a su padre y a su hija que vendiesen sus acciones de la empresa porque al día siguiente la Food and Drug Administration iba a emitir un comunicado adverso, que iba a

provocar una caída en el valor de las acciones.

Es posible que la estancia en una prisión federal durante cinco meses de Martha Stewart estuviera relacionada con la decisión de Sam Waksal de vender sus acciones en ImClone. Stewart vendió sus acciones pero negó que hubiera recibido información de Waksal. Una coincidencia interesante. El gobierno federal acusó a Stewart de «obstrucción a la justicia». Fue declarada culpable y acabó en la cárcel.

Richard Grasso, presidente y consejero delegado de la Bolsa de Nueva York (NYSE), acabó en los titulares con la noticia de que su plan de jubilación ascendía a 150 millones de dólares. La NYSE es propiedad de sus miembros, a los que proporciona un parque de negocios y regula sus prácticas comerciales, al mismo tiempo que, formalmente, es una institución sin ánimo de lucro. La Bolsa es el árbitro de las prácticas comerciales permisibles. La mayor parte de los directores de la

Bolsa son altos ejecutivos de las empresas que están reguladas por la Bolsa, o quizá con mayor precisión, se supone que están reguladas por la Bolsa. El plan de jubilación de Grasso parece alto —muy alto— en comparación con los beneficios de la Bolsa (un excedente de 28 millones de dólares el año anterior) y con los planes de jubilación de otros dirigentes de Wall Street. La sospecha era que Grasso era blando en el frente regulatorio porque no quería ofender a los directores que determinaban su salario y sus gratificaciones. Después del escándalo y la presión de los inversores en fondos de pensiones, Grasso dimitió. Después Grasso fue acusado por el fiscal general de Nueva York por su plan de pensiones.

Global Crossing intercambiaba capacidad de red con otros operadores para inflar sus ingresos. La compañía destruyó documentos y quebró, pero antes de hacerlo, su fundador y presidente Gary

Winnick obtuvo 800 millones de dólares de la venta de sus acciones. Después pagó una compensación sustancial por una acusación popular presentada por los antiguos accionistas, pero no admitió que hubiera hecho nada malo.

Shell Oil aceptó pagar una multa de 150 millones de dólares a las autoridades reguladoras americanas y británicas por sobreestimar el volumen de crudo en las reservas de sus explotaciones. Resulta más difícil cuantificar las reservas de crudo subterráneas que contar los tanques de fertilizante de Billie Sol Estes. Muchos empleados de Shell fueron expulsados de la empresa, pero no fueron a la cárcel.

Los escándalos en fondos de inversión de 2003

En 2003, una serie de las grandes familias de fondos de inversión de los EE. UU. —quizá la mitad de las firmas más grandes que gestionaban fondos de inversión— fueron acusadas de proporcionar

privilegios comerciales excepcionales a numerosos *hedge funds*, lo que les permitió conseguir grandes beneficios a costa de los otros propietarios de los fondos de inversión. Algunas de estas transacciones eran legales, la mayoría no lo eran y todas violaban el contrato implícito entre el fondo de inversión y sus accionistas de que todos los accionistas serían tratados por igual. Cada fondo de inversión de los EE. UU. está obligado a cerrar un contrato con la SEC (la Comisión del Mercado de Valores americana) que establece sus propias reglas para las transacciones: una descripción de lo que es un comportamiento permisible y lo que no lo es. Una característica de la mayor parte de estos contratos es que los inversores no están autorizados a realizar transacciones «dentro y fuera»: vender las acciones en el fondo un día o dos después de haberlas comprado. Por lo general, el contrato establece que si su inversor realiza una transacción dentro y fuera, se le cargará con un 1 % adicional o se le puede pedir que retrase la compra. Otro artículo habitual en el acuerdo es que los ejecutivos del fondo no comprarán acciones de una empresa si el fondo está comprando acciones de la misma empresa, o si los ejecutivos compran acciones en la empresa, no tomarán «la delantera», es decir, comprar las

acciones en la empresa para sus cuentas privadas antes de que el fondo de inversión compre las acciones de la misma compañía. Además, la práctica habitual de los fondos era publicar la información sobre los títulos de los que era propietario cada fondo sólo al final del trimestre y no proporcionar ninguna información sobre las compras y las ventas de títulos individuales entre las fechas finales de trimestre.

Una serie de *hedge funds* se implicaron con los fondos de inversión en transacciones coordinadas en el mercado; los *hedge funds* comprarían las acciones en los fondos de inversión si creían posible que las noticias provocaran un aumento en los precios de las acciones que pertenecían a los fondos de inversión y así se incrementaría el valor neto de las acciones de los fondos. Los *hedge funds* actuarían con «precios cautivos», como disparar contra los peces en un barril; la oportunidad de negociar con precios cautivos surgió porque algunos de los fondos de inversión eran propietarios de títulos extranjeros, y los mercados en los que se negociaban estos títulos extranjeros cerraban antes de que cerrara el mercado de los EE. UU. Por ejemplo, el mercado japonés cerraba el martes antes de abrir el mercado americano ese mismo martes.

Los fondos de inversión informarían a algunos de los *hedge funds* sobre las acciones que iban a comprar y vender durante el trimestre, pero no proporcionaban la misma información a otros accionistas. Algunos de los ejecutivos de los fondos de inversión negociarían las acciones de sus fondos sobre una base dentro y fuera; otros iban a adelantarse a las compras de los fondos de inversión.

¿Por qué quebrantaron los fondos de inversión el compromiso con sus accionistas?

Porque una gran parte de los negocios son *quid pro quo*, y los *hedge funds* podían comprar acciones de algunos fondos de inversión que eran propiedad de una de las compañías gestoras de fondos de inversión que necesitaban un poco de empuje.

Canary Capital, un *hedge fund* familiar, aceptó pagar una restitución de 20 millones de dólares a los fondos de inversión y una multa de 10 millones de dólares al SEC por sus transgresiones. Massachusetts Financial Service, el fondo de inversión más antiguo de los EE. UU., aceptó un acuerdo de 200 millones de dólares. Alliance Capital pagó una multa de 250 millones de dólares y recortó sus comisiones en 350 millones de dólares a lo largo de muchos años. El fundador y propietario principal de Strong Funds en Milwaukee dimitió de su cargo

de gestión, vendió la propiedad y pagó una multa de decenas de millones. Morgan Stanley indicó a sus intermediarios que apoyaran sus fondos de inversión en lugar de los fondos en general en forma de soborno; los clientes de Morgan Stanley no eran conscientes de que el consejo de sus *brokers* no era imparcial.

El aumento en el número de estafas y la amplitud del comportamiento fraudulento ha atraído a los teóricos de la economía. Muchas de las estafas —con frecuencia las de baja estofa— implican «finanzas Ponzi», un patrón de transacciones financieras en que los pagos por intereses de una empresa son mayores que su *cash flow* operativo.[2] Otros teóricos han señalado que aquellos prestatarios que pueden colocar los tipos de interés en sus cuentas personales se implican en finanzas Ponzi y utilizan el dinero obtenido de préstamos nuevos para realizar pagos al servicio de la deuda en los créditos anteriores.[3]

La mayor parte de los empresarios que establecen operaciones financieras a lo Ponzi parece que conocen y comprenden lo que están haciendo; viven a lo grande durante unos meses o años antes de que los detengan las autoridades. De vez en cuando se ve implicado un inocente que parece incapaz de comprender las pautas financieras.

Charlatanes, apostadores y ladrones

Si estás en carnaval, o en un circo o en una feria, sabes que los charlatanes de los espectáculos exagerarán sobre las atracciones que puedes ver si pagas las seis monedas de entrada. Si estás en las carreras, sabes que los apostadores que te quieren vender su lista de ganadores no van a superar el código de honor de los *boy scouts*

cuando describen cuántos ganadores han acertado en los últimos días y en la última semana; de alguna manera tu intuición te sugiere que si tuvieran la mitad del éxito que pretenden tener, no estarían vendiendo su lista de aciertos. Pero ¿cómo interpretarías las afirmaciones de los apostadores de Merrill, Morgan Stanley y Crédit Suisse cuando indican sus objetivos de precio para las acciones de empresas concretas?

En un buen año a finales de la década de 1990, Henry Blodgett ganó 10 millones de dólares, Mary Meeker 15 millones y Jack Grubman 20 millones. Henry, Mary y Jack fueron los apóstoles de las puntocom y de las empresas de telecomunicaciones en los años de la burbuja de la década de 1990. Obtuvieron estos ingresos de estrellas de rock porque llevaron un montón de seguros y negocios bursátiles a sus jefes de Wall Street. No existe ninguna regla segura que relacione sus ingresos con los beneficios que

generaron a sus jefes, pero es una apuesta segura que sus jefes calcularon que los beneficios que produjeron eran al menos de tres a cinco veces más grandes que sus salarios.

Henry Blodgett de Merrill Lynch adquirió fama por fijar objetivos de precio sobre las acciones de empresas puntocom concretas, y que se alcanzasen algunos de estos objetivos; en el caos del mercado de ganado estos logros se pueden ver como un testimonio de su éxito como analista, o como una profecía autocumplida. Henry obtuvo mucha atención porque en algunos correos electrónicos internos de Merrill estaba desdeñando el atractivo de algunas de las acciones que estaba promocionando entre el público americano. Henry aceptó abandonar el negocio de los títulos para no volver nunca más. Pero conservó el dinero.

Jack Grubman de Salomon Smith Barney, que entonces formaba parte de la familia de Citigroup, adquirió mala fama porque cambió su

recomendación sobre las acciones de AT&T después de una petición cortés de su jefe Sandy Weill. El *quid pro quo* aparente era que Jack quería la ayuda de Sandy para conseguir que sus gemelas fueran admitidas en la guardería del YMHA de la calle 92. Casi al mismo tiempo Citigroup realizó una donación de un millón de dólares a la «92Y», Jack abandonó Salomon Smith Barney con un apretón de manos dorado de 20 millones de dólares. Jack pagó una multa de 20 millones de dólares y aceptó no volver a trabajar en el negocio de los títulos.

Parmalat (el nombre combina el de la ciudad de Parma, Italia, y *latte*, es decir, leche), la empresa alimenticia italiana con cuartel general en Parma, utilizó certificados de depósito falsificados para sobreestimar sus activos en 4 mil millones de dólares; los CD fraudulentos se prepararon mediante la superposición de un documento sobre otro en una fotocopidora. Este fraude —un

engaño a la investigación pública y a los bancos de inversión— se extendió durante más de diez años.

Los chiringuitos financieros son otro tipo de fraude. Robert Brennan de First Jersey Securities operó una serie de chiringuitos financieros de alto nivel. Los vendedores en estos chiringuitos se especializaron en realizar llamadas a puerta fría a particulares sobre una acción en concreto, digamos Shazam Rockets. El precio de las acciones de Shazam es habitualmente bajo, quizás entre 2 y 5 dólares la acción, e inicialmente gran parte de las acciones de Shazam están en manos de los de dentro, es decir, de los propietarios del chiringuito. Los que están en el negocio transaccionan entre ellos y consiguen incrementos en el precio de las acciones, digamos de 2 a 3 dólares por acción, y entonces empiezan a realizar sus llamadas a puerta fría, señalando el 50 % de aumento del valor de las acciones de Shazam en

las últimas seis semanas; han aprendido que los crédulos están más dispuestos a comprar una acción cuyo precio haya aumentado con rapidez. También saben que los inversores populares tienen preferencia por acciones de bajo precio.

Las estafas difieren del robo ordinario en que abusan de la confianza. Daniel Defoe pensaba que el estafador bursátil era 10.000 veces peor que el salteador de caminos porque el primero robaba a la gente que conocía —con frecuencia a sus amigos y familiares— y no corría ningún riesgo físico.[4]

La estafa se debe diferenciar del soborno, tanto a funcionarios del gobierno como a empleados de una empresa por parte de otra. Estas transacciones ilegales y/o inmorales implican tanto una falsificación como la violación de la confianza explícita o implícita entre grupos particulares. ¿Arthur Andersen fue corrompido por las comisiones de consultoría de 25 millones de

dólares anuales por parte de Enron? ¿Bernie Ebbers fue sobornado por Jack Grubman porque Jack permitió que Bernie comprase acciones en veinte o treinta empresas en los días previos a que se vendieran por primera vez al público estas acciones? En la euforia de la burbuja, las probabilidades son muy altas de que el precio de las acciones se duplique en los primeros días en el mercado. ¿Fue Bernie quien sobornó a Jack Grubman con la amenaza implícita de que al menos que le otorgase un trato de favor en la compra de acciones recién emitidas, se llevaría el negocio de los seguros de WorldCom al otro lado de la calle a Merrill Lynch o a Morgan Stanley? Las reglas de la bolsa y las normas del mercado de futuros son como «códigos de pureza» diseñados para dar confianza al pública de que se va a tratar a todo el mundo por igual, pero en realidad las normas están diseñadas para proteger a algunos de los miembros de los mercados de las

consecuencias adversas de la industria si se reconoce que otros han hecho trampas.

La National Association of Security Dealers (NASD, la asociación nacional de intermediarios financieros de los EE. UU.) emprende acciones disciplinarias contra sus miembros que hayan violado las reglas. En años recientes, cientos de sus miembros se han encontrado en el extremo receptor de las acciones disciplinarias.

La corrupción ha sido analizada desde un punto de vista histórico por Jacob van Klavaren, que estaba especialmente interesado en la corrupción como una forma de transacción del mercado que facilitaba la realización de negocios que eran provechosos pero estaban prohibidos, como en los mercados negros, o simplemente eran deshonestos, como el saqueo de la India por Clive o Hastings.[5] Van Klavaren analizó también la malversación de la Royal African Company y la Compañía de las Indias Orientales por parte de

directivos que escamotearon los beneficios destinados a los accionistas mediante contratos con empresas que controlaban. De una manera similar, el Crédit Mobilier en los Estados Unidos en 1873 desvió beneficios de los accionistas de la Union Pacific a un grupo dirigido por Oakes Ames, un congresista de Massachusetts, y sus compinches del Congreso y de los negocios. Drew, Fisk y Gould ordeñaron Erie Railroad con el mismo método.[6]

Las estafas en los mercados financieros tienen muchas facetas: los consejeros estafan a los accionistas, los altos ejecutivos estafan a los consejeros, aseguradores de títulos estafan tanto a los propietarios de las empresas que están llevando al público como a los accionistas, los prestatarios estafan a sus prestamistas bancarios, y un grupo de empleados puede estafar a otro. Algunos estafadores emitieron letras de cambio fraudulentas a costa de los propietarios de dichas

letras cuando se descubrió el fraude y que sólo en ese momento descubrieron que tenían en sus manos títulos falsificados.

La línea que separa los actos morales de los inmorales es ahora mucho menos borrosa de lo que fue en otras épocas. Una de las características que diferencia la modernidad del atraso es la moralidad. En las fases iniciales del desarrollo económico, los códigos sólo proporcionan honor y confianza dentro de la familia. El nepotismo era eficiente en esas circunstancias porque los extraños prácticamente tenían permiso para robar. En 1720 una empresa podía comprar el servicio de un hombre pero no su lealtad; convertirse en oficinista era una invitación para iniciar un negocio nuevo y competitivo en una época en que la malversación y la conversión fraudulenta no se consideraban un crimen.[7] Las líneas entre negocio y robo, comercio y piratería, no eran precisas.[8] Hammond señala que no fue hasta

1799 que se declaró definitivamente ilegal que los empleados de un banco tomaran prestado los fondos del mismo,[9] aunque la investigación de la Cámara de los Comunes de 1720 sobre la Burbuja de South Sea sentenció que los directores de la South Sea Company, después de ser declarados culpables de romper la confianza al tomar prestado dinero de la compañía con el aval de sus acciones, debían utilizar su riqueza personal para resarcir las pérdidas de los inversores.[10]

Un periodista financiero en un prefacio a una biografía novelada sobre Ponzi estableció un paralelismo entre las décadas de 1920 y 1970, y sugirió que las estafas eran un producto de la inflación; su punto de vista era que cuando el aumento en el coste de la vida recorta los presupuestos familiares, los cabezas de algunas familias corren riesgos adicionales para aumentar sus ingresos.[11] Una visión algo diferente sostiene que la especulación desestabilizadora en

ausencia de «ignorancia evitable» es un juego de azar, que proporciona recursos a los participantes incluso cuando saben que es posible que pierdan, como si estuvieran participando en una lotería.[12]

Que las estafas se deban incluir en la categoría de «ignorancia evitable» es un tema discutido. Es posible que los cínicos compartan la idea de W. C. Fields de que «No se puede engañar a un hombre honesto» y concluye que las víctimas de las estafas se tienen que echar la culpa principalmente a sí mismas. *Mundus vult decipi, ergo decipitur*: «el mundo quiere que se le engañe, por tanto engáñalo».[13] Algunos psiquiatras creen que el estafador y sus víctimas están unidos en una relación simbiótica de amor-odio que proporciona satisfacción a ambas partes.

El robo de información

En 2009, Raj Rajaratnam, fundador del grupo Galleon Fund, fue arrestado por el FBI y acusado por el SEC de utilizar «información privilegiada» —antes de que dicha información estuviera disponible para el público—. Su fondo negoció con esa información y consiguió beneficios excepcionales. Rajaratnam fue acusado de catorce delitos de fraude bursátil y se declaró no culpable; declaró que los beneficios eran consecuencia de sus investigaciones. El gobierno acusó a 26 personas de comportamiento ilegal; 21, incluidas muchas que operaban para Galleon, se declararon culpables. Una parte de la información privilegiada se refería a adquisiciones empresariales, otra parte hacía referencia a grandes cambios en los beneficios corporativos. El jurado seguía deliberando cuando esta edición entró en prensa.

Fraude y euforia

El comportamiento fraudulento aumenta durante los auges económicos. Las fortunas se labran durante el auge, los individuos están ávidos por obtener una parte de ese aumento de la riqueza y los estafadores dan un paso al frente para explotar esa avidez. El número de ovejas que esperan a que las esquilen aumenta durante los auges y en un número creciente se ofrecen en sacrificio a los estafadores. «Cada minuto nace un imbécil». En *La pequeña Dorrit*, Ferdinand Barnacle de la Oficina del Circunloquio explica a Arthur Clennam, que tenía la esperanza de que el descubrimiento de las estafas del señor Merdle iba a servir como advertencia a los crédulos «de que el próximo hombre que tenga una gran capacidad y una habilidad genuina para la estafa también puede

triunfar».

La avaricia también induce a algunos aficionados a cometer fraudes, malversaciones, desfalcos y otras malas acciones similares. Overend, Gurney and Company, el bien establecido «Corner House», desapareció en 1866, después de la retirada de los socios originales y haber salido a la venta pública y ser comprada por un empleado de la empresa amante de la buena vida que contrató a alguien de fuera como consejero por 5.000 libras al año, pagadas por adelantado y devueltas al empleador. D. W. Chapman, el de dentro, mantenía diez caballos y se divertía ocioso en Prince's Gate, en Hyde Park. El consejero externo, Edward Watkins Edwards, un antiguo contable, recomendó que se añadieran nuevas actividades al negocio de descuento de pan con mantequilla: especulación en grano, producción de hierro, construcción naval, transporte marítimo, financiación de ferrocarriles.

La empresa se convirtió en «socio de cualquier tipo de negocio especulativo y de riesgo» y Edwards se llevaba una comisión por cada uno de ellos. A finales de 1860 la empresa estaba perdiendo 500.000 libras al año aunque ganaba 200.000 libras al año con su negocio de descuento. La burbuja se pinchó a causa de la quiebra de una empresa no relacionada de contratistas ferroviarios: Watson, Overend and Company.[14]

En el mundo de la ficción —en este caso, *Melmoth reconciliado* de Honoré de Balzac— la figura comparable con Chapman es Castanier, un cajero de banco, cuya amante, la señorita Aquilinia de la Garde, tiene gustos caros en plata, menaje, cristal y alfombras, pasiones que alimentan sus malas acciones. Durante un tiempo sobrevive emitiendo pagarés. En el punto de no retorno, cuando calcula finalmente sus deudas, le podría haber salvado abandonar a la señorita De la Garde, pero no la puede olvidar. Finalmente, a

causa de la imposibilidad de continuar con sus maniobras financieras, debido al crecimiento de sus deudas y a los grandes pagos de interés, queda claro que está arruinado. Pero prefiere el fraude a la bancarrota honesta y mete mano en la caja del banco.[15]

Las estafas aumentan en los auges económicos porque parece que la avaricia crece con más rapidez que la riqueza; es como si el aumento de la riqueza disparase un incremento de la avaricia. Dennis Kozlowski fue una de las personas más ricas en América; pero aun así el dinero para pagar la cortina de baño de 6.000 dólares y para otros muebles en su apartamento salió de Tyco. Las estafas también aumentan en épocas de dificultades financieras como resultado de un sistema de crédito tensado que induce caídas en el valor de los activos; en esa fase el comportamiento fraudulento se emprende para evitar el desastre financiero. Ponzi resistió la

sugerencia de sus socios de que debía coger el dinero y salir corriendo, y al final lo estafaron a él.[16] El banquero londinense Henry Fautleroy falsificó traspasos de propiedades para utilizarlos como avales para préstamos. Estos hombres sirvieron como modelos para Augustus Melmotte, el estafador de *The Way We Live Now* de Trollope, que falsificó un traspaso y una herencia cuando bajó el precio de sus acciones del ferrocarril mexicano y no pudo seguir vendiendo acciones para conseguir dinero en efectivo.[17] John Blunt de la South Sea Company, Eugène Bontoux de la Union Générale, Jacob Wasserman del Darmstädter und Nationalbank (Danatbank), y los directores del Credit Anstalt compraron acciones de sus empresas en el mercado libre para apoyar sus precios con la esperanza que podrían vender más acciones en una fecha posterior. Un banco que compra sus acciones para mantener alto el precio reduce su liquidez porque la relación

entre su disposición de efectivo con respecto a los depósitos baja al tener que pagar dinero para obtener las acciones. En 1720 el Banco de Inglaterra pidió prestado utilizando como aval sus propias acciones. Clapham señaló que el Banco de Inglaterra no penetró en las finanzas mucho más salvajes y «totalmente deshonestas» de la South Sea Company.[18]

La revelación de una estafa o de un desfalco aumenta las tensiones que con frecuencia precipitan el crac y el pánico. En 1772 Alexander Fordyce se fugó de Londres al continente, dejando que sus socios se enfrentasen a las obligaciones de 550.000 libras, en su mayor parte pagarés dudosos del Ayr Bank, si es que podían, que no pudieron. Fordyce en persona se había quedado corto de acciones de las Indias Orientales, cuyo precio había subido lo suficiente para eliminarlo del juego.[19] El 24 de agosto de 1857 se hizo público que un cajero en la oficina de Nueva York

de la Ohio Life Insurance and Trust Company había malversado casi todos los activos de esta empresa de gran reputación para cubrir sus transacciones en la bolsa; las noticias provocaron una serie de quiebras que tuvieron eco en Liverpool, Londres, París, Hamburgo y Estocolmo.[20] Una especie de versión de mediados del siglo XIX de Nick Leeson.

En septiembre de 1929 el imperio Hatry en Londres, una serie de fondos de inversión y compañías operativas en el sector de los complementos fotográficos, cámaras, máquinas expendedoras y pequeños préstamos, quebró. Clarence Hatry quería introducirse en el negocio del acero, pero lo atraparon utilizando un aval fraudulento en un intento por pedir prestado 8 millones de libras para comprar United Steel; su quiebra condujo a una reducción del mercado monetario británico, a una retirada de los préstamos a la vista del mercado de Nueva York, y

la bolsa llegó a su punto álgido.

Burbujas y estafas

Algunas burbujas son estafas, otras no. La Burbuja del Mississippi no fue una estafa; la Burbuja de South Sea sí lo fue. Una burbuja se inicia por lo general con un propósito aparentemente legítimo o al menos legal. Lo que se convirtió en la Burbuja del Mississippi empezó con la Compagnie d'Occident, a la que el sistema de Law añadió la recaudación de los impuestos nacionales. John Law era propietario de alrededor de un tercio de la Place Vendôme y otras propiedades inmobiliarias en París y al menos una docena de magníficas propiedades rurales. Sus actividades no eran una estafa, pero su fracaso financiero reflejó un error que se basaba en dos

falacias: (1) que las acciones y los bonos son dinero y (2) que emitir más dinero a medida que aumenta la demanda no era inflacionista.[21]

En la Burbuja de South Sea, el monopolio comercial en el Atlántico sur fue puramente accidental.[22] Con gran rapidez la consolidación de la deuda del gobierno británico sobrepasó la faceta comercial en el Atlántico sur de la empresa, y poco después la negociación de las acciones sobrepasó la deuda gubernamental. John Blunt y sus socios intentaron beneficiarse de las acciones emitidas por ellos gracias a préstamos avalados por las acciones. Cuando realizaron los beneficios de capital por el incremento en el valor de las acciones, utilizaron el dinero para comprar propiedades inmobiliarias; Blunt tenía seis contratos para comprar propiedades en el momento del colapso y un hombre llamado Surman tenía cuatro contratos para comprar bienes inmobiliarios por los que debía 100.000 libras.

Para conseguir el dinero para pagar los beneficios la South Sea Company necesitaba aumentar su capital y conseguir que el precio de las acciones aumentase continuamente. Y necesitaba ambos incrementos a un ritmo acelerado como en una cadena de cartas o en un esquema Ponzi.[23]

La historia ha proporcionado menos inmortalidad a algunos precursores de Ponzi. La antigua actriz de Múnich Spitzeder pagó un interés anual del 20 % por los fondos recibidos de los campesinos bávaros. Recibió de ellos 3 millones de gulden. Ella y sus ayudantes fueron sentenciados a largas penas de cárcel a finales de 1872. Placht, un funcionario en paro, prometió pagar un 40 % al año y pidió prestados los peniques de 1.600 viudas y huérfanos para conseguir el dinero para jugar en la bolsa. Su compra de acciones no obtuvo beneficios y pasó seis años en la cárcel.[24]

A medida que progresa el auge económico,

crece la avaricia y las excusas son cada vez más débiles, casi hasta convertirse en burbujas de rumores. En 1720 y de nuevo en 1847 (dos ocasiones en las que se compilaron listas), dichas estafas fueron numerosas, aunque han quedado mezclados con los engaños perpetrados por estos y otros historiadores posteriores.[25] En 1720, por ejemplo, se planteó una propuesta para iniciar una empresa muy ventajosa que sólo sería revelada a su debido tiempo. El autor cargó dos guineas por acción y consiguió 2.000 libras, manteniendo intacto su secreto al no asistir a una reunión con los inversores.[26] Otro esquema fue para el «nitvender», o la venta de nada.[27] En el auge bursátil de finales de la década de 1990, algunas empresas consiguieron dinero del público antes de tener ningún plan de negocio.

Un proyecto de modesto interés de actualidad ofrece un ejemplo prematuro de liberación de la mujer:

Una propuesta de numerosas damas y otros para realizar en Gran Bretaña algodón estampado y también telas tan finas como las holandesas a partir de lino británico... Se resolvió cuando un hombre [sic] admitió que nadie iba a suscribir acciones para llevar adelante semejante comercio.[28]

En períodos posteriores, tanto historiadores como novelistas han señalado que las promociones de las acciones tienen poco que ver con la realidad. «Muchas compañías se fundaron sin ninguna previsión de operaciones, ferrocarriles sin derechos de paso o de tráfico.»[29] «Las empresas de construcción crecieron como setas. Muchas de esas compañías especularon con terrenos edificables más que dedicarse a la construcción.»[30] «Limehouse y Rotherhithe Bridge... Para ellos no era necesario que el puente se construyese nunca; posiblemente eso ni siquiera se planteaba... Pero si un comité de la Cámara de los Comunes podía llegar a decir que se debía

construir, es posible que calculasen las posibilidades de vender para obtener un beneficio aún mayor.»[31]

Las tensiones financieras conducen al fraude en un esfuerzo para cargar las pérdidas en los demás antes de que provoquen pérdidas aún mayores. Si el mercado se encamina con decisión en la dirección equivocada, por ejemplo, desaparecen los operadores de chiringuitos financieros. Cuando las nuevas suscripciones de dinero no alcanzaron para pagar los beneficios de los miembros avariciosos del grupito interior, Blunt pidió prestado el efectivo de la South Sea Company para su uso personal;[32] un avance de la historia de la familia Rigas y Adelpia. En 1861 Bleichröder describió a Bethel Henry Strousberg como «listo, pero su forma de emprender nuevos negocios con el objetivo de cubrir agujeros antiguos es peligrosa, y si se encuentra con un obstáculo [repentino] toda su estructura se puede

colapsar y bajo sus ruinas enterrar a millones de accionistas crédulos».[33] Bleichröder tenía razón. Otro financiero alemán, el banquero de Hamburgo Gustav Goddefroy, perdió mucho con acciones de ferrocarriles y minas en 1873 y después fusionó sus compañías comerciales de ultramar para apoyar su posición en la bolsa.[34]

Estos optimistas incurables, que saben que van a ganar la primera vez, pero pierden, con frecuencia lo vuelven a intentar, a menudo doblando sus apuestas y aumentando sus riesgos con transacciones que son de moralidad dudosa o claramente ilegales. A finales de la década de 1920, cuando los bancos de los EE. UU. aún tenían permiso para colocar títulos (antes de la ley Mitchell-Steagall de 1932), Albert Wiggins del Chase Bank y Charles Mitchell del National City siguieron vendiendo bonos chilenos y peruanos a los precios antiguos aún después de saber por cables de dichos gobiernos que habían dejado de

pagar los intereses.[35] Horace comprendió la posición, si Sprague lo cita y lo traduce con precisión: «Haz dinero; hazlo con honestidad si puedes; en cualquier caso, haz dinero».[36] Igualmente cínico es Jonathan Swift sobre la Burbuja de South Sea:

Haz dinero, siempre dinero

Y después deja que siga la virtud, si quiere.[37]

Sobre este tema, Balzac tiene la última palabra: «Los mercaderes más virtuosos expresan con el aire más cándido estas palabras de la inmoralidad más desenfrenada: “Uno sale como puede de un mal negocio”».[38]

Nobles apostadores

La literatura abunda en condenas de los nobles apostadores y con información interna, que se podía pensar que viesan sus obligaciones financieras como deudas de honor, pero que son mejores prometiendo que pagando sus deudas.[39] La nobleza austríaca era mucho peor que los Junkers, que al menos desdeñaban ostentadamente el dinero. Eduard Lasker sostiene que «cuando entran los diletantes, son aún peores que los estafadores profesionales».[40] Daigremont en *El dinero* de Zola envía a Saccard al marqués de Bohain para apoyar el lanzamiento de su Banque Universelle: «Si gana, se lo embolsa; si pierde, no paga. Eso se sabe, la gente está resignada a ello».[41] Tanto en las novelas como en la vida real, los nobles buscan asientos en los consejos de administración. Wirth enumera príncipes, langraves, condes, barones, Freiherren y otros nobles austríacos en los consejos de ferrocarriles, bancos y otras empresas industriales «para lo cual

no tenían capacidad».[42] Para controlar las cuentas del Banque Universelle, Saccard nombra a *sieur* Rousseau y a *sieur* Lavignière, el primero completamente sumiso al segundo, que es alto, rubio, muy educado, siempre aquiescente, devorado por la ambición de entrar en el consejo.[43] *El dinero* es un *roman à clef* basado en Eugène Bontoux y la Union Générale, cuyos accionistas incluían al pretendiente, realistas, notables y pequeños nobles rurales.[44] En Gran Bretaña *The Economist* en octubre de 1848 incluía a la nobleza y a la aristocracia a la cabeza de la lista del deshonor:

La postración y el desánimo actuales es [sic] una retribución necesaria de la locura, la avaricia, la arrogancia insufrible, las apuestas precipitadas, desesperadas y sin principios que han desgraciado a la nobleza y a la aristocracia, han manchado a los senadores y al senado, y a los comerciantes de todo tipo.[45]

Rosenberg afirma que mientras la aristocracia austríaca y francesa dirigió a las otras clases en la persecución del becerro de oro, los burócratas de Berlín se opusieron con éxito a un movimiento similar en Prusia, destacando un intento fracasado de Mevissen para incorporar varios condes en el consejo de un banco de 50 millones de táleros. Admite que los Junkers especulaban con licores y productos agrícolas, pero se alejaron de los desarrollos urbanos.[46] Quizá fuera así en 1857. En la década siguiente, se debilitó la percepción del dinero como algo malo. Las finanzas de los ferrocarriles, tanto dentro de Alemania como en las maniobras de Strousberg en Rumanía, estaban teñidas de escándalo, que mancharon la cima de la aristocracia y prácticamente llegaron a la propia corte prusiana.[47]

Periodismo venal

En general, la especulación recibió la ayuda de la prensa. Algunos miembros de la prensa estaban a la venta, algunos eran críticos, y otros eran ambas cosas. Daniel Defoe vilipendió a los corredores de bolsa en noviembre de 1719 cuando las acciones de South Sea se vendían a 120, pero se convirtió en su defensor cuando alcanzaron la cima de 1.000 en agosto de 1720.[48] Expresó su «desprecio justo» por la gente que afirmaba que él escribía por la Royal African Company, afirmando que había vendido sus acciones; pero un crítico moderno llegó a la conclusión de que siguió manteniendo las acciones o fue contratado por la compañía para atacar a corredores individuales que competían con el monopolio.[49] La prensa se encontraba aún en una fase de desarrollo en Francia a principios del siglo XIX; en 1837

escribió un periodista: «Dame 30.000 francos en publicidad y asumiré la responsabilidad de colocar todas las acciones de la peor compañía posible que sea posible imaginar».[50] Laffitte financió periódicos.[51] Charles Savary del Banque de Lyon et de la Loire tenía a 500 periodistas cantando alabanzas a sus operaciones, utilizando notas de prensa, por las que se les pagaba con largueza, como si fueran historias creadas por el equipo del periódico.[52] Los periódicos buscaban con frecuencia el favor de bancos, de la bolsa y del público animando la fiebre especulativa.[53] Bleichröder tuvo cuidado en evitar la especulación y el falseamiento evidente, pero era propietario de periódicos de información general y económicos, y utilizó a los periodistas para difundir sus intereses financieros. En 1890-1891 financió un viaje a México de Paul Lindau, que escribió treinta y cuatro artículos y un libro sobre el país sin mencionar su conexión con

Bleichröder que en aquel momento estaba vendiendo bonos mexicanos en el mercado berlinés.[54] La prensa crítica se desarrolló con lentitud durante el siglo XIX en el continente.

Por otro lado, en la década de 1890 en los Estados Unidos, un financiero cercano al abismo fue perseguido por la prensa y vivió temiéndola; al menos esto es lo que se deduce de la biografía novelada de Theodore Dreiser sobre Charles Tyson Yerkes, el magnate de los tranvías de Chicago que operó a lo largo, y a veces al otro lado, del filo de la navaja que separa las transacciones legítimas de las ilegítimas. Yerkes necesitaba publicidad favorable para vender títulos, lo que consiguió mediante las donaciones a un observatorio de la recién fundada Universidad de Chicago. El regalo bien publicitado ayudó a restaurar su reputación y le permitió vender sus bonos de tranvías en Europa.[55] Pero después la prensa lo expulsó de Chicago.[56]

Elogiar a los amigos antes de lanzar acciones al mundo en una columna de inversión puede ser un truco muy antiguo, pero en la actualidad se detecta con mayor rapidez, así como todas las compras y ventas de acciones que se basan en información privilegiada. El movimiento sospechoso en acciones y opciones para comprar y vender acciones antes de que se hagan públicas las noticias que afectan a sus precios, se analiza ahora mediante programas informáticos. La técnica condujo a la detención del columnista de inversión R. Foster Winans del *Wall Street Journal*, que avanzaba sus pronósticos a un amigo, y del antiguo subsecretario de Defensa Thayer, que le explicó a un amigo próximos acontecimientos en una empresa de la que era consejero. (El amigo de Thayer especuló sobre la base de dicha información; Winans capitalizó su experiencia al escribir *Trading Secrets: Seduction and Scandal at the Wall Street Journal*, St Martin's Press,

1986). De forma similar, un joven corredor de Merrill Lynch en New London, Connecticut, compró información de los impresores locales del *Business Week* antes de la aparición de la revista en los quioscos. Desde que se conoce la facilidad para rastrear las operaciones basadas en información privilegiada, algunos bellacos con este tipo de información llamarán a un bróker, digamos que en Zúrich, en lugar de a su corredor local. El banco de Zúrich colocará una orden importante en Londres o Nueva York antes de que las agencias de bolsa de dichas ciudades recelen y retrasen un par de días su ejecución para ver si se producen órdenes más grandes basándose en noticias de alcance.

Más recientemente, Internet se ha convertido en vehículo para la manipulación de los precios de las acciones. Jonathan Lebeck, de diecisiete años, colgó «noticias» sobre acciones concretas con poco movimiento (de las que era propietario) en

chats de Internet. El precio de las acciones subió y Jonathan vendió sus acciones. La SEC obligó a Jonathan a pagar una multa de 500.000 dólares.

MSNBC es un canal de televisión especializado en los negocios. Muchos de los comentaristas de los programas promocionan las acciones de las que son propietarios.

Prácticas dudosas

Existen muchas formas de delito financiero. Además de robar, malversar y mentir, otras prácticas dudosas incluyen el desvío de fondos de su destino declarado a otro diferente, pagar dividendos con el capital o con fondos que se han pedido prestados, comerciar con las acciones de la empresa basándose en información privilegiada, vender títulos sin publicar completamente los

últimos datos relevantes, utilizar los fondos de la empresa para compras no competitivas o para préstamos en función de los intereses particulares, aceptar órdenes pero no ejecutarlas, y alterar los libros de la compañía.

George Hudson, que posiblemente sea la figura más grande de la historia del ferrocarril británico, practicó casi todas ellas al mismo tiempo durante la manía de los ferrocarriles en 1846. En un momento dado fue presidente de cuatro ferrocarriles, y creía sin lugar a dudas que se encontraba por encima de la ley que aplicaba a sus competidores menos poderosos. Sus cuentas eran confusas, y es posible que no fuera consciente de que tenía acciones o fondos que pertenecían a los ferrocarriles de York y North Midland. Como persona privada cerró contratos con diversas compañías de las que era directivo, en una violación clara de la Companies Clauses Consolidation Act. Elevó el dividendo del

ferrocarril de los Condados Orientales del 2 al 6 % justo antes de preparar los estados financieros y después alteró las cuentas para justificar los pagos. Los dividendos de York y North Midland se pagaron del capital. Defendió sus acciones contra acusaciones similares en el caso de Yorkshire, Newcastle y Berwick, señalando que personalmente había adelantado fondos al ferrocarril para extender su red. El riesgo era suyo, y estaba autorizado a beneficiarse de las ventajas que se habían conseguido a partir de la extensión del sistema ferroviario. Se embarcó, siguiendo su propio criterio, en transacciones que creía beneficiosas para la empresa, pero que aun así eran de legalidad dudosa. Incluso así, desarrolló una carrera brillante que benefició en gran manera la red ferroviaria británica.[57]

Un personaje mucho menos interesante e imponente en los Estados Unidos en la década de 1850 fue Robert Schuyler, que fue presidente de

los ferrocarriles de Nueva York y New Haven, de Nueva York y Harlem, y durante un tiempo del Illinois Central. Llamado el «estafador elegante» por uno de los autores, se fugó a Europa en 1854 con casi 2 millones de dólares obtenidos mediante la venta fraudulenta de acciones del Nueva York y New Haven, y quedándose con lo recaudado. Van Vleck sugiere que la crisis de 1857 en los Estados Unidos se vio precipitada por la retirada británica de fondos tras la publicación de la noticia del desfalco de Schuyler. Schuyler había dimitido de la presidencia del Illinois Central en 1853, pero el fraude perpetrado en el Nueva York y New Haven provocó una venta masiva de acciones y bonos de Illinois Central. Las acciones cayeron drásticamente, y los bonos bajaron a 62 desde 100 en agosto de 1855. Los inversores británicos habían estado esperando esta oportunidad y compraron grandes cantidades de estos bonos; en febrero de 1856 los bonos volvían a estar a 90.

Los inversores europeos eran propietarios de más de 40.000 acciones del total y del 85 % de los 12 millones de dólares en bonos.[58] Schuyler estuvo relacionado con el pánico en septiembre de 1854, pero no con el de 1857.[59]

La década de 1920 en los Estados Unidos se ha calificado como «la época más grande de las altas finanzas deshonestas que ha conocido el mundo», pero eso fue antes de la década de 1990.[60] Entre los estafadores famosos del momento se encuentra Harold Russell Snyder, que robó para cubrir sus pérdidas en el crac bursátil (un precursor de la familia Rigas, pero a una escala más pequeña, incluso después de ajustar la inflación). Arthur H. Montgomery presentó sus respetos más sinceros a Ponzi a través de la organización de un esquema de inversión en bolsas extranjeras que prometía un retorno del 400 por ciento en sesenta días. Charles V. Bob buscó y obtuvo una publicidad favorable mediante una

donación de 100.000 dólares a la Expedición Polar Antártica de Byrd y se ganó el derecho de llamar «Dick» al almirante, lo que presumiblemente ayudó a promocionar sus acciones en empresas aeronáuticas, que disfrutaron de un pequeño auge tras el vuelo de Lindbergh a París en 1927.[61]

La década de 1930 produjo muchos ejemplos memorables de fraudes y supuestos fraudes, encabezados por las quiebras del Bank of the United States, de Ivar Kreuger, y de la empresa Middle West Utilities de Samuel Insull. En su relato fascinante de la Bolsa de Nueva York de 1929 a 1933, Barrie Wigmore observó que la reputación de Insull se vio dañada de forma irremediable cuando huyó de los Estados Unidos para escapar de los tribunales ante los que sería juzgado, según su opinión, por jurados enojados, de crímenes de los que después fue absuelto. Wigmore afirmaba que Insull era un gestor

brillante de empresas operativas que se lanzó a la vorágine compradora, adquiriendo empresas mal dirigidas por varias veces su valor neto. Las compras de Insull lastraron su empresa matriz con una montaña de deudas, y los pagos de intereses por la deuda hicieron desaparecer el valor de aquellos que poseían las acciones comunes cuando las empresas empezaron a tener problemas durante la depresión de la década de 1930.[62] Wigmore trata con cautela el análisis de las prácticas mercantiles de los bancos de Nueva York y de sus filiales bursátiles. Albert Wiggins del Chase Bank tenía reputación de ser «el hombre más popular de Wall Street», pero su reputación quedó destruida cuando una investigación del Senado reveló una imagen de negocios en beneficio propio a expensas de su banco, sus filiales y sus clientes. Charles E. Mitchell, del National City Bank y su filial bursátil, la National City Company, también comercializó títulos con intensidad, aunque tenía la

información privilegiada de que los beneficios de las empresas implicadas estaban cayendo con rapidez.[63]

Corrupción en las décadas de 1990 y 2000

La cantidad de corrupción pareció mucho mayor en las décadas de 1980 y 1990 que en la de 1920. Una explicación es que se ha producido un declive en la aceptación de las normas morales. Una segunda es que se ha retorcido el equilibrio entre riesgo y recompensa; las opciones sobre acciones han proporcionado una recompensa mucho mayor por el éxito financiero. Las finanzas se han democratizado. Una tercera es el auge de las empresas de auditoría independientes, que se pueden rastrear hasta la legislación que condujo a la SEC de la década de 1930. El papel inicial de

las empresas de auditoría fue proteger al público de las argucias financieras de los ejecutivos corporativos que podían tener la tendencia a sobreestimar el valor de los inventarios y de las facturas por cobrar. Se pagaba a los auditores para verificar o certificar los datos de la actuación financiera presentada por los gestores financieros de las empresas. Los auditores podían ser los guardianes del interés público pero eran los directores financieros quienes pagaban sus servicios. Algunas de las empresas auditadas se apoyaban en sus auditores; entonces las empresas auditoras se vieron forzadas a elegir entre aceptar las peticiones de las empresas o perder la cuenta.

La titulización fue una característica central de la burbuja inmobiliaria en los EE. UU. entre 2002 y 2007; los bancos de inversión emitieron bonos nuevos, que se apoyaban en los ingresos por los intereses y el capital de las hipotecas, las deudas en las tarjetas de crédito y los préstamos a

estudiantes, que habían colocado en un fondo. Los nuevos bonos eran mucho más líquidos que los títulos individuales que se habían colocado en el fondo. Los bancos de inversión cobraban comisiones de la titulización; sus ingresos por comisiones se dispararon. Entonces emitieron títulos respaldados por activos (ABS, en sus siglas en inglés), que se referían a los ingresos por intereses y al capital de los segmentos del ABS que estaban depositados en el fondo. Los bancos de inversión ganaban una segunda ronda de comisión con la creación de estos instrumentos nuevos, que se basaban en «rebanar y recortar» los ABS en tres, cuatro o cinco tramos diferentes, que diferían por sus características de riesgo: una serie de fondos contenían los tramos que tenían el primer derecho sobre los ingresos por intereses de los ABS y por eso eran los menos arriesgados, mientras que otra serie de fondos agrupaban los tramos que tenían los últimos derechos sobre los

ingresos por intereses de los ABS, y eran los más arriesgados.

Los bancos de inversión se apoyaron en las agencias de calificación de riesgo —Moody's, Standard and Poor's— para valorar los títulos que estaban produciendo los bancos de inversión. (Las agencias de calificación de riesgos, como las empresas auditoras, se establecieron para proporcionar información «objetiva». Las auditoras están pagadas por las empresas que auditan y los bancos de inversión que emitían bonos pagaban a las agencias de calificación de riesgo.) Pero estas agencias se apoyaban en los «modelos» que les habían proporcionado los bancos de inversión. Los bancos de inversión habían indicado a las agencias de calificación de riesgo que si no podían otorgar valoraciones que les ayudasen a vender esos títulos, se llevarían su negocio a cualquier otra agencia que proporcionase calificaciones.

¿Esto era ilegal? Quién sabe. ¿Era corrupto? Puedes apostar algo. ¿Es posible que alguien de las agencias de calificación de riesgos vaya a la cárcel?... ¿Estás de broma?

Al final se produjo una especie de justicia salvaje, puesto que los bancos de inversión se vieron afectados por la caída en el valor de mercado de sus carteras de títulos respaldados por activos que no pudieron vender.

La tentación de los bancos

No existe ningún dato sólido que permita la comparación de las argucias financieras y el comportamiento fraudulento a lo largo de varios siglos. El desarrollo del periodismo como una profesión puede significar que en la actualidad es mucho más probable que se descubra cualquier

actividad impropia (aunque es posible que las actividades en sí mismas no hayan cambiado). La publicidad indeseada es el lado arriesgado de la ecuación; la recompensa es que el aumento en riqueza puede ser mucho más grande. *The Bankers* de Martin Mayer no trata las salvaguardias contra los desfalcos de la misma forma que hacía James S. Gibbons en 1859: «Es posible que no exista ningún registro de un fraude bancario actual en el que el autor no fuera honrado ayer».[64] Gibbons añadía, con énfasis: «Al lector se le puede ocurrir que existe una característica peculiar que recorre todo el sistema; y ésta es el temor al fraude».[65]

Lo que dijo Gibbons en 1859 sigue siendo verdad. La tendencia es a creer que los bancos y los banqueros son «ejemplos de integridad» y quizás algunos de ellos lo son. Un gran número de bancos prestaron extensamente a Long-Term Capital Management en la década de 1990, en el momento en que creían que era uno de los *hedge*

funds más innovadores. (La expresión «*hedge funds*» es un invento de Madison Avenue, puesto que pretende dar la impresión de que la firma ha formado su cartera para reducir riesgos, mientras que en realidad estas empresas se apoyan extensamente en fondos prestados para aumentar el retorno a sus accionistas e inversores.) LTCM había sido muy rentable... al menos hasta su colapso. Los bancos estaban dispuestos a prestar a LTCM porque tenían la esperanza de imitar sus negocios y obtener beneficios acordes. En la primavera y el verano de 1998, LTCM se topó con dificultades financieras.

La torpe gestión de los derivados y los depósitos no reclamados por parte del Bankers Trust y el lavado de dinero para Rusia por parte del Bank of New York sugieren que los niveles no son en la actualidad mucho más altos de lo que eran en, digamos, la década de 1920.

En los años del auge en la segunda mitad de la

década de 1990, todo el mundo —bueno, casi todo el mundo— se estaba enriqueciendo. Los grandes bancos de inversión tenían ingresos muy altos gracias a las comisiones asociadas a la colocación de nuevas emisiones de acciones y bonos, en especial de aquellas empresas asociadas con las tecnologías de la información y la biogenética. La «Muralla China» tradicional entre las actividades de banca de inversión de dichas firmas y sus actividades de gestión de activos se suponía que seguía en pie después de la derogación de la ley Glass-Steagall, que se había proclamado a principios de la década de 1930 para forzar la separación de las actividades tradicionales de la banca comercial de las firmas, de sus actividades de banca de inversión. La ley se había adoptado en respuesta a los abusos de la década de 1920. Las firmas «prometieron» que mantendrían esta Muralla China y que las afirmaciones de sus analistas bursátiles no estarían influidas por el

deseo de sus banqueros de inversión de vender más títulos.

Pero consideremos el marcador de Merrill Lynch. La empresa estuvo ampliamente envuelta en los depósitos de intermediación de las instituciones de ahorro insolventes en la década de 1980. Henry Blodgett ofreció información que sabía que era falsa. Con casi total seguridad, los superiores de Blodgett sabían que estaba envuelto en un timo. Merrill ayudó a Enron a falsificar sus ingresos mediante el pago a un precio superior al mercado de las barcazas de Enron en Nigeria.

Consideremos el marcador de Citibank/Citigroup. Ya se ha destacado la historia de los chanchullos de Jack Grubman alrededor de las empresas de telecomunicaciones; Citibank/Citigroup llegó a un acuerdo de 150 millones de dólares. Citibank se vio obligado a cerrar sus actividades de banca privada en Tokio por la incapacidad de los empleados del banco de

tratar con equidad a los clientes, a quienes compraban repetidamente títulos inapropiados para ellos, después de ignorar las advertencias de las autoridades japonesas para que acabaran con dichas prácticas. Muchos de los altos ejecutivos de Citibank «dimitieron»: un eufemismo de Park Avenue para designar un despido. Los intermediarios de Citibank en Londres dejaron caer en el mercado un montón de bonos gubernamentales alemanes y provocaron una caída de los precios; después recompraron esos bonos a precios mucho más bajos. Muchos de los ejecutivos de los fondos de inversión de Citibank cobraron de más basándose en los ingresos del banco más que en el valor de los fondos.

¿Qué ocurre cuando se descubre a un estafador? Charles Blunt, el hermano de John Blunt y él mismo miembro de la South Sea Company, a principios de septiembre de 1720 se cortó el cuello «por algún descontento», como lo dijeron

los periódicos contemporáneos. Charles Bouchard, el director retirado de LeClerc, un pequeño banco ginebrino que perdió dinero en una inversión inmobiliaria no autorizada, fue encontrado muerto en el lago Léman, un suicidio aparente, en mayo de 1977. Los psiquiatras sostienen que en estas circunstancias el suicidio es consecuencia de una pérdida intolerable de autoestima, que surge al darse cuenta de la irracionalidad de un comportamiento pasado. La imagen de corredores de bolsa saltando de las ventanas de Wall Street en octubre de 1929 al enfrentarse a la bancarrota, en la actualidad se cree que es un mito.[66] Un aumento de los suicidios también forma parte de la leyenda del *krach* austríaco de 1873.[67] Aun así, esta respuesta ocurre de verdad: «Murió por su propia mano [tomando veneno en Hampton Heath], a la temprana edad de cuarenta y dos años, John Sadleir, uno de los más grandes, si no el más grande, y al mismo tiempo el estafador de más

éxito que este país [Gran Bretaña] o cualquier otro país haya producido».[68] (Grandeza y éxito parecen curiosos como características en estas circunstancias.) Denfert-Rocherau en 1888 e Ivar Kreuger, el «rey de las cerillas» de la década de 1920, se suicidaron.[69] Clifford Baxter, uno de los altos ejecutivos de Enron, se quitó la vida. Pero es posible que el suicidio sea más habitual en la ficción. El señor Merdle se cortó el cuello en un lavabo público con una navaja de bolsillo con caparazón de tortuga en *La pequeña Dorrit* de Dickens, y Augustus Melmotte, en *The Way We Live Now* de Trollope, tomó ácido prúsico en su club.

La huida es un final menos definitivo que el suicidio. El caso paradigmático es el de Robert Knight, que manipuló los libros de la South Sea Company y después escapó al continente, donde amasó otra fortuna en París después de fugarse de una cárcel en Amberes.[70] Robert Vesco huyó a

Costa Rica y después a Cuba con una fortuna producto de un desfalco. Charles Savary, que estafó al Banque de Lyon et de la Loire, murió en Canadá. Eugène Bontoux regresó a Francia después de cinco años de exilio autoimpuesto para aprovecharse de un hueco en la ley francesa que establecía que las penas de cárcel que no se hubieran empezado a cumplir durante los cinco años posteriores a la sentencia quedaban sobreesidas.[71] Un caso similar, casi un siglo antes, fue el de Arend Joseph, cuya quiebra en enero de 1763 inició las tensiones financieras que culminaron con la bancarrota de los hermanos DeNeufville el 25 de julio, desencadenando el pánico del mismo año. Arend Joseph abandonó Ámsterdam con 600.000 florines en una carreta tirada por seis caballos, en dirección a la ciudad libre de Kruienburg, en Holanda, donde quedó impune de cualquier persecución. Dejó una deuda de un millón de florines en Ámsterdam.[72]

Se pueden realizar comparaciones a lo largo de los ciclos respecto al número de personas que fueron acusadas y cuántas pasaron un tiempo en la cárcel. Consideremos varios episodios, de las décadas de 1920, de 1980, y de 1990. En la década de 1920, dos individuos fueron a la cárcel por promocionar la compra de títulos en un mercado que ya tenía una tendencia bajista. Ocho de los diez participantes en las transacciones con bonos basura en la década de 1980, incluidos Michael Milken, Ivan Boesky, Dennis Levine y Charles Keating, fueron encarcelados por cargos de información privilegiada, «aparcamiento» de títulos, y conspiración para defraudar; entre los que cumplieron condenas más largas se encontraban los responsables de las instituciones financieras que habían sido grandes compradoras de bonos basura. El número de los que van a cumplir sentencias de cárcel por sus transgresiones en la década de 1990 se sigue

ampliando e incorpora a cinco individuos que habían recibido salarios de Enron y dos que habían estado involucrados con MCIWorldCom. La mayor parte de los empleados de Enron que fueron acusados acabaron en la cárcel. Muchas de las personas implicadas en HealthSouth han ido a la cárcel. Dos ejecutivos asociados con Rite-Aid fueron a prisión. Numerosos miembros de la familia Rigas acabaron en la cárcel. Sam Waksal y su buena amiga Martha Stewart han estado en la cárcel. Muy pocos de los banqueros de Wall Street han sido encarcelados. Frank Quattrone, uno de los banqueros de inversiones estrella de Crédit Suisse First Boston, fue declarado culpable en un segundo juicio por obstrucción a la justicia al destruir correos electrónicos, pero su apelación tuvo éxito. Uno de los socios de Arthur Andersen implicado en la cuenta de Enron pasó un tiempo en la cárcel.

Centenares de socios y antiguos socios de Andersen pagaron implícitamente grandes multas

cuando la empresa se vio forzada a cerrar y el valor de su asociación y antigua asociación quedó en nada. (Miles de empleados de Enron perdieron sus pensiones y gran parte de su riqueza financiera, así como sus empleos, cuando quebró la empresa.)

Probablemente la familia Milken tenía dos mil millones en el banco cuando Michael Milken salió de prisión. Resulta imposible descubrir qué parte de la fortuna ganaron legalmente con las innovaciones y qué parte procedía del comportamiento ilegal. Pero podemos asumir que la mitad de la fortuna familiar se podía remontar a transacciones que eran ilegales. Consideremos cómo podría responder Milken a la acusación: «Has estado en la cárcel durante 1.000 días, te graduaste con mil millones de dólares, de manera que te han pagado 100.000 dólares por cada día en la cárcel».

Los economistas no son los más cualificados para analizar el castigo apropiado para el crimen

de cuello blanco de la estafa. En el momento de la burbuja de South Sea, Molesworth, en aquel momento miembro de la Cámara de los Comunes, sugirió que el parlamento debería declarar a los directores de la South Sea Company culpables de parricidio y someterlos al antiguo castigo romano por dicho crimen: meterlos a cada uno en un saco, con un mono y una serpiente, y ahogarlos en un río.[73] Esta sugerencia tiene su eco en la novela *The Titan* de Dreiser. «Aquí el castigo era estrangularlos primero, después meterlos en un saco, sin compañía, y después lanzarlos al Bósforo, un castigo reservado a novias infieles».[74] En *House of All Nations* de Christina Stead, escrita un cuarto de siglo más tarde, un personaje sugiere que los antiguos sultanes solían castigar a las esposas infieles metiéndolas en un saco con dos gatos salvajes y hundiendo el caso en el Bósforo.[75] Estos castigos sugeridos parecen excesivamente duros.

Aun así, los que cometen delitos de cuello blanco parece que se escapan con facilidad, y muchos conservan sus fortunas mal ganadas. Las multas pagadas por las firmas de Wall Street son un impuesto a la riqueza de sus accionistas y no una carga real sobre los malhechores, excepto en el caso de que también sean accionistas.

Ya sea que los estafadores acaben castigados o vivan hasta el final de sus días en un lujo ocioso, se trata de un tema más apropiado para la gobernanza corporativa y la ética de los negocios que para la historia financiera. El descubrimiento de estafas, fraudes y desfalcos, y la detención y castigo que aquellos que violaron la confianza son señales importantes de que la euforia económica ha alcanzado un punto demasiado alto y de que se van a producir consecuencias sociales significativas.

CONTAGIO INTERNACIONAL, 1618-1930

Repartiendo las culpas de la crisis

Que la revisión de los archivos históricos sugiera que las crisis llegan por oleadas plantea dos preguntas: una se refiere a cuándo y dónde se inicia cada una de las ondas y la otra está relacionada con el mecanismo que enlaza las crisis en los diferentes países.

La tendencia en cada país es creer que la crisis es importada. El presidente de los EE. UU.

Herbert Hoover insistió en que Europa era responsable de la depresión de la década de 1930 a causa de sus carteles y de los «estadistas europeos [que] no habían tenido el valor de enfrentarse a estos temas».[1] Existía una sobreproducción global de trigo, caucho, café, azúcar, plata, zinc y algodón. Hoover aceptaba alguna responsabilidad de los EE. UU. en la especulación bursátil. Friedman y Schwartz afirmaron que la crisis se originó en los Estados Unidos, aunque el patrón oro hacía que el sistema financiero internacional fuera vulnerable. El acontecimiento desencadenante inicial —el crac bursátil— fue americano, y la evolución que condujo a la reducción en la disposición de dinero a finales de 1930 fue predominantemente doméstica.[2]

Los europeos creen que la recesión en 2008 se inició en los Estados Unidos. Lo mismo creen muchos en Islandia.

En 1837, el presidente Jackson echó la culpa de la crisis de ese año tanto a Gran Bretaña como a los Estados Unidos:

Parecería imposible, para investigación sincera de la verdad, resistirse a la convicción de que las causas de la revulsión en ambos países han sido sustancialmente las mismas. Dos naciones, las más comerciales del mundo, disfrutando recientemente de los más altos grados de prosperidad aparente, están de repente, sin ninguna gran calamidad nacional, detenidas en esa carrera, y hundidas en la vergüenza y la aflicción. En los dos países hemos sido testigos de la misma redundancia de papel moneda y de otras facilidades de crédito, el mismo espíritu de especulación, el mismo éxito parcial, las mismas dificultades y reveses, y, a la larga, la misma catástrofe sobrecogedora.[3]

Aunque los observadores en la década de 1850 llamaron a los pánicos de 1836-1837 los «pánicos americanos» porque se originaron allí y estuvieron restringidos a los bancos que tenían relación con los Estados Unidos,[4] un economista moderno

concluyó que resultaba «inútil trazar una línea clara para asignar a algún país una primacía causal en el ciclo en su conjunto o en sus fases individuales».[5]

Friedman y Schwartz se apoyaron en el dato de una pauta de los movimientos del oro para llegar a la conclusión de que los Estados Unidos fueron responsables de la recesión de 1920-1921.[6] Otros observadores no están de acuerdo:

¿Qué trajo [la caída en la actividad económica poco después del final de la guerra]? ... Creo que la respuesta debe ser: se trató de una política deliberada inaugurada por dos de los países económicamente dominantes, el Reino Unido y los EE. UU. Resulta imposible darle prioridad a ninguno de los dos. Las primeras afirmaciones oficiales de esta política se realizaron indudablemente en Inglaterra. Por el otro lado, causalmente la política de los EE. UU. debió tener un peso más importante.[7]

Unas pocas crisis son puramente nacionales: la crisis del agio del oro en los Estados Unidos en

1869, el City of Glasgow Bank en 1878, la Union Générale en Francia en 1882. En contraste, las crisis financieras canadienses que ocurrieron en 1879, 1887 y 1908 parecían relacionadas con las grandes corrientes financieras que unían Europa occidental, Escandinavia y los Estados Unidos.[8]

Es posible que algunos países no se vean afectados por las crisis internacionales que impactan a sus vecinos, y por razones obvias. Francia no se vio afectada en 1873 porque había sufrido una deflación severa en 1871 y 1872 a causa de las reparaciones que debía pagar a Prusia. Los Estados Unidos quedaron aislados de la enfermedad de la patata europea y la tumultuosa situación del trigo europeo en 1847 porque los ferrocarriles americanos no se habían desarrollado aún hasta el punto de que los mercados alimenticios de los EE. UU. estuvieran estrechamente relacionados con los de Europa.

Sin embargo, en su mayor parte, las crisis

financieras saltan de un país a otro. Juglar,[9] Mitchell,[10] y Morgenstern[11] han señalado que las crisis financieras suelen ser internacionales, y afectan a una serie de países al mismo tiempo o alternativamente se extienden desde los centros en que se originan a otros países.

Una de las muchas relaciones entre los países es que el arbitraje conecta los mercados de materias primas y financieros nacionales; la implicación de la Ley del Precio Único es que la diferencia en los precios de bienes idénticos o similares en varios países no puede superar los costes de transporte y las barreras comerciales. Las relaciones entre los mercados de materias primas en diferentes países pueden implicar sólo una cantidad modesta de relaciones comerciales. Cuando el precio del algodón subió en la década de 1830 en un único país, el precio aumentó en todos los demás países; de forma similar, la caída en el precio del algodón después de 1864 fue

mundial. Una caída en el precio de cualquier materia prima —en especial un producto de comercio tan amplio como el trigo o el algodón— puede provocar bancarrotas y quiebras bancarias muy lejos de la fuente del cambio original en la demanda o la oferta.

De manera parecida, los mercados financieros de diversos países también están relacionados, puesto que los precios de títulos que se negocian internacionalmente y están disponibles en diferentes mercados deben ser virtualmente idénticos después de una conversión de los precios en diferentes monedas a una misma moneda. Los precios de los títulos que se negocian internacionalmente que figuran en las bolsas de muchos países suben y bajan a la vez. Los precios de los títulos domésticos con frecuencia se mueven de manera sincrónica con los títulos internacionales como consecuencia de lazos psicológicos o a través de los impactos en los

tipos de interés transmitidos mediante los movimientos de capital a corto plazo.

Cuando los cambios en los precios de las acciones son pequeños, las correlaciones entre los movimientos de los precios bursátiles en diferentes mercados nacionales son bajas. Cuando los cambios en los precios de las acciones aumentan, las correlaciones se vuelven más fuertes.

En 1929 todos los mercados bursátiles quebraron a la vez y de nuevo en octubre de 1987 virtualmente todas las bolsas cayeron al mismo tiempo. Aunque se cree que los mercados financieros nacionales estaban más integrados en las décadas de 1980 y 1990 que en épocas anteriores, los precios de las acciones en la década de 1920 en diferentes países tenían una correlación tan fuerte como en décadas posteriores. A causa de la fuerte correlación de los movimientos de los precios de las acciones en

diferentes países, muchos de los inversores que intentan reducir riesgos mediante la diversificación a través de la compra de acciones en diferentes mercados nacionales, obtienen reducciones de riesgo mucho más pequeñas de las que habían anticipado.

Las correlaciones entre los cambios en los precios bursátiles en diferentes países son algo asimétricas en cuanto que los cambios en la bolsa americana tienen un impacto mucho más poderoso en los precios de las acciones en diversos países extranjeros que el impacto que tienen los cambios en los precios bursátiles en cualquiera de estos países en los precios de las acciones en los EE. UU. Así, mientras los precios de las acciones aumentaron en los EE. UU. durante la década de 1990, la bolsa de Tokio se encontraba en un ciclo bajista, pero cuando bajaron los precios de las acciones en los EE. UU. en 2001, ocurrió lo mismo en Tokio, Londres y Frankfurt. La crisis

financiera mexicana de 1994-1995 tuvo su impacto en Brasil y Argentina; los inversores norteamericanos se volvieron más cautelosos en la compra de bonos y acciones latinoamericanas. La devaluación del baht tailandés a principios de julio de 1997 disparó el «efecto contagio» y provocó devaluaciones en las monedas de los países asiáticos vecinos durante los seis meses siguientes y después se extendió a Rusia y Brasil, y finalmente, a Argentina.

Mecanismos de transmisión

Auges y pánicos se transmiten de un país a otro por vías muy diferentes, incluyendo el arbitraje de materias primas o títulos y los movimientos de dinero en varias formas (efectivo, depósitos bancarios, letras de cambio), la cooperación entre

las autoridades monetarias y la psicología de los inversores.[12]

Los mercados de títulos y activos en varios países están relacionados a través de movimientos de dinero. La inflación en los Estados Unidos a finales de la década de 1960 y a principios de la década de 1970 provocó grandes flujos de dinero desde los Estados Unidos a Alemania y Japón, y las tasas de inflación en estos países aumentaron cuando crecieron sus bases monetarias y su disponibilidad de dinero.

Los movimientos monetarios transfronterizos pueden responder a causas reales, incluyendo guerras y revoluciones, innovaciones técnicas y la apertura de nuevos mercados y de nuevas fuentes de materias primas, y a cambios en las relaciones entre las tasas de crecimiento en diferentes países, así como a los cambios en las políticas monetaria y fiscal. La privatización de empresas gubernamentales en un país determinado provoca a

menudo flujos de dinero de inversores extranjeros para comprar acciones en dichas empresas.

Analicemos las conexiones entre la apreciación de una moneda y la deflación en el mercado de bienes de dicho país (o las conexiones entre la depreciación de una moneda y la inflación en el mercado de bienes de dicho país); la apreciación de la moneda provoca bajadas en los precios de bienes de exportación, y la quiebra y la descapitalización de los bancos y de otras entidades financieras. La apreciación del yen japonés en la segunda mitad de la década de 1980 y en la década de 1990 presionó a la baja los precios de los bienes de exportación en el Japón. La depreciación de las monedas argentina, uruguaya, australiana y neozelandesa a principios de la década de 1930 contribuyó a la caída en los precios del trigo en los Estados Unidos, que a su vez provocó la bancarrota de muchos granjeros y la quiebra de bancos en Missouri, Indiana, Illinois,

Iowa, Arkansas y Carolina del Norte.[13]

Auges y colapsos están conectados internacionalmente de maneras muy diferentes. Un auge económico en un país casi siempre atrae dinero del exterior. De forma similar, un auge en un país puede reducir el flujo monetario de otros; así, en 1872, Berlín y Viena dejaron de prestar a Nueva York, mientras que el auge bursátil de los EE. UU. en 1928 provocó una fuerte reducción de las compras americanas de bonos alemanes, australianos y latinoamericanos. El colapso del mercado de los préstamos bancarios sindicados a México, Brasil y Argentina en 1982 condujo a una reducción pronunciada en los valores de sus divisas.

Los precios bursátiles e inmobiliarios crecieron con fuerza en tres de los países escandinavos a finales de la década de 1980, triplicándose en Noruega y quintuplicándose en Suecia y Finlandia.[14]

El Kipper und Wipperzeit

Esta crisis financiera ocurrió con dinero en metálico; los créditos de los bancos o de otros prestamistas no se vieron envueltos. Príncipes, abades, obispos e incluso el Sacro Emperador Romano-Germánico devaluaron las monedas de menor valor nominal utilizadas en las transacciones cotidianas (pero no el de las monedas de oro y plata de valor más alto) mediante el aumento del valor de las monedas existentes, sustituyendo la base de metales buenos y reduciendo el contenido metálico de las monedas con el objetivo de extraer más efectivo en preparación de la Guerra de los Treinta Años que estalló en 1618. La devaluación se limitó al principio a sus propios territorios. Después

algunos espíritus emprendedores descubrieron que era más rentable llevar moneda mala al otro lado de las fronteras, a principados vecinos, para cambiarlas por monedas buenas a la gente ignorante; las monedas buenas se llevaban a casa y se devaluaban. La unidad territorial a la que se hería de esa manera, se defendía devaluando su moneda y se volvía hacia otros vecinos para resarcirse de las pérdidas y llenar las arcas de guerra. Se establecieron cada vez más cecas para aumentar el circulante.

La devaluación se aceleró hasta que las monedas de menor valor prácticamente lo dejaron de tener, y los niños jugaban con ellas en la calle, de manera similar a lo que se cuenta en el cuento de León Tolstoi «Iván el Imbécil».

Algunas fuentes locales extendieron la idea de que la primera invasión de moneda devaluada procedía de Italia y desde allí penetró en el sur de Alemania a través del obispado de Chur en el lago

Constanza. Sin embargo, la misma fuente en Ulm proclamaba que la falsificación del Círculo del Alto Rin, que incluía Estrasburgo, era especialmente ultrajante. Iniciada a pequeña escala alrededor de 1600, la devaluación se fue acelerando lentamente después de 1618 y se extendió por Alemania y Austria y hacia lo que se iba a convertir en Hungría y Checoslovaquia, y hacia Polonia y, según algunas fuentes, hasta el Cercano y el Lejano Oriente a través de Lviv en Rusia.[15]

Las burbujas de South Sea y del Mississippi

Åkerman calificó la crisis de 1720 como la primera crisis internacional, porque la especulación de 1717 a 1720 en Francia y Gran Bretaña afectó a las ciudades de los Países Bajos,

el norte de Italia y Hamburgo.[16] Las burbujas de South Sea y del Mississippi estuvieron conectadas de muchas formas. En fecha tan temprana como 1717 los inversores británicos empezaron a seguir el mercado de acciones de los bancos y compañías de John Law en la Rue de Quincampoix en París. En mayo de 1719, el embajador británico en París recibió cartas de amigos y familiares en Escocia pidiéndole que comprase para ellos acciones en la Compagnie des Indes. Treinta mil extranjeros, incluida la nobleza británica, viajaron a París para suscribirlas en persona. En mayo, el embajador Stair urgió a su gobierno a que hiciese algo para competir con John Law y ralentizar el flujo de dinero desde Londres a París. Al llegar a su cima el sistema de Law en diciembre de 1719, algunos especuladores, incluido el duque de Chandos, vendieron acciones de South Sea y compraron acciones del Mississippi.[17]

Mientras los especuladores británicos estaban

comprando acciones del Mississippi en París, muchos continentales estaban comprando acciones de South Sea en Londres. Sir Theodore Janssen tenía una larga lista de suscriptores de Ginebra, París, Ámsterdam y La Haya. Uno de los inversores franceses fue el banquero Martin, que, como ya se ha señalado, quedó recogido por Charles McKay como suscriptor de 500 libras con la nota: «Cuando el resto del mundo se ha vuelto loco, lo tenemos que imitar en cierta medida». Cuando los primeros pájaros empezaron a liquidar en julio, el cantón de Berna, que había especulado con 200.000 libras de fondos públicos, los vendió con un beneficio de 2 millones de libras.[18]

Ámsterdam se aprovechó de su posición entre París y Londres. Los holandeses vendieron sus acciones en la Mississippi Compagnie des Indes en el momento oportuno y perdieron poco en el crac. En abril de 1720, quizás de forma algo prematura, David Leeuw liquidó sus acciones de

South Sea y compró acciones del Banco de Inglaterra y de la Compañía de las Indias Orientales. A finales de dicho mes, el banquero holandés Crellius observó con frialdad que en Exchange Alley parecía «como si todos los lunáticos se hubieran escapado a la vez del manicomio».[19] En junio y julio hubo enlaces por barco cada doce horas entre Gran Bretaña y Ámsterdam, y el 16 de julio ochenta especuladores judíos, presbiterianos y anabaptistas de Exchange Alley fueron a Holanda y Hamburgo para negociar acciones de aseguradoras.[20] En el otoño de 1720, Londres y el continente estaban compartiendo el desastre financiero. Samuel Bernard, un banquero francés, fue enviado a Londres para vender acciones de South Sea a cambio de oro, que debía traer de vuelta a Francia como revulsivo al sistema de Law. Los bancos holandeses «recogieron velas, recuperaron adelantos, rechazaron otorgar más crédito,

vendieron acciones que se conservaban como avales».[21] El precio de la libra británica en relación con el florín en Ámsterdam —que había subido de 35,4 florines la libra a 36,1 cuando se produjo la primera alza de las acciones de South Sea en abril y «Francia, Holanda y hasta cierto nivel Dinamarca, España y Portugal» estaban comprando— bajó a 33,9 el 1 de septiembre cuando «los extranjeros perdieron su gusto por los títulos ingleses». En el momento álgido del pánico se recuperó hasta 35,2.[22]

De 1763 a 1819

La crisis de 1763 implicó principalmente a Holanda, Hamburgo, Prusia y Escandinavia, con repercusiones y ayuda en Londres. Francia no se vio implicada; la guerra de los Siete Años se

había dirigido contra Francia. George Chalmers, un observador contemporáneo muy perspicaz, consideró que la especulación en terrenos en los Estados Unidos fue un factor en la crisis, aunque nadie más apoyó dicha afirmación.[\[23\]](#) Ámsterdam había sido el centro intermediario para el pago de dinero a los aliados de los británicos, y los holandeses habían estado expandiendo el crédito mediante la compra de acciones del gobierno británico y *Wisselruiterij* (cadena de letras de favor) que llevó a la construcción de un edificio de crédito vertiginoso sobre una base pequeña (el proverbial «castillo de naipes»), con letras emitidas contra casas mercantiles en Estocolmo, Hamburgo, Bremen, Leipzig, Altona, Lübeck, Copenhague y San Petersburgo. Letras de cambio emitidas con los títulos de bienes embarcados también circulaban en Ámsterdam, además de las letras de favor. Cuando cayeron los precios de las materias primas después de la guerra —en

especial al reanudarse las importaciones de azúcar de las Indias Occidentales francesas— no se pudieron pagar las letras.[24] Hamburgo advirtió a las casas de Ámsterdam que iban a suspender los pagos al menos que se consiguiera apoyo a los DeNeufville. En una cuenta, la letra llegó demasiado tarde.[25] Otro afirmó que fracasó un plan para salvar la empresa porque su reputación era demasiado mala.[26] A largo plazo, los DeNeufville habrían sido capaces de pagar el 70 % de sus obligaciones, pero sus acreedores acordaron el 60 % antes de que se supiera dicha información. Al final, los acreedores de Hamburgo tuvieron que esperar treinta y seis años para cobrar.[27] El *coup de grâce* ocurrió cuando el rey Federico II de Prusia, que había devaluado las monedas de plata en 1759 para apoyar el esfuerzo de guerra, recogió las monedas antiguas e hizo acuñar otras nuevas en Ámsterdam sobre la base de créditos de banqueros holandeses.[28] La

retirada de las monedas antiguas antes de emitir las nuevas provocó una deflación al reducirse el dinero en circulación.

Londres salió al rescate de *Ámsterdam* y financió una porción considerable del comercio y las inversiones holandesas con Escandinavia y Rusia. En contra de su voluntad, el rey Federico tuvo que ayudar a los mercaderes de Berlín que se vieron atrapados en la crisis cuando sus letras fueron protestadas.[29] Las casas suecas se quejaron a principios de otoño de 1762 de que las letras que emitían eran protestadas y no se pagaban en *Ámsterdam* mientras que se retenían los envíos para cubrir las letras. Que *Ámsterdam* intentase salvarse con la venta de títulos británicos es un tema a debate. Wilson afirmó que de esta forma *Ámsterdam* exportó la crisis a Londres. Canter insistía en que no había podido encontrar evidencias de las ventas en los libros de transferencia.[30]

En 1772 la crisis se extendió desde Escocia y Londres a Ámsterdam, y desde allí a Estocolmo y San Petersburgo. Grandes flujos en dinero en efectivo desde París a Londres alimentaron la manía de los bancos del Canal y rurales durante el reinado del Terror en 1792, que alcanzó su cima con la ejecución de Luis XVI en enero de 1793; la dirección del flujo de los metales preciosos revirtió en 1797 cuando se restauró más o menos el orden monetario bajo el Consulado después de los *assignats*.

La crisis británica de 1810 estuvo localizada: en primer lugar los exportadores británicos exageraron sus ventas a Brasil y después quedaron aislados de sus establecimientos bálticos por el bloqueo. Se produjeron ecos de esta crisis en Hamburgo y en Nueva York.

Los aspectos internacionales de las crisis de 1816 y 1819 reflejaban que la perspectiva del final de la guerra en 1814 provocó grandes ventas

británicas de manufacturas al continente. Smart lo calificó como un frenesí exportador que estalló pronto, como las burbujas de South Sea y del Mississippi. Cuando colapsaron los precios, los bienes fueron enviados a América del Norte, lo que condujo a las tarifas de los EE. UU. de 1816. El resultado fue una profunda depresión, sin un pánico, ni siquiera una crisis.[31] En 1818 y 1819 se produjeron pánicos a ambos lados del Atlántico que estaban conectados de manera poco obvia. La crisis de 1819 en Gran Bretaña siguió al colapso de la especulación de materias primas en 1818, y el descrédito y la tensión «se originaron claramente en un exceso previo de actividad comercial».[32] El año 1819 estuvo marcado por la reaparición de los pagos en especie y por la masacre de Peterloo, cuando una manifestación de trabajadores de Manchester y sus familias fue reprimida con una carga de caballería que mató al menos a ochenta personas; Smart lo calificó como

un «año desastroso».[33] En América, el Second Bank of the United States precipitó un pánico que se ramificó hacia los bancos de los estados para compensar balances muy grandes y las letras que estaban en su poder. El propósito era reunir 4 millones de dólares en especie para devolver los préstamos tomados en Europa en 1803 para pagar la compra de Luisiana.[34] Pero el Second Bank era una burbuja en sí mismo, después de restablecerse en 1817 tras la disolución del First Bank en 1811. El banco estaba dirigido por directores avariciosos y corruptos que aceptaban pagarés en pago de acciones, registraron acciones bajo nombres diferentes para sortear la ley que limitaba la concentración de la propiedad, aprobaron créditos avalados por acciones del banco, permitieron otros préstamos sin aval, y autorizaron cuentas para que quedasen en descubierto. Hammond observó que el curso sobrio de los negocios del siglo XVIII había dado

paso a la pasión democrática de hacerse rico con rapidez, y los hombres imbuidos de esta pasión y sin escrúpulos habían conseguido el control del Second Bank.[35]

De 1825 a 1896

La crisis de 1825 implicó a Gran Bretaña y América del Sur, aunque se produjo una ramificación específica hacia París que se extendió hasta que golpeó el pánico en enero de 1828. Con el pánico en Londres en diciembre de 1825, se detuvieron las ventas continentales, causando un impacto en los bancos en París, Lyon, Leipzig y Viena, y obligando a Italia y a otros mercados que dependían de estos centros para financiarse a reducir sus compras. Las tensiones en los inventarios sobrecargados en las áreas

productoras de textil en Alsacia fueron generales; las empresas tenían poco dinero y pusieron en circulación entre 9 y 16 millones de francos con pagarés propios como sustituto del dinero. Cuando este edificio se derrumbó en diciembre de 1827 al negarse los bancos parisinos a renovar los préstamos alsacianos, la crisis de Londres, consecuencia de un exceso con las acciones sudamericanas, había llegado al continente.[36]

Åkerman calificó las crisis de 1825 y 1836 de «anglo-americanas» en contraste con la de 1847, que era anglo-francesa.[37] Las dos primeras fueron anglo-americanas de maneras diferentes: la crisis de 1825 fue anglo-sudamericana; la crisis de 1836, anglo-norteamericana. Además, la situación en 1836 era mucho más compleja que la de 1825.

Como se ha señalado antes, el presidente Jackson consideraba que la responsabilidad por las crisis de 1836 y 1839 se debía dividir a partes iguales entre Gran Bretaña y los Estados Unidos,

mientras que Matthews pensaba que resultaba inútil asignar una primacía causal. La expansión monetaria en ambos países era muy diferente. Las actividades bancarias salvajes alimentadas por las importaciones de plata habían empezado en los Estados Unidos mientras se establecían nuevos bancos por acciones en Gran Bretaña como consecuencia de la nueva legislación de 1826 y 1833. La especulación británica se centraba en el algodón, los textiles algodoneros y los ferrocarriles; la especulación americana lo hacía en algodón y tierras; en especial, en tierras en las que se podía cultivar algodón. Además los bancos anglo-americanos en Londres financiaban las exportaciones británicas a los Estados Unidos.

La crisis no fue puramente un asunto anglo-americano, aunque se ha discutido con frecuencia sobre estos términos con un énfasis en el impacto sobre la evolución de la política de descuento del Banco de Inglaterra.[38] Hawtrey señala que se

inició en Gran Bretaña en 1836 y 1837, se extendió a los Estados Unidos y después, en mayo de 1838, cuando Gran Bretaña se estaba recuperando con lentitud, estalló en Bélgica, Francia y Alemania para regresar a Gran Bretaña y los Estados Unidos en 1839.[39] La crisis en los Estados Unidos también afectó directamente a Francia y Alemania a través de la caída en el volumen de las importaciones, el declive de los precios y las conexiones financieras. Lyon sintió de forma inmediata la pérdida de puntos de venta para la seda. Las compras americanas eran importantes para el éxito de las ferias en Frankfurt y Leipzig. Las casas comisionistas americanas en París, que financiaban sus compras en gran parte en Londres, y el banquero americano Samuel Welles, que también se apoyaba en Londres para sus finanzas, se vieron amenazados de quiebra en una fecha tan temprana como la primavera de 1837.[40] La Maison Hottinguer, un banco francés,

ayudó a Nicholas Biddle del Bank of the United States a colocar el monopolio en algodón que estranguló a los hiladores algodoneros en Manchester, Ruán y Alsacia en el verano y el otoño de 1838, antes del colapso del monopolio en noviembre de aquel año como consecuencia de un boicot anglo-francés.[41] Además, el Banco de Francia proporcionó ayuda al Banco de Inglaterra. En la década de 1830, el mundo financiero tenía unas relaciones transatlánticas muy complejas en el comercio, el precio de las materias primas y los flujos de capital entre Gran Bretaña, los Estados Unidos y Francia.

En enero de 1847 crecieron las tensiones en Londres como respuesta a los dividendos de los ferrocarriles y la crisis apareció más tarde, avanzado el verano. Åkerman afirma que los problemas eran anglo-franceses, pero tuvieron ecos en el comercio anglo-indio, en Ámsterdam y en los Países Bajos, y también en Alemania e

incluso en Nueva York. Cierta rastro de la extensión de la crisis resulta evidente por el número de quiebras reunido por Evan pero no por el valor de los activos de los bancos y empresas en bancarrota. Los datos son más completos para Gran Bretaña que para otros países, puesto que Evans sólo da noticia de las «principales quiebras extranjeras». A pesar de sus deficiencias serias, una tabla que muestra las quiebras mensuales proporciona una impresión útil de cómo se extendió la onda de choque de la crisis. La crisis británica parece que casi había muerto, excepto en Londres, cuando la revolución en Francia y Alemania provocó las reacciones de marzo y abril de 1848, que probablemente no están bien representadas en los datos de Evans.[42]

La quiebra del A. Schaaffhausen Bank de Colonia el 29 de marzo de 1848 jugó su papel en el desarrollo de la banca alemana. El gobierno prusiano permitió la salvación del banco mediante

su transformación en una compañía por acciones, a pesar de su política de oposición a la expansión del crédito; este precedente abrió la senda para la expansión sustancial de los bancos alemanes en la década de 1850, con consecuencias importantes para el crecimiento económico alemán.^[43] Como Colonia había sido una ciudad hanseática, es probable que el banco estuviera inmerso en la red de banca mercantil de Londres-Amberes-Hamburgo-Bremen-La Haya-Marsella que tan bien caracterizó Evans. Una fuente local afirmaba que Colonia era el cruce mercantil entre Holanda, Brabante, Francia y Alemania oriental y superior, y que la ciudad sufrió muchas bancarrotas como consecuencia de la crisis británica de 1825. La fuente admite que, además de cierta financiación de las importaciones de cuero desde América del Sur, la mayor parte de las finanzas de la banca eran locales y estaban comprometidas con la industria pesada. Johann Wolter y Abraham

Schaaffhausen empezaron como comerciantes de cuero, comprando pieles sudamericanas en España, primero a través de Ámsterdam y después directamente. Abraham, el hijo, fue mercader, comisionista, consignatario de transporte y banquero con conexiones internacionales. Sin embargo, los problemas en 1848 procedieron en su mayor parte de la financiación de inversiones inmobiliarias en Colonia. Casi una cuarta parte de la cartera del banco consistía en terrenos y préstamos a un solo constructor que en conjunto ascendía a 1,6 millones de táleros comparados con el capital del banco de 1,5 millones. Al aumentar el malestar social y retirar los depositarios el dinero en efectivo, el banco se buscó primero un socio holandés y después recibió ayuda de la filial del Banco de Prusia en Colonia, la filial del mismo banco en Münster, el Seehandlung prusiano (otra agencia financiera estatal) y la lotería prusiana. El permiso dado a A. Schaaffhausen para

británico						
París	1			2	1	14
La Haya		1			1	5
Marsella	1		1	1		2
Otras (Francia)		2		1		1
Ámsterdam			3	1	1	14
Otras (Países Bajos)	1	1	4			4
Hamburgo	1		2		1	
Frankfurt				3	1	
Berlín						3
Otras (Alemania)	2			1		1
Italia	3		7	1		
Otras (Europa)	1		3	2	1	1
Nueva York	1		3	1		
Otras (EE. UU.)						

Otros
lugares

1

1

Fuente: Elaborado a partir del nombre de empresas y bancos listados por D. Morier Evans, *The Commercial Crisis, 1847-48* (1849, reedición, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1969), pp. 69, 74, 91-92, 103-104, 105-106, 112-113, 118-120, 123, 127.

El auge que condujo al pánico de 1857 fue mundial. El descubrimiento de oro en California (1849) y Australia (1851) provocó un auge de las exportaciones a estos países y amplió las bases crediticias en Europa y los Estados Unidos. Y se habría extendido mucho más si la India no hubiera exportado mucho más de lo que estaba importando y hubiera empezado a recibir, junto con los Estados Unidos, dinero de Gran Bretaña, que se había desanimado de invertir en el continente a causa de las revoluciones de 1848. El excedente en la balanza de pagos fue financiado por pagos en

plata. Tanto Europa como los Estados Unidos estaban experimentando auges ferroviarios y bancarios. La expansión también vino de los bancos por acciones en Gran Bretaña y Alemania, y del Crédit Mobilier, Crédit Foncier y Crédit Agricole en Francia, que ofrecieron grandes créditos al comercio y la industria. En especial Escandinavia se había visto estimulada por el auge en el comercio generado por la revocación de las Corn Laws británicas, los aranceles sobre la madera y las Navigation Acts.^[45] Las malas cosechas y la guerra de Crimea, que cortó las exportaciones rusas, elevó el precio de los cereales para los campesinos de todo el mundo. Estos fueron, de hecho, los años dorados de los agricultores británicos, a pesar de la derogación de las Corn Laws en 1846. Después de la guerra, los precios de los cereales se hundieron cuando regresó al mercado el grano ruso y declinó la construcción ferroviaria. Las piezas de dominó

empezaron a caer en Ohio —o, mejor dicho, en la filial en Nueva York de un banco de Ohio— y siguieron en Nueva York, Ohio, Pennsylvania, Maryland, Rhode Island y Virginia, y después en Liverpool, Londres, París, Hamburgo, Oslo y Estocolmo. Los datos de Evans sobre bancarrotas en 1857 son menos detallados que los de 1847 y no se puede trazar la senda de las quiebras. La quiebra de la filial en Nueva York de la Ohio Life and Trust Company ocurrió más o menos al mismo tiempo que la retirada británica de fondos de los Estados Unidos en respuesta al alza de los tipos de interés en Londres.

La naturaleza concentrada de la crisis —desde el anuncio de la Ohio Life el 24 de agosto a la suspensión de la Bank Act en Londres el 12 de noviembre, pasando a los préstamos a Hamburgo concedidos por Austria (el *Silberzug*) el 10 de diciembre— resulta sorprendente. Clapham ha observado que la crisis apareció casi en el mismo

instante en los Estados Unidos, Gran Bretaña y Europa central, y se sintió en América del Sur, Sudáfrica y el Lejano Oriente.[46] Rosenberg la llama «la primera crisis mundial». La cámara de comercio de Elberfeld afirmó: «El mundo es una unidad; la industria y el comercio lo han hecho así».[47]

La crisis de 1866 es el ramalazo final de una que se inició en 1864. Åkerman afirma que tiene paralelismos con la crisis de 1857, teniendo en cuenta que siguió a la Guerra Civil de la misma forma que la de 1857 se produjo después de la guerra de Crimea, y porque el colapso del algodón en 1866 fue un paralelismo del colapso del trigo una década antes.[48] La inclusión de 1864 elimina la opinión general de que la crisis fue estrictamente británica.[49] El momento de pánico durante el Viernes Negro, el 11 de mayo de 1866, estuvo íntimamente relacionado con la guerra pruso-austríaca, principalmente por los colapsos

bursátiles atribuibles a los rumores de guerra y, posteriormente, al estallido de la guerra, y después al *corzo forzoso* del 11 de mayo de 1866, cuando el gobierno italiano suspendió la convertibilidad de la lira en oro y a cambio de este privilegio tomó prestados 250 millones de liras del banco nacional.[50] Como el colapso de Overend, Gurney & Co., el *corzo forzoso* tuvo su causa en una carrera interna de cambio de billetes por oro, estimulada por la salida de dinero hacia París, que a su vez había sufrido a causa de las ventas de títulos extranjeros. El mercado londinense estaba debilitado a mediados de abril a causa de los rumores de guerra. La bolsa de Berlín entró en pánico el 2 de mayo con la movilización y de nuevo el 12 de mayo cuando estalló la guerra. El Banco Prusiano elevó su tipo de descuento hasta el 9 % el 11 de mayo. El pánico en Londres en el mismo día se debió en parte a la prisa general en busca de liquidez contra una empresa vulnerable

en un momento de grandes tensiones financieras. Alfred André, un banquero parisino con grandes intereses en Egipto, pasó «una semana agotadora» en Londres cuidando de los intereses de su empresa durante la época de la crisis Overend, Gurney. Regresó a París el 17 de mayo, después de llegar a la conclusión de que las empresas financieras estaban arruinadas y que los negocios estaban paralizados en Italia, Prusia, Austria y Rusia, con Francia resistiendo bastante bien, pero sólo momentáneamente.[51]

No existe una conexión obvia entre la crisis del oro en los EE. UU. de septiembre de 1869 y la crisis austríaca del mismo mes. Ambas divisas flotaban. Ambos países estaban viviendo auges de inversión después de sus guerras, aunque la devastación provocada por el conflicto había sido mucho mayor en los Estados Unidos. Wirth introdujo su breve análisis del «gran crac de 1869», que precedió al gran crac de verdad de

1873, con comentarios sobre las inversiones alemanas y austríacas en los Estados Unidos, la invasión de los mercados europeos por bienes americanos, y la extensión de las conexiones marítimas y bancarias a través del Atlántico.[52] Sin embargo, como Wirth no menciona la crisis del oro de los EE. UU., no parece probable que esté sugiriendo una conexión. Los estudios sobre la crisis del oro de 1869 en los Estados Unidos ignoran a Austria.[53] Una relación posible se establece a través del precio del trigo, que Jay Gould y Jim Fisk estaban intentando incrementar cuando empujaron al alza la prima en oro (por ejemplo, el descuento sobre el dólar *greenback*). Las dificultades que siguieron al crac de septiembre de 1869 se concentraron en Hungría, que era un país productor de trigo.[54] Gould constata que los Estados Unidos podían vender trigo a Gran Bretaña en competencia con la mano de obra barata y el transporte marítimo desde el

Mediterráneo con la cotización del oro a 45, pero los Estados Unidos no podían vender trigo con el oro por debajo de 40.[55] La caída en la cotización del oro en los Estados Unidos en septiembre podría haber ayudado a las perspectivas económicas húngaras.

En 1873 la historia empieza con las indemnizaciones franco-prusianas, de las que una décima parte se pagó en oro en 1871 y que provocaron una especulación sustancial en Alemania, que después se extendió a Austria.[56] Jay Cooke, que llegó tarde a las finanzas ferroviarias y buscaba capital para los ferrocarriles en Europa, sobrepasó sus posibilidades con el Northern Pacific; intentó conseguir préstamos en Frankfurt pero no pudo competir con los auges de la construcción en Alemania y Austria.[57] Otras perturbaciones incluyeron la abertura del canal de Suez en 1869, el error de las autoridades alemanas en la emisión

de monedas nuevas antes de retirar las antiguas monedas de plata, el incendio de Chicago del 8 de octubre de 1871,[58] y en especial la excitación generada por la unificación alemana bajo la dirección de la Prusia de Bismarck. La adquisición alemana de 90 millones de libras de las indemnizaciones puso en peligro la estabilidad en Gran Bretaña por la amenaza de su conversión en oro. Francia deflacionó para pagar las indemnizaciones y no se vio afectada por la inflación que se extendió por toda Europa.

Una cuestión principal es la conexión entre el colapso en mayo de 1873 en Austria y Alemania después de algunos meses de tensiones y el de los Estados Unidos en septiembre. Una relación se establece a través de los cambios en las inversiones alemanas en los ferrocarriles americanos; inicialmente los inversores alemanes especularon con los ferrocarriles y los terrenos occidentales, y después se produjo un paro abrupto

de más inversiones. McCartney afirma que por lo general se acepta que la de 1873 es la primera crisis internacional significativa. La crisis estalló en Austria y Alemania en mayo; se extendió a Italia, Holanda y Bélgica, y después a los Estados Unidos en septiembre; y más tarde atacó a Gran Bretaña, Francia y Rusia. Un segundo pánico golpeó Viena el 1 de noviembre pero fue de corta duración.[59] Morgenstern destaca una «clara evidencia de la transmisión a lo largo del año, extendiéndose a Ámsterdam y Zúrich» en su tabla de pánicos bursátiles internacionales.[60] En el otoño de 1875, el barón Carl Meyer von Rothschild escribió a Gerson von Bleichröder y comentó el estado deprimido de los precios de las acciones en todas partes, señalando que «todo el mundo se ha convertido en un centro financiero».[61]

Siguieron una serie de quiebras y pánicos que no estuvieron tan íntimamente relacionados,

incluidos los del City of Glasgow en 1878, la Union Générale en 1882 y la Bolsa de Nueva York en 1884; los pánicos bursátiles por toda Europa en 1887 a causa de la amenaza de guerra entre Rusia y Turquía; el monopolio del cobre en 1888 en París con la quiebra del Comptoir d'Escompte; y la crisis Baring de 1890, el escándalo de Panamá de 1892, y el pánico de Nueva York de 1893. Su propagación fue estudiada en detalle por Morgenstern[62] y Pressnell que se centraron en especial en la crisis Baring y dieron una importancia particular a su impacto en las reservas de oro del Banco de Inglaterra.[63] La crisis Baring de 1890 provocó estrecheces financieras más que pánico en Nueva York cuando los inversores británicos vendieron acciones buenas de los EE. UU. para cubrir préstamos latinoamericanos malos.[64] Un punto de vista es que la crisis financiera en Nueva York en octubre de 1890 precipitó el colapso de Baring Brothers

en noviembre al producirse una serie de quiebras en Londres, lo que hizo que a Baring le resultara más difícil continuar. La crisis Baring, inducida por dificultades en Argentina, provocó una fuerte caída en los préstamos británicos por todo el mundo y contribuyó con fuerza a las crisis económicas en Sudáfrica, Australia y los Estados Unidos durante los años siguientes.[65]

1907

La crisis de los EE. UU. de 1907 empezó varios años antes en Italia, que había participado en el crecimiento de los primeros años del siglo.[66] La especulación alimentada por el crédito se había extendido. Hubo operaciones ficticias y corporaciones del acero utilizaron fondos pedidos en préstamos ostensiblemente para

inversiones reales, para especular con sus propios títulos; se pagaron grandes dividendos con el dinero de los préstamos para estimular el interés de los inversores. Las tensiones estallaron en mayo de 1905 con el colapso de muchas compañías nuevas. Una segunda recaída ocurrió en la bolsa de Génova en octubre de 1906. En abril y mayo de 1907 se habían ralentizado los préstamos de París y Londres, y las tensiones se agudizaron. La Società Bancaria Italiana se había fundado en 1898 con un capital de 4 millones de liras, que aumentó a 5 millones en 1899, 9 millones en 1900, 20 millones en 1904, 30 millones en 1905 y 50 millones en marzo de 1906. A medida que se aumentó el capital, se adquirieron bancos antiguos y con frecuencia con problemas y personal nuevo.[67] La central del banco en Milán no conocía los riesgos que había adquirido su filial en Génova.[68] En particular, el banco estaba profundamente implicado en adelantos sobre

títulos (*riporti*). El gobernador Stringher de la Banca d'Italia estaba preocupado por la baja calidad de sus préstamos y la gran cantidad que había pedido prestada al banco central en diciembre de 1906. Cuando París y Londres cortaron los créditos nuevos a Italia y a los Estados Unidos en la primavera de 1907, el banco advenedizo y marginal estuvo condenado. Las conexiones directas entre Turín-Milán-Génova y los Estados Unidos eran limitadas. Pero los centros italianos estaban conectados con París; Nueva York tenía su conexión principal con Londres; y París y Londres, entre ellos. Bonelli afirma que cuando París vendió sus títulos británicos, y París y Londres dejaron de prestar, los países coloniales se encontraron de pronto privados de capital y se vieron obligados a detener proyectos de inversión en marcha, con la consecuente presión a la baja sobre la demanda, la producción, el empleo y los precios. La analogía

entre Italia en 1907 y un territorio colonial es sorprendente. Bonelli sostiene que la restricción de crédito a Italia por parte de París habría tenido consecuencias mucho más serias si no hubiera sido por las remesas de los emigrantes, en su mayor parte desde los Estados Unidos.[69] Existía una conexión directa a través del Atlántico, principalmente entre Nueva York y Nápoles. El estudio de Bonelli se centra en la estrecha conexión directa y contrasta con la de un observador contemporáneo, un banquero neoyorquino llamado Frank Vanderlip, que afirma que la causa básica del pánico fue la guerra de los bóers, la guerra ruso-japonesa y el terremoto de San Francisco. Pero después de un inicio tan grandioso, analiza los excesos mercantiles de compañías fiduciarias recién formadas y la necesidad de una divisa expansiva.[70]

Las ramificaciones internacionales de 1929

El presidente Hoover afirmó que parte de las causas reales de la Gran Depresión fueron la expansión de la producción fuera de Europa durante la Primera Guerra Mundial, que contribuyó a un exceso de oferta mundial cuando se recuperó la producción europea después de la guerra. Además, estaban las complicaciones financieras de las reparaciones y las deudas de guerra; una libra británica sobrevalorada y un franco francés devaluado, y el reciclaje de las reparaciones alemanas después del Plan Dawes con las compras americanas de los bonos de las corporaciones y los organismos gubernamentales alemanes. Cierta culpa se atribuye a la reducción de los tipos de interés en los EE. UU. en el verano de 1927 para ayudar a Gran Bretaña a mantener la paridad de la libra cuando las necesidades internas de los EE. UU. se habrían visto mejor servidas con tipos

de interés altos. Cuando el precio de las acciones americanas aumentó en marzo de 1928 y en especial después de junio, se detuvieron las compras americanas de bonos extranjeros. Durante un tiempo, Alemania, los países latinoamericanos y Australia pidieron prestado a corto plazo. Alemania respondió a la reducción de entrada de moneda mediante la deflación de su economía, de manera que así iba a tener dinero para pagar las reparaciones. Las posiciones de pago de Argentina, Australia, Uruguay y Brasil se volvieron muy adversas. Incapaces de hacer frente a su acumulación de deudas a corto plazo o de pedir más prestado, sus divisas se depreciaron poco después del crac de la bolsa en octubre de 1929, cuando los precios del trigo, el café, la goma, el azúcar, la seda y el algodón cayeron con fuerza.

Un programa de mercado abierto emprendido por el Banco de la Reserva Federal de Nueva

York por iniciativa propia, pasando por encima de las protestas del Consejo de la Reserva Federal en Washington, alivió la restricción crediticia a principios de 1929. Se produjo un aumento en los préstamos internacionales durante la primera mitad de 1930; su volumen en el trimestre abril-junio fue mayor que en cualquier otro trimestre de las décadas de 1920 y 1930. Sin embargo, el bajo nivel de los precios y la pérdida de confianza en Alemania, en especial después de ganar los nacionalsocialistas en las elecciones de septiembre de 1930, provocó la continuación de las tensiones financieras. Los bancos en Europa central, sobre todo en Austria y Alemania, intentaron mejorar sus posiciones empujando al alza los precios de sus propias acciones. Dos bancos privados, el Banque Adam y el Banque Oustric, quebraron en París, desencadenando este último un escándalo que implicó a tres funcionarios gubernamentales y provocó la caída

del gobierno. El gobierno deflacionista de Laval subió al poder a principios de 1931. Y después se inició el proceso deflacionista: la quiebra del Credit Anstalt en Viena en mayo, la quiebra del Danatbank en Alemania en julio, el acuerdo alemán de paralización de julio, y las retiradas de dinero de Londres en agosto, que culminaron con la decisión de los británicos en septiembre de 1931 de romper la paridad entre la libra y el oro. El bloque del oro de Francia, Bélgica, los Países Bajos y Suiza empezó a comprar oro con dólares norteamericanos y la retirada de oro de los Estados Unidos redujo las reservas de los bancos americanos. Japón salió del oro en diciembre de 1931. La deflación en los Estados Unidos derivó de la depreciación de la libra británica y de las divisas de los países de la zona de la esterlina que siguieron unidas a la libra, y de la reducción de las reservas bancarias. En febrero de 1932, la ley Glass-Steagall hizo posible una reflación a través

de operaciones de mercado abierto, pero ya era demasiado tarde. Se siguieron extendiendo las quiebras de los bancos en un círculo retroalimentado de un proceso de endeudamiento deflacionista con una caída en los precios de los bienes, bancarrotas y quiebras bancarias. La economía de los EE. UU. tocó fondo con las vacaciones bancarias generales que se iniciaron en marzo de 1933 y con la depreciación del dólar en la primavera de dicho año, cuando se abandonó la paridad americana con el oro situada en 20,67 dólares.

Esta historia no lleva a la conclusión que la depresión de la década de 1930 se originase en los Estados Unidos.

CONTAGIO DE BURBUJA: DE CIUDAD DE MÉXICO A TOKIO, BANGKOK, NUEVA YORK, LONDRES Y REIKIAVIK

Cuatro oleadas de burbujas crediticias en 30 años, además de una burbuja en las acciones de los EE. UU. a finales de la década de 1990, son únicas en la historia financiera. O esta sucesión de oleadas durante un período relativamente corto fue una coincidencia, o existieron relaciones sistemáticas entre ellas. Obviamente la primera oleada —que implicó un crecimiento rápido de los créditos bancarios a gobiernos y a empresas de

propiedad estatal en México y en otros diez países en vías de desarrollo— fue *sui generis*. ¿Existió una conexión entre la implosión de esta oleada y la burbuja crediticia que se centró en Japón en la segunda mitad de la década de 1980? De manera similar, ¿existió una conexión entre la implosión del valor de los activos en Tokio a principios de la década de 1990 y la tercera oleada de burbujas, que implicó a Tailandia y a sus vecinos en el sudeste de Asia a mediados de la década de 1990, así como a México, Rusia, Brasil y Argentina? ¿Existió una relación entre la crisis financiera asiática que se inició a mediados de 1997 con la burbuja en las acciones de los EE. UU. a finales de la década de 1990? Finalmente, ¿la oleada de burbujas inmobiliarias en los Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, España e Islandia entre 2002 y 2007 —y en la deuda de los gobiernos de Grecia, Portugal y España en 2008 y 2009— está relacionada con los acontecimientos anteriores?

Las burbujas de los valores de los activos en los principales países industrializados son poco frecuentes; la anterior burbuja de precios bursátiles en los EE. UU. había ocurrido a finales de la década de 1920. Japón no había conocido antes ninguna burbuja del valor de los activos ni tampoco los demás países asiáticos. Una burbuja en tres, cuatro o más países al mismo tiempo es algo extraordinario y sugiere una causa común: un desplazamiento o choque del tipo Minsky, y probablemente también externo porque tantos países se vieron afectados de manera similar al mismo tiempo. Cuatro oleadas de burbujas en 30 años sugieren que el cambio en la dirección del flujo transfronterizo de dinero que sigue a la implosión de una burbuja puede contribuir a la siguiente oleada.

La mayoría de las burbujas crediticias provocan burbujas del valor de los activos; cada burbuja inmobiliaria ha surgido de un aumento

rápido en la disponibilidad de crédito. La burbuja crediticia de la década de 1970 financió los déficits de los gobiernos y de las empresas estatales en México y en otros países en vías de desarrollo cuando se aceleraron sus tasas de crecimiento del PIB a causa del fuerte aumento de los precios de las materias primas. La burbuja bursátil e inmobiliaria en Japón en la segunda mitad de la década de 1980 fue el resultado del aumento rápido en la disponibilidad de crédito para la compra de propiedades inmobiliarias. De manera similar, las burbujas inmobiliarias y bursátiles en Tailandia, Malasia y otros países asiáticos, así como en México y otros países latinoamericanos en la primera mitad de la década de 1990 fueron respuestas a las entradas de dinero y a la expansión del crédito doméstico. El aumento en los precios de las propiedades residenciales en los Estados Unidos, Gran Bretaña y otros países después del 2002 fue resultado de un aumento

masivo en la disponibilidad de crédito que procedió en parte de la titularización de los créditos hipotecarios. Las burbujas en los bonos de los gobiernos de Grecia y de algunos de sus vecinos en el sur de Europa derivaron de un aumento significativo en el flujo de dinero hacia esos países.

Uno de los tres componentes esenciales para el desarrollo de una burbuja crediticia es un gran fondo de dinero al que se puede acceder para proporcionar créditos. Un segundo componente es un impacto que conduce a un fuerte aumento de las tasas de retorno anticipadas —o a una reducción significativa del riesgo— en los préstamos a un grupo particular de prestatarios; este impacto puede implicar una reducción en las regulaciones que facilitan que los prestatarios accedan al crédito en los mercados extranjeros. Un tercer componente es un grupo de inversores que están dispuestos a extender aún más el crédito a este

grupo de prestatarios.

El auge en los créditos bancarios durante la década de 1970 a México y a otros

La característica excepcional de la década de 1970 fue el aumento en los Estados Unidos y en todo el mundo de las tasas de inflación durante tiempos de paz; los dos episodios previos de fuerte aumento de los precios durante el siglo XX se produjeron durante y después de la Primera y la Segunda Guerra Mundial. Las balanzas de pago aumentaron a finales de la década de 1960 y principios de la década de 1970, lo que produjo un aumento masivo de la disponibilidad de dinero. La inflación de la década de 1970 fue consecuencia de la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods sobre la paridad de las divisas nacionales, que

eliminó los «anclajes» nacionales para las políticas monetarias.

Un impacto dramático del aumento en la tasa de inflación de los EE. UU., que se inició a finales de la década de 1960, fue el aumento de los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo en los títulos en dólares americanos. Los tipos de interés que podían pagar los bancos en los Estados Unidos por sus depósitos chocaron con los techos establecidos por la Reserva Federal sobre los depósitos en dólares americanos. El resultado fue un gran traspaso de títulos nominales en dólares americanos hacia bancos en el extranjero (incluidas las filiales de bancos americanos) en Londres y otros centros financieros que no estaban sometidos a dichos techos.

El aumento de la demanda asociada al crecimiento rápido en la disponibilidad de dinero provocó un fuerte incremento de los precios de los productos primarios. Se produjeron dos grandes

impactos en los precios del petróleo y aumentó el pago de beneficios en los países exportadores de petróleo, y su demanda de títulos en dólares americanos creció con rapidez. Los aumentos en las tasas de crecimiento del PIB en los países productores de materias primas significaba que sus gobiernos se habían convertido en prestatarios más atractivos.

Los bancos británicos, canadienses, japoneses y de otros países sacaron el dinero para los créditos en dólares para México y otros países en vías de desarrollo de los bancos en esos centros extranjeros. Previamente estos prestatarios se habían apoyado en bancos de los EE. UU. y en instituciones como el Banco Mundial para la mayor parte de su financiación exterior; el número de prestamistas con el deseo y la capacidad de aumentar los créditos a estos prestatarios se acrecentó de forma exponencial. Estos bancos no americanos eran capaces de incrementar sus

activos con mucha más rapidez de lo que lo podían hacer en sus economías domésticas. Los bancos americanos respondieron al reto de los bancos extranjeros entrando «en su terreno» recortando los precios —reduciendo los tipos de interés—, para minimizar la reducción de su cuota de mercado.

Los prestatarios en estos países en desarrollo estaban ansiosos de dinero, y los prestamistas creían que el riesgo de los créditos era modesto; un banquero de Nueva York sabio y respetado decía que «los países no quiebran». Mientras la cantidad de dinero disponible para los prestatarios en créditos nuevos fue muchas veces superior al pago de los intereses de los créditos antiguos, estos prestatarios no veían como una carga el pago de su deuda externa. El rumor era que los grandes bancos internacionales estaban implicados en el «reciclaje de petrodólares», lo que habría permitido que los países importadores de petróleo

financias en déficits comerciales mucho más grandes. Los excedentes de los países exportadores de petróleo fueron reciclados, pero el aumento en el endeudamiento de los países importadores de petróleo fue mucho más grande que el incremento en el volumen de reservas de activos internacionales en manos de los exportadores de petróleo. El aumento en el flujo de dinero hacia esos países en desarrollo les permitió financiar déficits comerciales y presupuestarios mucho más grandes, lo que significaba que los países industrializados tenían superávits presupuestarios mucho más grandes.

La deuda externa de México y de otros países en desarrollo aumentó el 20 % anual durante una década, mientras que el tipo de interés de estos créditos era de una media del 8 % anual, aunque estos tipos tuvieron una tendencia al alza durante la década de 1970 al incrementarse la tasa de inflación mundial. Los flujos de capital

procedentes de créditos nuevos eran significativamente mayores que los pagos de intereses sobre los préstamos ya existentes, lo que significaba que las divisas de dichos países se apreciaban en términos reales, y aumentaban sus déficits comerciales. Mientras que la deuda aumentaba a un ritmo más rápido que los ingresos, se produjo una burbuja en la pauta de los flujos de capital, porque era inevitable que en algún momento, los prestatarios se volvieran más precavidos, y que entonces la deuda creciera con mayor lentitud, y las divisas de estos países se depreciarían.

La burbuja en los flujos de capital hacia los países en desarrollo estalló a causa de la política monetaria fuertemente contractiva que adoptó la Reserva Federal en el otoño de 1979. La capacidad de estos países para financiar los déficits comercial y corriente declinó con fuerza, lo que significó que el superávit comercial de los

países industrializados también declinó. Además, también se produjo un fuerte flujo de dinero hacia los Estados Unidos desde los otros países industrializados, lo que significaba que se depreciaban sus divisas y aumentaban sus superávits comerciales a medida que aumentaba el déficit comercial de los EE. UU.

Las divisas europeas y el yen japonés se depreciaron hasta 1985 y el déficit comercial de los EE. UU. aumentó hasta 1987. El reflejo del aumento en el déficit comercial de los EE. UU. hasta 1987 fue el aumento del superávit comercial de muchos países, incluido Japón.

La burbuja del valor de los activos en Japón en la década de 1980

El crecimiento rápido en la disponibilidad de

dinero y crédito en Japón en la segunda mitad de la década de 1980 fue resultado de las reticencias de las autoridades japonesas a apreciar el yen porque con ello declinaría el superávit comercial del país, con impactos negativos sobre los beneficios y el empleo en las industrias de exportación. El Banco de Japón compró dólares para resistir la presión al alza sobre el yen, lo que condujo a un aumento rápido en las reservas de los bancos japoneses, que entonces fueron capaces de incrementar sus préstamos a un ritmo rápido. Se relajaron las regulaciones sobre los créditos bancarios para compras inmobiliarias y la construcción bajo la creencia de que el aumento en el gasto inmobiliario contribuiría al crecimiento económico, y provocó un incremento en las importaciones y frenó la tendencia hacia un yen más fuerte. También se relajaron las regulaciones que limitaban las inversiones en el exterior de empresas y bancos japoneses por la creencia en

que una mayor salida de dinero también iba a frenar la presión alcista sobre la divisa.

En la década de 1980 la burbuja inmobiliaria en Japón era tan grande que al final de la década el rumor en Tokio era que el valor de mercado del terreno bajo el Palacio Imperial era mucho mayor que el valor de mercado de todas las propiedades inmobiliarias en California. Los terrenos en California son varios miles de millones de veces más grandes que los terrenos del Palacio Imperial, lo que significaba que el precio por hectárea era un millón de veces más alto que el precio en California. No había tenido lugar ninguna subasta, ni siquiera una pseudosubasta de los terrenos del Palacio Imperial. El analista que realizó esta comparación estimó el valor de los terrenos palaciegos al multiplicar las poco más de cien hectáreas por el precio creciente por hectárea pagado por una pequeña extensión de terreno en el cercano vecindario de entretenimiento de Ginza,

que era el terreno más valioso en Tokio. El valor inmobiliario de California se obtuvo de los datos de la Reserva Federal sobre la riqueza de los hogares de los EE. UU.

Todos los valores financieros en Tokio estaban por las nubes a finales de la década de 1980. El valor de mercado de las acciones japonesas era dos veces el valor de mercado de las acciones americanas, aunque el PIB japonés era menos de la mitad del PIB de los EE. UU. La comparación entre las empresas japonesas y americanas en función de la relación entre el valor de mercado de las acciones respecto a su rentabilidad era aún más sesgada. El valor del mercado inmobiliario japonés era dos veces el valor del mercado inmobiliario americano, a pesar de que el territorio de Japón es el 5 % de los Estados Unidos y el 80 % de Japón es montañoso. El valor de mercado del terreno per cápita en Japón era más de cuatro veces el de los Estados

Unidos mientras que los ingresos per cápita en Japón eran el 60 o 70 % de los americanos.

Los bancos japoneses se encontraban en lo más alto de la lista de los bancos mundiales medidos por activos y por depósitos (aunque no por beneficios); normalmente siete de los diez bancos más grandes eran japoneses. De forma similar, el capital de Nomura, el banco de inversiones más grande de Japón, era mucho mayor que el capital de los cinco bancos de inversión más grandes de los EE. UU.

Como hemos mencionado en el primer capítulo, la Mitsui Real Estate Company pagó 625 millones de dólares por el edificio Exxon en la Sexta Avenida en la ciudad de Nueva York aunque el precio pedido era de 510 millones de dólares porque la empresa quería entrar en el *Libro Guinness de los Récords*. Otras empresas japonesas también estaban adquiriendo propiedades y edificios emblemáticos en los

Estados Unidos. Mitsubishi Real Estate y un grupo relacionado con el Banco Sumitomo compraron el Pebble Beach Golf Course en el norte de California. Sony compró Columbia Records, y después Columbia Pictures, y Matsushita, su principal rival en la industria electrónica, adquirió MGM Universal.

En la década de 1980 Japón era la segunda potencia industrial, económicamente más poderosa que Alemania. Toyota, Nissan y Honda eran líderes en la industria automovilística global. Sony, Matsushita, Sharp y aparentemente una lista interminable de empresas dominaban la industria electrónica global. Nikon y Canon «eran propietarios» de la industria foto-óptica del mundo.

Los mandarines en el ministerio de Finanzas mantuvieron techos bajos de tipos de interés tanto en los depósitos de los bancos como en los tipos de los créditos bancarios; los tipos de interés para

los depósitos se encontraban por debajo de la tasa de inflación, de manera que los hogares tenían que ahorrar una gran parte de sus ingresos o su riqueza habría declinado. La demanda de créditos por parte de empresas de negocios con estos tipos de interés era mucho más grande que la oferta; los funcionarios gubernamentales proporcionaban «ventanas de guía» a los bancos al identificar las empresas a las que debían dar preferencia. La tasa de retorno real tanto de las propiedades inmobiliarias como de las acciones era positiva y elevada.

Los bancos japoneses eran propietarios de muchas acciones y propiedades inmobiliarias; al aumentar el valor de estos activos, su capital se incrementaba. Entonces fueron capaces de aumentar los créditos y algunos de estos préstamos fueron a prestatarios que utilizaron el dinero para compras inmobiliarias. A principio de la década de 1980, los bancos establecieron una nueva serie

de intermediarios, «jusen», para otorgar créditos hipotecarios, a los que tradicionalmente habían sido muy reticentes los bancos japoneses. Los *jusen* obtendrían los fondos para las hipotecas de los préstamos de los bancos: en efecto, siete de los bancos más grandes establecieron este tipo de prestamistas especializados. Casi al mismo tiempo el ministerio de Finanzas estableció instituciones prestamistas del sector público que también concederían hipotecas. Entonces los bancos decidieron conceder sus propias hipotecas.

En la primera mitad de la década de 1980 Japón empezó a liberalizar sus regulaciones financieras en parte a causa de las presiones americanas para «abrir» los mercados en Tokio para que las empresas de los EE. UU. tuvieran acceso a clientes y oportunidades de negocio en Japón, comparables a las que tenían las empresas japonesas en Nueva York. Los techos en los tipos de interés sobre los depósitos y en los créditos se

elevaron. Las ventanas de guía se volvieron mucho menos extensivas. Además las restricciones sobre las inversiones extranjeras de las empresas japonesas se relajaron y se permitió que los bancos japoneses aumentasen el número de sus filiales y subsidiarios en el exterior.

La liberalización financiera significó que los bancos pudieron incrementar sus créditos a prestatarios que querían comprar propiedades inmobiliarias y construir nuevos edificios de oficinas y de apartamentos, y centros comerciales. Aumentaron los precios inmobiliarios. Las empresas implicadas en el negocio inmobiliario representaban una proporción significativa del valor de mercado de todas las empresas presentes en la Bolsa de Tokio. Estas empresas inmobiliarias eran una especie de fondo de inversión; cuando los precios de sus propiedades aumentaban, los inversores corrían a comprar más acciones, y de esta forma subía el valor de las

acciones de las empresas inmobiliarias. El aumento de los precios inmobiliarios provocó un auge de la construcción a medida que se edificaban nuevos rascacielos. Los bancos japoneses poseían grandes cantidades de propiedades inmobiliarias y acciones, y la contribución del aumento en el valor de estos dos activos al capital de los bancos era mucho más grande que su beneficio operativo. Al aumentar su capital, los bancos fueron capaces de incrementar sus créditos.

Japón había desarrollado el equivalente financiero a una «máquina de movimiento perpetuo». Los incrementos en los precios inmobiliarios condujeron al aumento en el precio de las acciones; el aumento de ambos provocó un incremento en el capital bancario. Al aumentar el capital bancario, los bancos estaban en disposición de incrementar sus créditos, y a causa de la liberalización financiera, se encontraban en

una posición mucho mejor para aumentar sus créditos a grupos que habían tenido restringida su capacidad de pedir prestado en períodos anteriores. Como la mayor parte de los préstamos bancarios estaban avalados por propiedades inmobiliarias, las pérdidas en los créditos bancarios eran trivialmente pequeñas mientras los precios inmobiliarios iban subiendo. Los beneficios de las empresas con inversiones inmobiliarias estaban aumentando, y muchas de estas firmas pidieron prestado más en busca de más beneficios.

Los préstamos inmobiliarios estaban avalados por propiedades; tradicionalmente los bancos habrían prestado hasta el 70 % del valor de tasación de dichas propiedades. Algunos de los créditos concedidos por los *jusen* fueron a la «yakuza», grupos criminales organizados, que utilizaron sus conexiones para asegurarse una tasación de sus propiedades excepcionalmente

alta. Como los precios inmobiliarios estaban aumentando al 30 % anual, un «error» modesto cometido por un tasador al valorar demasiado alta una propiedad quedaría rápidamente corregido.

Los precios inmobiliarios aumentaban con mucha más rapidez que los alquileres, con la consecuencia de que la tasa de retorno de los alquileres declinó significativamente por debajo del tipo de interés sobre los préstamos concedidos. Los inversores que habían comprado propiedades en los últimos años de la década de 1980 tenían un *cash flow* negativo —los ingresos por los alquileres de sus propiedades después del pago de los costes operativos se encontraban por debajo de los pagos de interés a los prestamistas — pero como los precios inmobiliarios estaban creciendo con tanta rapidez, podían conseguir dinero para pagar los intereses mediante el aumento de las cantidades pedidas en préstamo con el aval de las propiedades que habían

comprado en años anteriores.

El aumento rápido de los precios inmobiliarios y de las acciones condujo a un incremento de la riqueza de los hogares: los hogares japoneses poseían dinero y depósitos bancarios, propiedades inmobiliarias y acciones. Mientras que muchas de las acciones de las empresas japonesas estaban en manos de otras empresas en el mismo «Keiretsu» (sucesores de los *Zaibatsu*), un tercio de las acciones estaban en manos de particulares. En efecto, cada empresa era una combinación de una compañía operativa y de un fondo de inversión.

Mientras aumentaba el valor de mercado de las acciones japonesas, inversores residentes en los Estados Unidos y en Europa occidental compraron más acciones japonesas. Fondos globales que operaban en todas las bolsas querían tener más acciones japonesas. La tasa de retorno de los inversores no japoneses por sus compras de acciones de empresas japonesas era alta porque

estos inversores se beneficiaban de la combinación del aumento en el precio de las acciones y el incremento en el valor de cambio del yen japonés.

La burbuja en Japón alcanzó su punto culminante a finales de 1989. Los precios inmobiliarios resultaban tan altos que parecía aplicable la cita de la estrella del béisbol Yogi Berra: «Es tan caro que nadie se puede permitir vivir allí». Los bancos desarrollaron hipotecas a cien años, tres generaciones. El nuevo gobernador del Banco de Japón estaba preocupado por que unos precios tan altos de los hogares pudieran erosionar la armonía social. Una nueva regulación del banco central dio instrucciones a los bancos japoneses para limitar la tasa de crecimiento de sus créditos hipotecarios, de manera que no fuera superior a la tasa de crecimiento de sus préstamos totales.

En cuanto se ralentizó la tasa de crecimiento

de los créditos bancarios, algunos compradores recientes de propiedades inmobiliarias tuvieron aprietos financieros; sus ingresos por alquileres eran más pequeños que los pagos por los intereses de sus hipotecas, pero ya no podían conseguir el dinero que necesitaban para pagar los intereses de sus créditos actuales mediante la obtención de nuevos préstamos. Algunos de estos inversores se convirtieron en vendedores nerviosos de sus propiedades. La combinación de la fuerte reducción en la tasa de crecimiento del crédito inmobiliario y estas ventas precipitadas provocó el declive de los precios inmobiliarios; el tópico de que el precio de los terrenos siempre está en aumento quedó en entredicho.

Las acciones empezaron a bajar a principios de 1990; los precios de las acciones bajaron un 30 % en 1990 y de nuevo otro 30 % en 1991. La tendencia del precio de las acciones en Japón fue a la baja aunque se produjeron cuatro repuntes

significativos. A principios de 2010, el precio de las acciones en Japón se encontraba en el mismo punto que treinta años antes.

Ahora la máquina de movimiento perpetuo empezó a trabajar en sentido contrario. La venta de propiedades provocó el declive de los precios inmobiliarios. La bajada en los precios inmobiliarios y de las acciones significó que el capital de los bancos se estaba reduciendo; los bancos eran ahora mucho más restrictivos en la concesión de préstamos. Como el valor de las acciones japonesas estaba bajando mientras aumentaban los de las acciones americanas, los fondos de inversión globales vendieron acciones japonesas y compraron americanas.

Uno de los hechos *estilizados* en la economía monetaria es que la implosión de una burbuja del valor de los activos es deflacionaria, el lado opuesto al auge económico que ocurrió durante la fase expansiva del ciclo. Los gastos en inversión

en Japón declinaron en parte porque el coste de capital había aumentado y el crecimiento anticipado de los beneficios se había revisado a la baja, y en parte porque la explosión de los gastos en inversión durante la fase expansiva había dado como resultado un exceso de capacidad. El gasto de los hogares aumentó con mucha más lentitud cuando millones de familias incrementaron el ahorro de sus ingresos para compensar la caída en su riqueza como consecuencia de la caída en los precios de las acciones e inmobiliarios.

La recesión en Japón en 1991 significó que el crecimiento de las importaciones se ralentizó de manera acusada, mientras las exportaciones se dispararon; algunas empresas japonesas aumentaron mucho sus esfuerzos para vender fuera porque el mercado doméstico para sus productos crecía con lentitud relativa con respecto al crecimiento de su capacidad de suministro. El resultado de la ralentización en el crecimiento de

las importaciones y del incremento del crecimiento de las exportaciones fue un aumento del superávit comercial japonés. Este incremento fue más grande que el aumento en el flujo de capital desde Japón, y condujo a la apreciación del yen, lo que se convirtió en un inconveniente para las empresas japonesas orientadas a la exportación. Muchas aumentaron sus inversiones en China, Malasia y Tailandia para aprovechar los bajos costes laborales. El aumento en los gastos en inversión para empresas de las industrias exportadoras estimuló el crecimiento de los ingresos.

El milagro económico en Asia oriental y la burbuja de los títulos de los mercados emergentes

Cuatro innovaciones contribuyeron al aumento

en los precios de los bienes raíces en México, Tailandia y otros países emergentes a principios de la década de 1990. La financiación del exceso de créditos bancarios con bonos Brady, lo que efectivamente evitó que estos países cayeran en la bancarrota, y fueron rebautizados como mercados emergentes. El descubrimiento de «títulos de los mercados emergentes como una clase nueva de activos», los fondos de inversión en bolsa y los fondos de pensiones empezaron a adquirir estas acciones. La expectativa era que estos países se iban a industrializar a un ritmo rápido, y aumentarían los beneficios corporativos. La privatización de empresas públicas de extracción de materias primas, comunicaciones, manufacturas y otras industrias condujo a un aumento en la entrada de dinero. La apreciación del yen japonés que siguió a la implosión de su burbuja provocó un «vacío» de la economía japonesa y empujó a las empresas a buscar lugares de producción de bajo

coste en Tailandia, Malasia, Indonesia y sus vecinos.

En 1992 el Banco Mundial publicó *The East Asian Miracle*, un título muy descriptivo para el desarrollo económico de los países en el arco desde Tailandia a Corea del Sur; el aumento de sus PIB fue en cierta medida comparable a las ganancias de Japón en las décadas de 1950 y 1960. La península de Corea quedó dividida por la guerra a principios de la década de 1950; a mediados de la década de 1960, Corea del Sur inició un período remarcable de crecimiento económico. Singapur había sido una ciénaga fortificada en la década de 1950, pero para la década de 1990 había alcanzado un nivel de vida del primer mundo. El cambio en el liderazgo político en China de Mao Zedong a Deng Xiaoping en 1978 provocó un cambio radical de un país cerrado y aislado a uno que estaba abierto y dispuesto al comercio internacional y a las

inversiones internacionales; la tasa de crecimiento anual alcanzó una media de cerca del 10 % durante más de veinte años y el incremento fue aún más importante en las provincias costeras y en las grandes ciudades como Beijing, Shanghai y Shenzhen. Hong Kong había evolucionado desde un puesto avanzado para espiar a China en las décadas de 1950, 1960 y 1970, hasta convertirse en un centro de negocios para preparar los productos chinos para los mercados mundiales.

Así, la expansión de las burbujas del valor de los activos en las capitales asiáticas fue consecuencia de la implosión de la burbuja del valor de los activos en Tokio y del aumento en el flujo de dinero desde Japón a principios de la década de 1990. La mayor parte de dinero era de propiedad japonesa; una parte había sido propiedad de extranjeros que habían vendido las acciones japonesas al bajar sus precios. El flujo de dinero desde Tokio a Tailandia, Indonesia y a

otros países asiáticos provocó un aumento en el valor de cambio de sus divisas si estaban flotando y a aumentos en la reserva internacional de activos y en la disponibilidad de dinero si las divisas estaban congeladas. Las tasas de crecimiento de los ingresos internos en estos países aumentaron en respuesta al incremento en los gastos en inversión y en consumo que fue consecuencia del aumento en los precios inmobiliarios y bursátiles. Los residentes en estos países que vendieron sus títulos y activos a los japoneses vendieron la mayor parte de sus ingresos para comprar títulos domésticos y propiedades inmobiliarias.

México se estaba preparando para unirse al Tratado de Libre Comercio de América del Norte con los Estados Unidos y Canadá. El gobierno de Salinas adoptó tres series de medidas. Se privatizaron varios centenares de empresas estatales. El banco central adoptó una política monetaria severamente contractiva para reducir la

tasa de inflación, que había estado por encima del cien por cien; como resultado, los tipos de interés real de los tipos mexicanos eran extraordinariamente altos. Finalmente, se relajaron o derogaron muchas restricciones a las prácticas de negocio competitivas. La perspectiva era que México se iba a convertir en una fuente a bajo coste de suministros para los mercados de los EE. UU. y Canadá. Se produjo un gran aumento de los flujos monetarios hacia México, que respondía, en parte, a los altos tipos de interés real, y en parte a la oportunidad de comprar algunas de las empresas recién privatizadas.

Muchos de los países en desarrollo fueron rebautizados como países con mercados emergentes a principios de la década de 1990, después de que el exceso de créditos bancarios vencidos fuera financiado con bonos a largo plazo bajo el plan Brady. Algunos brillantes banqueros de inversiones llegaron a la muy rentable idea de

que los títulos de los mercados emergentes eran una nueva «clase de activos». Cada fondo de pensiones y cada fondo de inversión que estaba siguiendo el punto de vista de un fondo bursátil para desarrollar una cartera global creyó que había adquirido acciones que estaban disponibles en estos países; el rollo vendedor era que las tasas de retorno iban a ser más altas que las tasas de retorno de los títulos disponibles en los países industrializados, porque sus tasas de crecimiento económico eran más altas. Y además, la pauta del cambio de los precios no estaba en correlación con los de los títulos de las empresas que tenían su cuartel general en los países industrializados, de manera que su incorporación iba a reducir el riesgo de sus carteras globales.

En Tailandia, Malasia e Indonesia, en la primera mitad de la década de 1990, el valor de las acciones aumentó entre el 300 y el 500 por ciento y creció la actividad manufacturera. El

precio de las acciones se dobló en la mayor parte de los países de Asia oriental en 1993 y siguió creciendo en 1994. Los precios inmobiliarios se dispararon. Sus economías vivieron un auge. Crecieron los déficits comerciales. Puesto que las burbujas del valor de los activos en todos estos países fueron omnipresentes a pesar de las marcadas diferencias en sus estructuras económicas, los ingresos per cápita, los acuerdos sobre los tipos de cambio, y ya fueran países prestamistas internacionales como Singapur, Taiwán y Hong Kong, o deudores internacionales como Tailandia y Malasia, existe una presunción muy fuerte de que las burbujas tuvieron un origen común y que fue externo.

China, Tailandia y otros países de Asia oriental estaban en el extremo receptor de la externalización de empresas americanas, japonesas y europeas que querían fuentes de suministro más baratas para mercados domésticos

establecidos. El crecimiento económico rápido fue tanto el resultado como la causa de la entrada de dinero extranjero, en especial desde Japón. Las inversiones japonesas tomaron inicialmente la forma de la construcción de plantas industriales para aprovechar los bajos costes laborales; componentes de alto valor añadido se fabricarían en Japón y serían enviados a las plantas filiales para su ensamblaje. Desde allí gran parte de la producción era exportada a los Estados Unidos, a Japón y a terceros países. La inversión exterior directa por parte de empresas japonesas empujó a las empresas suministradoras y a los bancos desde Japón. La palabra de moda era el crecimiento orientado a la exportación, que casi siempre se basaba en un valor bajo de la divisa del país. Muchas de estas exportaciones eran producidas por grandes empresas con su cuartel general en los Estados Unidos, Japón y Taiwán. Las empresas domiciliadas en Corea del Sur empezaron a

invertir en China e Indonesia porque sus salarios eran mucho más bajos.

El aumento en los flujos monetarios hacia México a principios de la década de 1990 provocó la apreciación real del peso, y el déficit comercial mexicano aumentó hasta el 6 % del PIB del país. La deuda externa se incrementó con mucha más rapidez que el PIB. Muchos incidentes políticos relacionados con las elecciones presidenciales en 1994 provocaron una bajada pronunciada de los flujos monetarios hacia México; el Banco de México apoyó el peso en el mercado de divisas utilizando sus propias reservas, y al final quedó exhausta su capacidad de seguir apoyando al peso, y la divisa se depreció con fuerza.

Durante un tiempo disminuyeron los flujos monetarios hacia otros países en América Latina. Entonces, en el invierno de 1996, las compañías de finanzas de consumo en Tailandia —muchas de

las cuales habían sido establecidas por los grandes bancos tailandeses para sortear las regulaciones que limitaban su capacidad para conceder préstamos a los consumidores— empezaron a experimentar grandes pérdidas en sus créditos. Prestatarios exteriores a Tailandia estuvieron cada vez más preocupados por el valor de sus créditos a prestatarios tailandeses, y el flujo monetario declinó. La capacidad del Banco de Tailandia para apoyar el baht en su valor del momento se agotó con rapidez, y a principios de julio de 1997 el baht se depreció con fuerza.

La depreciación del baht disparó el efecto contagio y al cabo de seis meses los valores de todas las divisas en el arco asiático, con la excepción del yuan chino y del dólar de Hong Long, habían perdido el 30 % o más de su valor. Los precios de las acciones cayeron del 30 al 60 %, en parte porque los inversores extranjeros estaban buscando desinvertir, en parte porque las

empresas locales ya no eran rentables. Los precios inmobiliarios cayeron con fuerza. La mayoría de los bancos, con la excepción de los de Singapur y Hong Kong, quebraron. El cierre de muchos bancos en Indonesia provocó revueltas raciales, y una caída inmensa de la divisa, que perdió más del 70 % de su valor.

Al ocurrir la crisis, el guión fue una repetición de acontecimientos similares en Japón en la década anterior. El parloteo sobre el milagro asiático desapareció y surgieron otras palabras de moda: capitalismo de amiguetes, privatización espontánea y especulación desestabilizadora.

La gran depreciación de las divisas provocó pérdidas significativas en aquellas empresas que habían pedido prestado en dólares americanos, yenes japoneses o cualquier otra divisa extranjera. Los bancos que habían concedido créditos a estas empresas también incurrieron en pérdidas; los bancos, en la mayor parte de los países asiáticos,

cayeron en la bancarrota a causa de sus pérdidas por revalorización y las pérdidas de las empresas a las que habían concedido préstamos.

La depreciación también provocó un cambio muy rápido en las balanzas comerciales de los países asiáticos, desde grandes déficits a grandes superávits. El equivalente de estas grandes oscilaciones en las balanzas comerciales y de pagos de los países asiáticos fue el aumento en el déficit comercial de los EE. UU.

Euforia irracional y auge bursátil de las puntocom en los EE. UU.

Entre 1982 y 1999 los precios de las acciones en los EE. UU. se multiplicaron por trece, lo que fue el alza más significativa del incremento anual en los precios bursátiles en los doscientos años de

la república americana. A muy largo plazo, los precios de las acciones de los EE. UU. habían caído cada tercer año; en las dos últimas décadas del último siglo, los precios bursátiles cayeron sólo un año, y sólo en un 5 %. El valor de mercado de las acciones americanas aumentó del 60 % del PIB americano en 1982 —una ratio excepcionalmente baja— hasta el 300 por cien del PIB en 1999, una ratio extraordinariamente alta.

El aumento en los precios inmobiliarios en los EE. UU. durante este período fue modesto para el país en su conjunto, aunque se produjeron aumentos regionales significativos en zonas que estaban experimentando grandes incrementos de los ingresos per cápita o en el número de personas empleadas, incluyendo Silicon Valley y el área más amplia de la bahía de San Francisco, Washington DC, Boston y Nueva York.

La economía de los EE. UU. vivió un auge en la década de 1990. La tasa de inflación bajó desde

más del 6 % a principios de la década de 1990 a menos del 2 % a finales de dicha década; la tasa de desempleo bajó del 8 % a menos del 4 %, la tasa de crecimiento económico aumentó del 2,5 % al 3,5 %, y se produjo un aumento significativo de la productividad. El balance fiscal anual del Tesoro de los EE. UU. cambió en más de un 5 %: de un déficit de cerca de 300 mil millones de dólares a principios de la década de 1990 hasta un superávit de cerca de 200 mil millones a finales de la década.

Uno de los «negativos» de la actuación económica de los EE. UU. fue que el déficit comercial anual se elevó hasta los 500 mil millones de dólares. Otro fue que la tasa de ahorro de los hogares bajó hasta un nuevo mínimo.

El aspecto destacable del auge fue que se centró en la «nueva economía», y en especial, en el papel de la tecnología de la información, los ordenadores, las puntocom y las empresas que

proporcionaban tanto el hardware como el software, o explotaban estos desarrollos para satisfacer las necesidades tradicionales. Estos avances tecnológicos provocaron una caída pronunciada en el coste del envío y el almacenamiento de la información. Ebay proporcionó un mercado de subastas nacional para decenas de miles de productos diferentes. Amazon desarrolló la tecnología para la venta de libros y productos electrónicos. Peapod permitió a los particulares comprar desde casa la mayor parte de los comestibles. Se establecieron millones de cuentas en el bróker de descuento Charles Schwab y en sus competidores. Se crearon empresas que permitían a los inversores comerciar con acciones utilizando los ordenadores con unos costes de transacción extremadamente bajos. Surgieron los «day traders»: individuos que abandonaron sus trabajos habituales para mover acciones a través de ordenador en su casa o desde puestos en

oficinas especialmente diseñadas para ello. Las páginas especializadas permitieron a las líneas aéreas y a los hoteles vender asientos y habitaciones a precios fuertemente rebajados.

Los emprendedores consiguieron el dinero para desarrollar estas ideas por parte de capitalistas de riesgo (VC, en sus siglas en inglés) que proporcionaban el capital inicial. Los VC desarrollaron una cartera de inversiones en diferentes empresas con la esperanza de que al cabo de tres a cinco años podrían vender sus acciones —y conseguir un beneficio— cuando las empresas realizaran su primera oferta pública de acciones. La tasa de retorno de los VC dependía de si las empresas en las que habían invertido tenían éxito en sus desafíos tecnológicos y en el precio de venta de sus acciones y en la extensión de los períodos de participación.

A medida que crecían los precios de las acciones, las altas tasas de retorno obtenidas por

los VC atrajeron un montón de dinero, y el capital disponible para los VC como grupo se multiplicó por cinco. Ningún inversor quería quedar atrás. El dinero estaba allí, de manera que apareció una gran cantidad de ideas; el dinero estaba buscando ideas y concepto. Tres o cuatro años después, las nuevas empresas tendrían una Oferta Pública de Acciones (OPA). La OPA seguiría el espectáculo itinerante tradicional, la ocasión en la que los bancos de inversión presentarían la compañía a los gestores de activos por todo el país, intentando convencerlos para que comprasen las acciones.

Al final del espectáculo, los banqueros de inversiones estimarían la cantidad de acciones que podrían vender en la OPA, y establecerían tanto el precio como la cantidad. En el 99,46 % de los casos, el precio de la acción al final del primer día de mercado era significativamente más alto que el precio de la OPA, y aquellos que eran suficientemente afortunados para comprar al

precio ofertado al principio conseguirían una buena ganancia de capital.

Un impacto de este estallido del precio fue que cada vez más inversores pretendieron comprar al precio de la OPA. El segundo impacto fue que la demostración de la fuerza de la demanda significó que cada vez más personas querían obtener una parte de la acción: los empresarios se sintieron atraídos por la riqueza inmensa que podían obtener con una innovación de éxito, los VC se sintieron atraídos por los grandes beneficios que podían ganar con la identificación de los emprendedores que podían tener éxito, y los banqueros de inversión querían las comisiones derivadas de llevar al público un número mayor de empresas. Los inversores querían las grandes ganancias de capital asociadas con la burbuja entre el precio de la OPA y el precio de las mismas acciones al final del primer día en el mercado, de la primera semana en el mercado, y del primer mes en el

mercado.

El tamaño del estallido del precio podía ser dinamita o nitroglicerina o incluso podía llegar al tamaño de una explosión nuclear. Parece que los banqueros de inversión situaban el precio de la OPA para maximizar el estallido del precio en el primer día de mercado, y no para maximizar el dinero que recibían los accionistas que vendían. Desde este punto de vista, podía ser preferible un precio de la OPA más bajo que uno más alto, porque así aumentaría la demanda de acciones — al menos durante un tiempo— al aumentar la burbuja. Los emprendedores vendían sólo una pequeña parte del total de acciones a través de la OPA; calculaban que cuanto mayor fuera la burbuja, mayor sería su riqueza. Estaban más interesados en el valor aparente de las acciones que poseían al final del primer día de mercado, que en la cantidad de dinero que podían obtener con la OPA.

En algunos días de OPA, el número de acciones presentes en el mercado fue tres o cuatro veces la cantidad de acciones que se habían vendido con la OPA. Como a muchos de los compradores en la OPA se les había dicho que conservaran sus acciones, las acciones presentes en el mercado eran muchas menos de la cantidad total de las acciones vendidas, de manera que las acciones presentes podían cambiar de manos cinco o seis veces en el transcurso del día.

Parecía que los Estados Unidos tenían su propia máquina de movimiento perpetuo, diseñada para enriquecer las fortunas de cientos de miles de familias. Cuanto mayor el estallido del precio en el primer día de mercado, más inversores se sentían atraídos a las OPA. Cuanto más fuerte la demanda de OPA, mayor el número de capitalistas de riesgo que tenían la voluntad de respaldar a los emprendedores. Cuanto más capital estaban dispuestos a jugarse los emprendedores, mayor el

número de emprendedores que buscaban su fortuna separándose de las empresas establecidas.

En diciembre de 1996, el presidente del Consejo de la Reserva Federal, Greenspan, utilizó por primera vez el término «exuberancia irracional»; el Dow Jones estaba en 6.400 y subiendo, y el NASDAQ se encontraba en los 1.300. Greenspan era muy cauteloso y cuidadoso con los datos; parece muy poco probable que hubiera comentado nada sobre el precio de las acciones a menos que creyera que estaban sobrevaloradas al menos en un 15 o un 20 %. A finales de diciembre de 1999, el Dow Jones había subido hasta los 11.700 y el NASDAQ estaba en 5.400, y el valor de mercado de las acciones del NASDAQ representaba el 80 % del valor de mercado de las acciones presentes en la Bolsa de Nueva York.

A finales de la década de 1990, el precio de las acciones que representaban la nueva economía

—las puntocom, comercio electrónico, fibra óptica, servidores, procesadores, software, TI, telecomunicaciones— que estaban presentes en el NASDAQ habían aumentado con mucha más rapidez que el precio de las acciones de la vieja economía, de empresas como GE, GM, AT&T y Time-Life, que estaban presentes en la Bolsa de Nueva York. Pero había algo más que un efecto de desbordamiento, porque el entusiasmo por el futuro, que era característico de las acciones de la nueva economía, era infeccioso y provocó también un aumento en los precios de las acciones de la vieja economía.

Parecía que el desarrollo en la tecnología de la información estuviera impulsando las finanzas. Los ordenadores eran cada vez más potentes y menos caros. Los costes de la transmisión y el almacenamiento de la información y de los datos estaban bajando con rapidez. Entró en juego la ley de Moore, y el coste de una unidad de potencia de

procesamiento cayó un 30 % al año. La World Wide Web se estaba desarrollando con rapidez, y los mercados en centros separados empezaron a unirse. Los ordenadores estaban sustituyendo a los humanos en la compra-venta de las acciones. Los individuos podían reservar sus billetes de avión a través de la red. La fibra óptica estaba uniendo las costas este y oeste de los EE. UU. y los precios de las llamadas telefónicas a larga distancia se estaban situando al mismo nivel de las llamadas locales. Los servidores eran grandes, al igual que su capacidad de almacenamiento. Se establecieron miles —decenas de miles— de empresas nuevas para mover información o datos, o para almacenar información o datos, y los beneficios ganados por los capitalistas de riesgo que las habían financiado eran tan grandes que llegó mucho más dinero de los fondos de pensiones, las fundaciones universitarias y de beneficencia, y las familias ricas. La demanda de acciones nuevas recién

emitidas a precios de OPA era mucho más grande que la oferta, lo que impulsó a los banqueros de inversión a implicarse en procesos de «spinning»: ofrecer una buena cantidad de acciones a los altos ejecutivos de las grandes empresas que le proporcionan negocio al banco de inversión. Los bancos de inversión se hacían más ricos; tenían un montón de productos para vender y un público convencido de que la posesión de acciones les iba a proporcionar grandes beneficios.

No existe una respuesta fácil a la pregunta de cuándo una exuberancia racional se transforma en una exuberancia irracional. La idea de que podía existir una burbuja en el valor de los activos en las acciones de los EE. UU. se les ocurrió a inversores diferentes en fechas diversas. La primera fecha para el inicio de la burbuja en las acciones americanas es la primavera de 1995, dieciocho o veinte meses antes del comentario de Greenspan sobre la «exuberancia irracional». El

precio de las acciones había aumentado a una tasa anual del 34 % en 1995, y al 25 % anual en los primeros once meses de 1996.

El aumento repentino en los precios de las acciones en 1995 y 1996 se puede atribuir a dos aspectos diferentes de la crisis financiera mexicana de 1994; uno fue directo y el otro, indirecto. El efecto directo fue la fuerte depreciación del peso mexicano que provocó un cambio repentino en la balanza comercial mexicana de un déficit de 20 mil millones de dólares en 1994 a un superávit de 7 mil millones de dólares al año siguiente; la contrapartida fue que el déficit comercial de los EE. UU. aumentó alrededor de 25 mil millones de dólares, puesto que los Estados Unidos eran el mayor socio comercial de México. La contrapartida en este cambio en la balanza comercial mexicana fue el inicio de un flujo de dinero hacia los Estados Unidos (un anticipo modesto de lo que iba a

ocurrir en 1997 después de la crisis financiera asiática y el cambio enorme en las balanzas comerciales de los países asiáticos). En efecto, el flujo de dinero desde México hacia los Estados Unidos provocó un aumento en el precio de los títulos americanos. El segundo aspecto fue que la Reserva Federal relajó su política monetaria y dio marcha atrás en su política restrictiva de 1994.

Una fecha inicial alternativa para el inicio de la burbuja es el verano de 1998, después de la crisis financiera asiática, el desastre financiero en Moscú y el colapso de Long-Term Capital Management. La fuerte depreciación de las divisas asiáticas provocó un aumento de más de 150 mil millones de dólares en el déficit comercial de los EE. UU. Además, la Reserva Federal volvió a relajar su política, en parte a causa de su preocupación por la fragilidad de los acuerdos monetarios que siguieron a la crisis en Long-Term Capital Management, hasta entonces el más

profesional y sofisticado de los muchos *hedge funds* americanos.

En los doce meses posteriores a finales de junio de 1998, el valor de mercado de las acciones presentes en la Bolsa de Nueva York aumentó el 40 %, de 9.005 billones de dólares a 12.671 billones de dólares. El valor de mercado de las acciones del NASDAQ aumentó en un 90 %.

El incremento del flujo de dinero hacia los Estados Unidos tuvo el mismo impacto que el aumento de los flujos de dinero sobre otras divisas; se apreció el dólar de los EE. UU. y aumentó el déficit comercial americano. El dinero extranjero se dirigió hacia los mercados de activos. El valor de los activos, en especial de las acciones, siguió aumentando, y trajo consigo un incremento en las inversiones domésticas y en una caída dramática en la tasa de ahorro interior (lo que equivale a un aumento en el consumo doméstico).

Los que desplazaron fondos hacia los Estados Unidos compraron títulos en dólares americanos, lo que provocó un aumento en sus precios; la riqueza financiera de los EE. UU. aumentó con rapidez. Los americanos que vendieron algunos de sus títulos a inversores extranjeros tuvieron que decidir entonces qué iban a hacer con el dinero recibido por la venta. Utilizaron la mayor parte del dinero para comprar más títulos a otros americanos, pero también aumentaron la compra de bienes americanos porque habían alcanzado sus objetivos de riqueza. La caída en la tasa de ahorro en los EE. UU. y el aumento en el déficit comercial americano fueron consecuencias inevitables del incremento en el flujo de dinero hacia los Estados Unidos.

Los datos sugieren que entre un 95 y un 97 % del aumento en la riqueza de los hogares que siguió a la llegada a los Estados Unidos de ahorros de otros países se utilizó para comprar

títulos americanos y sólo del 3 al 5 % se usó para comprar bienes de consumo. Pero aun así, como cada uno de los vendedores de títulos dedicó una parte del dinero recibido a comprar bienes de consumo, la tasa de ahorro doméstico declinó.

El gasto en bienes de consumo es como un «escape». Cuanto más pequeña es la cantidad gastada en bienes de consumo, mayor es la cantidad dedicada a comprar títulos y activos reales, y en consecuencia mayor será el aumento de sus precios.

Durante 1999, la Reserva Federal, los bancos y en general todo el país estuvieron obsesionados con el problema del año 2000: la neurosis de que la economía iba a entrar en quiebra porque algunos ordenadores no iban a ser capaces de cambiar la fecha cuando se produjera el cambio al año 2000. El comportamiento cauteloso de la Reserva Federal provocó una expansión de la liquidez de los bancos. Y una vez más los bancos aumentaron

sus préstamos en respuesta al aumento de su liquidez.

El incremento en el precio de las acciones atrajo inversores europeos, y el euro se depreció. A causa de la caída en los precios de importación americanos y el aumento del déficit comercial, las presiones inflacionistas se relajaron en los Estados Unidos. En consecuencia, la Reserva Federal no tuvo ninguna necesidad de adoptar una política monetaria más contractiva.

Con la llegada del nuevo milenio, la Fed empezó a retirar liquidez. Los precios de las acciones empezaron a descender. La caída agregada en la bolsa entre 2000 y 2003 fue del 40 % y el declive en el valor de mercado de las acciones presentes en el NASDAQ fue del 80 %. La caída en los precios de las acciones significó que aumentaron los costes de capital para las empresas, y el declive en la riqueza de los hogares condujo a una ralentización del aumento en el

gasto doméstico. Una vez más, la implosión de la burbuja bursátil fue seguida por una recesión, que está fechada desde principios de 2002. Como la burbuja en el valor de los activos no se basó en un aumento del crédito, la caída consiguiente en el precio de las acciones no tuvo un impacto significativo sobre los bancos.

La burbuja inmobiliaria global

El rasgo más destacable de los primeros años del tercer milenio es el aumento significativo en los precios inmobiliarios en los Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, España, Islandia, Sudáfrica, Australia y Nueva Zelanda, que se inició hacia 2002. El aumento de precios en los Estados Unidos tuvo lugar en dieciséis estados, que representan alrededor de la mitad del PIB del país.

La mayor parte de estos estados estaban situados en el sur y a lo largo de las costas del Atlántico y del Pacífico, y se encontraban entre los de crecimiento más rápido, pero no todos los estados con altas tasas de crecimiento sufrieron aumentos significativos en los precios inmobiliarios. España e Irlanda eran miembros de la Unión Monetaria Europea, y por eso no tenían una moneda propia.

Cada uno de estos países tenía un déficit de sus cuentas corrientes; cada uno experimentó un aumento con la llegada de dinero y en la mayoría de los casos, su divisa se apreció. Una excepción fue que el dólar americano se depreció, y por eso el aumento en los flujos de dinero hacia los Estados Unidos amortiguó la apreciación del euro que se estaba produciendo desde la implosión de la burbuja bursátil a finales de la década de 1990.

La tasa de incremento de la riqueza de los hogares con respecto al PIB fue mucho más grande en Islandia que en cualquiera de los demás países

que experimentaron fuertes aumentos en el valor de los activos. Además, la tasa de incremento del flujo de dinero con respecto al PIB fue mucho mayor en Islandia que en cualquier otro país. El rasgo específico de la burbuja en Islandia fue que el aumento en el precio de las acciones fue de tres a cuatro veces más grande que el incremento en los precios inmobiliarios. El flujo de dinero hacia Islandia durante muchos años representó más del 20 % del PIB del país. La corona islandesa se apreció más de un 30 %. El equilibrio contable en la balanza de pagos deriva de que los cambios en el valor de la balanza de capital del país y los cambios en el valor de su balanza corriente tienen que ser necesariamente iguales siempre que la divisa flote. Por eso el aumento autónomo de la demanda exterior de títulos islandeses provocó un incremento del valor de la corona islandesa y un aumento del valor de los activos en Islandia.

Después de la implosión de la burbuja

inmobiliaria en los Estados Unidos, y de que se iniciara la caída de los precios de los bienes inmobiliarios residenciales y comerciales, y de que los bancos y otras instituciones financieras empezaran a quebrar, la comidilla de la prensa se volvió hacia la causa o causas de la burbuja. La lista es larga y variada, e incluye un nivel de apalancamiento excesivamente alto, la revocación de la ley Glass-Steagall, la corrupción de las agencias de valoración de riesgos, las compensaciones basadas en el aumento de los ingresos más que en el incremento de los beneficios después de ajustar los créditos fallidos, los «derivados», la opacidad del mercado secundario de derivados, la llegada de dinero desde China, la tendencia del presidente Greenspan a mantener los tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo, y otras muchas más.

Esta lista se centra exclusivamente en los

EE. UU. e ignora la burbuja en los mercados inmobiliarios en Gran Bretaña, Irlanda, España e Islandia, así como en otros muchos países; la lista ignora también las tres oleadas previas de burbujas.

Nadar en dinero y burbujas de activos

Como el agua fluye ladera abajo, el dinero pasa por encima de las fronteras nacionales si anticipa tasas de beneficio más altas. Tanto el aumento en el precio de las acciones en un país como el incremento en el valor de su divisa atraían dinero del exterior. El aumento rápido de los flujos monetarios hacia los Estados Unidos después de la crisis financiera asiática ilustra cómo el cambio en la disposición de los flujos de dinero transnacionales es el lazo de relación entre

una oleada de burbujas del valor de los activos y la siguiente.

Un factor que explica por qué se han producido cuatro oleadas de burbujas en un período de treinta años es que se ha producido un aumento rápido en el fondo de dinero global como resultado de los grandes desequilibrios de pagos que se desarrollaron a finales de la década de 1960 y continuaron durante el decenio de 1970 y las décadas siguientes. Además, el acuerdo de flotación de las divisas significó que el valor de los activos en un país aumentaría en respuesta al incremento en los flujos monetarios. A esto se añadieron los esfuerzos de los bancos con sedes en diferentes países para aumentar sus créditos en mercados extranjeros, contribuyendo al aumento en la cantidad de préstamos disponibles para los prestatarios en los diferentes países. Cada oleada de burbujas se inicia cuando los prestamistas están más interesados en extender el crédito a ciertos

grupos de prestatarios, quizá porque han aumentado sus ingresos o anticipan dicho aumento, o porque el ambiente regulatorio se ha vuelto menos restrictivo y ya no se prohíbe a los prestamistas que extiendan sus créditos a dichos prestatarios. Por el otro lado, el cambio en las normas permite a los prestatarios reducir los costes previstos de los créditos mediante su contratación en mercados exteriores.

La segunda característica del período desde principios de la década de 1970 es que las diferencias en los tipos de interés y en las tasas de retorno anticipadas sobre títulos similares denominados en divisas diferentes se han vuelto mucho más grandes porque los países ya no están obligados a una paridad para sus divisas. Las divergencias en las tasas de inflación nacionales fueron mucho más grandes, aunque la ruptura del sistema de Bretton Woods de paridades ajustables estuvo provocada por las diferencias entre los

Estados Unidos y Alemania y otros muchos países europeos sobre la tasa de inflación máxima aceptable. Los flujos monetarios transfronterizos tienen lugar cuando las diferencias en las tasas de retorno anticipadas sobre títulos similares disponibles en países diferentes no se corresponden con los tipos de cambio anticipados en el valor de las divisas. Al largo plazo, estos flujos transfronterizos reducen las diferencias en los retornos anticipados en los diversos países. Sin embargo, como se produce una respuesta casi inmediata al movimiento del dinero a través de las fronteras con el aumento en la actividad económica en el país de destino, el movimiento monetario puede iniciar una burbuja; y entonces la extensión del crédito se puede autoalimentar, al menos en el corto plazo, porque las tasas de crecimiento más altas provocan tasas de retorno también más altas.

El inicio de una burbuja se puede ilustrar con

el caso de Islandia en 2002. Las tasas de retorno sobre los títulos en coronas islandesas eran altas y atractivas para los inversores extranjeros en un momento en que los tipos de interés eran relativamente bajos en la mayoría de los países industrializados. El aumento en el flujo monetario hacia Islandia provocó la apreciación de la corona y un aumento en los precios de los títulos en coronas, la respuesta del valor de la divisa ante el flujo de dinero fue casi inmediata porque el mercado de la corona era muy débil. Por eso el flujo monetario que provocó una apreciación de la divisa y un aumento en el precio de los títulos islandeses fue relativamente pequeño en comparación con el fondo global de dinero y también fue relativamente pequeño en relación con el capital de los inversores que compraron títulos islandeses.

Las divisas de la mayor parte de los países que experimentan una burbuja del valor de los activos

se aprecian en respuesta a un aumento en la afluencia de dinero; la excepción principal fue que el euro, el franco suizo y otras divisas se apreciaron en 2002 y en los años siguientes a pesar de aumentar el flujo monetario hacia los Estados Unidos. (El aumento rápido en los valores bursátiles en Tokio en la segunda mitad de la década de 1980 atrajo dinero extranjero, pero las compras japonesas de títulos extranjeros eran más grandes que la afluencia de dinero y el yen se apreció a medida que se incrementaba el superávit comercial japonés.) El aumento en el valor de los activos en cada país a medida que se apreciaba su moneda formó parte integral del proceso de ajuste a la afluencia de dinero para asegurar que el cambio en el déficit comercial del país se correspondería con el aumento en la afluencia monetaria.

El aumento en la deuda externa de los países implicados en la primera, la tercera y la cuarta

oleada fue más rápido que el incremento en sus PIB; de forma similar las tasas de incremento de la afluencia monetaria eran mucho más altas que los tipos de interés sobre la deuda. Por eso fue inevitable que dichas divisas se depreciasen al ralentizarse la afluencia de dinero. De manera similar fue inevitable que se ralentizase el crecimiento del crédito para las compras inmobiliarias en Japón y que algunos de los compradores recientes de propiedades inmobiliarias iban a tener problemas de liquidez porque el pago de los intereses iba a ser más alto que sus ingresos por alquileres. El aumento en la deuda doméstica de los que compraron propiedades inmobiliarias en Japón en la década de 1980 fue mucho más rápido que el incremento en sus ingresos, y fue inevitable que los prestamistas se volvieran más cautos en la extensión de los créditos.

El aumento en la disponibilidad de créditos

con frecuencia ha sido tan rápido que prestatarios menos fiables se han vuelto atractivos para los prestamistas. Con frecuencia actores nuevos o recientes en el mercado crediticio pueden recortar los precios para aumentar su cuota de mercado, y entonces los prestamistas más grandes y mejor establecidos pueden responder reduciendo también sus precios: es decir, el tipo de interés aplicado sobre el coste de los fondos.

La primera oleada de burbujas crediticias implicó un fuerte aumento en los préstamos de los bancos internacionales a gobiernos y empresas estatales en México y en otros países en desarrollo en un momento en que la tasa de inflación mundial se estaba acelerando. La inflación de la demanda provocó un incremento rápido en el precio de las materias primas y en las tasas de crecimiento anticipadas en los países productores de dichas materias. Además, el volumen global de ahorros aumentó rápidamente como consecuencia de los

grandes desequilibrios de pagos, el crecimiento rápido de los depósitos en dólares en el extranjero, y los grandes superávits de pagos de Arabia Saudí, Kuwait y otros muchos países exportadores de petróleo.

La relación entre la implosión de la primera oleada de burbujas crediticias y la burbuja en Japón fue la amplia intervención del Banco de Japón para limitar la apreciación del yen en la segunda mitad de la década de 1980. El superávit comercial japonés había crecido con rapidez en la década de 1970 y la primera mitad de la década de 1980. La apreciación del yen en la segunda mitad de la década de 1980 habría conducido a una caída en las tasas de beneficio y en el empleo en el sector de los bienes de exportación; el Banco de Japón compró dólares para amortiguar la apreciación del yen. Además, las restricciones que habían limitado los créditos bancarios para las compras inmobiliarias, que llevaban vigentes más

de treinta años, se relajaron y el aumento rápido en estos créditos provocó un aumento en los precios inmobiliarios, un auge y una euforia.

La apreciación del yen que fue consecuencia de la implosión de la burbuja en Japón provocó un incremento en los retornos anticipados sobre las inversiones en Tailandia y en otros países con mercados emergentes que podían completar y sustituir las factorías en Japón como fuentes de suministro. El yen se apreció porque la ralentización dramática de la economía japonesa llevó a una caída en las importaciones y a un aumento rápido de las exportaciones a medida que la capacidad productiva se movía del mercado interior a los mercados exteriores. Las empresas japonesas empezaron a invertir intensamente en China, Tailandia y otros vecinos en respuesta al «vaciamiento» de la economía japonesa. Casi al mismo tiempo, cuatro cambios normativos contribuyeron al incremento de la demanda de

títulos disponibles en dichos países. El descubrimiento de «valores de los mercados emergentes como una clase nueva de activo» fue una consecuencia del aumento notable en los precios bursátiles en Japón en la década de 1980. Además, la iniciativa de los bonos Brady en 1988 financió el excedente de los créditos bancarios a los países en desarrollo al convertirlos en bonos a largo plazo, y estos países se convirtieron en «financiables». La privatización de las empresas estatales provocó un flujo monetario hacia México, Brasil, Argentina y otros países para comprar dichas empresas y acciones de las mismas. Un factor fue específicamente mexicano e implicó las iniciativas políticas para estabilizar la economía para prepararla para entrar en el Acuerdo de Libre Comercio de América del Norte; una política monetaria extremadamente restrictiva adoptada para reducir la tasa de inflación mensual provocó unos tipos de interés

real muy altos sobre los títulos en pesos a corto plazo, lo que atrajo un montón de dinero desde los Estados Unidos.

Los bancos con sede en Tailandia, Malasia, Corea del Sur e Indonesia aumentaron las cantidades pedidas en préstamo en los mercados monetarios extranjeros al aumentar su calificación de crédito; los tipos de interés en los mercados extranjeros eran menores que los de sus mercados internos, aunque los préstamos en el exterior significaban que los bancos estaban corriendo un riesgo con la divisa, ya fuera directo o indirecto, si prestaban a sus prestatarios domésticos en la divisa extranjera.

Cuando estallaron las burbujas en Tailandia y Malasia, sus divisas se depreciaron con fuerza en la segunda mitad de 1997; se produjo un gran flujo de dinero hacia los Estados Unidos a medida que devolvían sus créditos. La Reserva Federal redujo los tipos de interés tres veces a lo largo de varios

meses para ralentizar la afluencia de dinero desde los países asiáticos, lo que contribuyó a la aceleración de la burbuja en la bolsa americana.

La implosión de la burbuja bursátil en los EE. UU. provocó una reducción de la afluencia de dinero hacia los Estados Unidos y muchas divisas extranjeras —el euro, el franco suizo, el yen japonés— se apreciaron, lo que provocó una reducción en el déficit comercial de los EE. UU. y contribuyó a un aumento en la tasa de beneficio de las manufacturas americanas. Casi al mismo tiempo, un acontecimiento autónomo —un incremento en el superávit comercial chino— provocó un aumento en el déficit comercial americano y en los déficits comerciales de otros países industrializados. Los flujos monetarios procedentes de China se dirigieron hacia los países con los mercados de títulos más atractivos.

El modelo es que la implosión de una burbuja provoca cambios en los flujos monetarios

transfronterizos. La implosión de la burbuja de crédito en México y otros países en desarrollo a principios de la década de 1980 habría conducido a una apreciación de las divisas de los países industrializados; el deseo de los japoneses de amortiguar el fortalecimiento del yen provocó un aumento en la masa monetaria y en el crédito disponible para la compra de propiedades inmobiliarias. El aumento en el flujo de dinero desde Japón a principios de la década de 1990 contribuyó al incremento del valor de los activos en varios países emergentes; de forma similar, el flujo monetario desde estos países contribuyó a la burbuja en los Estados Unidos.

Mientras que la implosión de la burbuja en Japón provocó una apreciación del yen y un aumento en las tasas de beneficios anticipados en las manufacturas de Tailandia y Malasia, la implosión de las otras tres oleadas condujo a una depreciación de las divisas porque disminuyó el

flujo monetario de estos países.

Una característica del período es la existencia de un volumen muy grande —y cada vez más grande— de dinero que se puede mover de un país a los demás —o con mayor precisión: del dólar a otras divisas— a un coste relativamente bajo. Otra característica es una sucesión de golpes, incluyendo golpes políticos como el cambio de un acuerdo de cambio fijo de las divisas a un acuerdo de divisas flotantes, o la relajación de las regulaciones que limitaban los créditos bancarios para compras inmobiliarias en Japón o la relajación de los préstamos tomados en el extranjero por parte de los bancos del sudeste asiático. La implosión de numerosas burbujas indujo un cambio en el modelo de los flujos monetarios transfronterizos y contribuyó al aumento del valor de los activos en los países que experimentaron un incremento en estas afluencias.

RESPUESTAS POLÍTICAS: EL ABANDONO BENIGNO, LA EXHORTACIÓN Y LAS VACACIONES BANCARIAS

Suponiendo que muchas crisis financieras tengan una forma estilizada, ¿debería haber una estrategia estándar para hacerles frente? Supongamos que hay sobreabundancia, especulación, pánico; ¿qué habría que hacer? ¿Las autoridades estatales deberían intervenir para hacer frente a la crisis? Si es así, ¿cuándo tendrían que hacerlo? ¿Deberían intentar frenar el aumento de los precios de los bienes raíces y las acciones

mientras la burbuja se expande, a fin de que el crac subsiguiente sea menos grave? ¿Deberían pinchar la burbuja cuando fuera obvio que los precios de los activos son tan elevados que resulta sumamente improbable que el aumento de los ingresos y de las ganancias corporativas sean lo bastante rápidos y grandes como para «ratificar» esos elevados precios? Cuando los precios de los activos comenzaran a caer, ¿deberían las autoridades adoptar medidas para contener la caída y mitigar las consecuencias?

Casi todos los países han creado un banco central a fin de impedir o minimizar la escasez de liquidez, especialmente durante las crisis financieras. Muchos países cuentan con un convenio de fondos de garantía de depósitos a los fines de reducir las probabilidades de corridas bancarias y prevenir lo que de otro modo podría convertirse en una profecía autocumplida que afirma que una escasez de liquidez desataría una

crisis de solvencia. Incluso en los casos en que no hay una garantía formal para los depósitos bancarios, los individuos de muchos países creen que sus Gobiernos garantizarán que no incurran en pérdidas en caso de que los bancos quiebren; realmente, los bancos serán nacionalizados y el Gobierno se convertirá en su propietario.

Inicialmente, Greenspan, presidente de la Reserva Federal, opinaba que la Fed debía centrar la política monetaria en la consecución de un nivel estable de precios —o, por lo menos, de una tasa de inflación baja— así como en los objetivos relacionados con el macroempleo. Más tarde, con la implosión del sistema financiero estadounidense, durante los últimos meses de 2008, Greenspan parecía estar más abierto a la idea de que la Fed debería haber prestado mayor atención a los incrementos de los precios de los bienes raíces.

Este capítulo versa, principalmente, sobre la

gestión de las crisis financieras; se ocupa, primero, de las medidas reguladoras que podrían adoptarse para reducir la vulnerabilidad de los acuerdos financieros a las manías y, posteriormente, se ocupa de los pánicos bancarios. El capítulo siguiente trata sobre los prestamistas nacionales de última instancia y el que le sigue se ocupa de los prestamistas de última instancia en el contexto internacional. Este capítulo estudia la perspectiva austríaca de que el mejor remedio para el pánico bancario es «no meterse con él», dejar que siga su curso y que la economía se ajuste a la disminución del patrimonio doméstico, la descapitalización de los bancos y la desaceleración del gasto familiar y corporativo resultantes de la disminución de los precios de los bienes raíces, las acciones y los bienes de consumo.

La principal base lógica de la renuencia del Gobierno a intervenir es el argumento del riesgo

moral: la opinión de que cuanto más intervencionistas sean las autoridades durante la crisis del momento, más intensa será la manía siguiente. El razonamiento es que la intervención sesga la percepción de las compensaciones entre riesgo y recompensa de numerosos inversores — tanto de los accionistas de los bancos como, quizá, de algunos acreedores de éstos, incluidos los que poseen bonos u otros títulos de precio fijo sobre los bancos— mediante la reducción de la probabilidad y el alcance de las futuras pérdidas. La segunda razón que subyace a esta opinión consiste en que si se retrasan los ajustes a los desequilibrios creados por la implosión de la burbuja, se retrasará también la recuperación económica.

Por lo general, el argumento del riesgo moral no distingue entre accionistas y bonistas. Los accionistas de Lehman Brothers, Fannie Mae y Freddie Mac perdieron casi todo su dinero con la

quiebra de estas firmas, y lo mismo les ocurrió a los accionistas de los bancos islandeses. Los accionistas de Northern Rock, del Royal Bank of Scotland y el Lloyds TSB perdieron la mayor parte de su dinero, tal vez entre un 90 y un 95 %. Asimismo, los accionistas de AIG y Bear Stearns perdieron más del 90 % de su dinero. Además, buena parte del patrimonio personal de los empleados de Lehman y de Bear consistía en acciones de estas compañías, así como en opciones de compra de más acciones. En consecuencia, algunos de estos individuos perdieron entre el 60 y el 70 % de su patrimonio personal.

En ocasiones, la preocupación por el riesgo moral se extiende más allá de los accionistas y engloba a los acreedores de las compañías financieras, incluidos tanto los bonistas como quienes poseen títulos bancarios a corto plazo. A diferencia de los accionistas, estos acreedores no

consiguen ganancias mayores significativas cuando las estrategias de los bancos resultan inmensamente provechosas. Sus retornos están sesgados: si los bancos quiebran, estos acreedores sufrirán importantes pérdidas y si los primeros medran, los segundos no participarán de las ganancias. Es posible que los acreedores caigan en la autocomplacencia porque piensan que no se dejará quebrar a los bancos. Sin embargo, estas quiebras no son inequívocas. ¿Ha quebrado un banco cuando los accionistas han perdido entre el 90 y el 95 % de su dinero antes de que el Gobierno le proporcione ayuda financiera? Es improbable que la mayoría de los accionistas coincida con la afirmación de que se los ha rescatado. Estos bonistas pueden recibir tasas de interés algo más elevadas debido a que los directores de los bancos creen que éstos son «demasiado grandes para quebrar», por lo que asumen inversiones algo más arriesgadas —y

podrán pagar tasas de interés más altas— al menos por un tiempo. La doctrina «demasiado grande para quebrar» puede tener el mismo impacto que las garantías de fondos de depósitos, a menos que, si los bancos son cerrados y reorganizados con ayuda del Gobierno, las autoridades reduzcan el valor de los títulos de los acreedores por debajo de su valor nominal. A partir de ese momento, es posible que los propietarios de depósitos cuya cuantía supera ampliamente los montos cubiertos por las garantías de fondos de depósito estén dispuestos a retirar su dinero cada vez que exista cierta cuota de escepticismo respecto de la solvencia del banco.

La elección que debe hacer cada país consiste en o bien diseñar un sistema que permita la quiebra de las grandes instituciones con pérdidas para los acreedores, o bien proporcionar alguna forma de garantía eficaz para quienes poseen títulos bancarios, a fin de reducir las

probabilidades de corridas bancarias.

La reforma financiera: regulación y supervisión bancarias

¿Es posible prevenir las crisis mediante la regulación y supervisión rigurosa? Algunos observadores defienden este enfoque. Otros recomiendan la liberalización. La mayoría de las reglas de la banca sólida ya están incluidas en las reglamentaciones o están implícitas en la tradición bancaria. Tanto los bancos como los reguladores pasan por alto un gran número de estas reglas. Se supone que los bancos «ajustan al valor de mercado» [*mark to market*], vale decir que valoran sus préstamos e inversiones cada día (o cada semana o mes) a los precios que se realizarían si préstamos e inversiones se vendieran

en el mercado, no a sus precios históricos. Deberían establecerse reservas para los «préstamos incobrables» y reducciones del valor de los «dudosos». Cuando las pérdidas por préstamos aumentaran y el capital del banco disminuyera, podría solicitársele un incremento del capital so pena de ser clausurado según las reglas tradicionales. Como ejemplo de las poco habituales características de los bancos que siguen estas reglas, la prensa estaba plena de noticias en la primavera de 1987, cuando Citicorp redujo el valor de sus préstamos en el Tercer Mundo y la FSLIC [sigla en inglés de Corporación Federal de Ahorros, Préstamos y Seguros] permitió que 500 bancos insolventes permanecieran en actividad con la expectativa de que se tornaran lo bastante redituables como para reconstruir su capital. Como parte del proceso de regulación, la Reserva Federal comenzó a colaborar con otros bancos centrales del Grupo de los Diez, con el fin de

fortalecer las estructuras bancarias en todo el mundo mediante la aplicación de los mismos requisitos de capital basados en el riesgo establecidos para bancos cuyas casas matrices están en diferentes países.

El hincapié en los requisitos de capital como un porcentaje de los activos o las obligaciones bancarias condujo a algunos bancos a desarrollar operaciones «fuera del balance» [*off-balance sheet*], las cuales originan cuotas y comisiones e ingresos por interés, pero cuyos activos y pasivos son contingentes, y se muestran en los balances únicamente como notas al pie. Los bancos establecieron instrumentos especiales de inversión (o SIV, siglas en inglés de *special investment vehicles*) que sortearan los requisitos formales de capital y que, por tanto, aumentarían su apalancamiento real. La demanda de pagarés y SIV dependía del capital de reputación de los bancos.

Estas transacciones al margen del balance

general incluyen tasas de interés y permutas de divisas, contratos a plazo, opciones, seguros por riesgos, «repos» (ventas de títulos con garantía de retroventa posterior) y programas de emisión de pagarés. Cada una de estas posiciones puede valorarse como una opción e incluirse entre los activos o pasivos cuando se calcula el capital necesario adecuado.[1]

Es posible ofrecer un buen argumento a favor de una regulación y supervisión más rigurosas de los bancos, a los fines de impedir los préstamos durante los períodos de euforia que pueden acabar en una crisis financiera. En Estados Unidos, la responsabilidad de evaluar los bancos está dividida entre la Agencia de Contralor de la Moneda, los Bancos de la Reserva Federal y las comisiones del sistema bancario de los estados. Según una opinión, hay competencia no en la liberalización, sino en la re-regulación.[2] «La responsabilidad dividida», ha dicho un famoso

político y banquero alemán, «no es ninguna responsabilidad».[3] El perspicaz personal examinador necesario cuando caen los precios de los activos no está dispuesto a someterse al aburrimiento que suponen los largos períodos de calma entre las crisis. Es difícil detectar la mala administración de los bancos antes de una crisis. En los auges, la entropía en la regulación y la supervisión permite el crecimiento de focos de riesgo que sólo estallan tras la disminución de los precios de los activos. La pregunta es, por tanto, si liquidar, paralizar, garantizar, rescatar, adquirir o recurrir a otros medios de préstamos de última instancia. La respuesta prácticamente universal a la quiebra o cuasi quiebra de los bancos es que se necesita una regulación mayor o más eficaz. Se han atribuido los problemas de Bear Stearns, Lehman Brothers y otros bancos de inversión estadounidenses a la decisión de la US Securities and Exchange Commission de relajar las

restricciones sobre el apalancamiento de los bancos de inversión. En ocasiones, se atribuye el colapso de algunos de los bancos a la revocación de la Ley Glass-Steagall, la cual ignora de forma conveniente las quiebras de cientos de compañías en la década de 1980, así como las de bancos en Gran Bretaña, Islandia e Irlanda.

La regulación impone costes. Como resultado, la historia de la regulación es que se desarrollan nuevos tipos de instituciones fuera del ámbito regulado, instituciones que, sin embargo, son en todo lo demás semejantes a las compañías reguladas. Se crearon fondos de mercado monetario como una manera de pagar el interés sobre los depósitos a la vista. Se desarrolló el mercado de depósitos en el exterior con el fin de evitar los costes, en forma de coeficientes de caja y primas mínimas anuales de depósitos, que soportaban los bancos nacionales; las filiales de los bancos estadounidenses situadas en el

extranjero podían pagar tasas de interés más altas que sus filiales nacionales.

Las manías son macrofenómenos y resultan del crecimiento excesivamente rápido del crédito. La regulación es un microfenómeno. Resulta improbable que ésta que tenga algún efecto sobre el hecho de que surja o no una manía, aunque sí tendrá impacto sobre algunas instituciones y podría tenerlo sobre el ritmo de surgimiento de la manía.

El abandono benigno

Un gran número de economistas cree que un pánico bancario producirá su propio remedio y que «se puede esperar a que el fuego se apague solo».[4] «Ciertas cabezas frías, aunque no muy imaginativas, del salón del Banco [de Inglaterra]

pensaban que es algo inherente a los pánicos agotarse a sí mismos».[5] Lord Overstone sostenía que no es realmente necesario brindar respaldo al sistema financiero en crisis, a causa de que los recursos del sistema son tan grandes que, incluso en épocas de estrechez extrema, quienes ofrecen una tasa de interés lo bastante alta podrán conseguir grandes sumas de dinero en préstamo.[6] En 1847, un aumento en la tasa de descuento de entre el 10 y el 12 % en Londres detuvo el flujo de oro hacia Estados Unidos; se envió un pequeño balandro para alcanzar un barco que ya había zarpado hacia Nueva York, lo obligó a virar en redondo y a descargar 100.000 libras esterlinas en oro.[7] En su testimonio ante la *Enquête* (investigación) francesa sobre circulación monetaria de 1865, el barón James de Rothschild afirmó que podía confiarse en el incremento de las tasas de interés para reducir la especulación en bienes de consumo y valores. Rothschild añadió

que «Si los especuladores pudieran conseguir crédito ilimitado, no es posible saber qué clase de crisis resultaría».[8]

El dilema del riesgo moral consiste en que las medidas tomadas para dar estabilidad al sistema durante una crisis pueden alentar la especulación de aquellos que pretenden beneficios excepcionalmente elevados durante la siguiente expansión, quienes de algún modo se han convencido de que existe una gran probabilidad de que el Gobierno adopte medidas tendentes a impedir que la economía implosione, por lo que sus pérdidas en caso de inconvenientes serían limitadas. La «dádiva» a los especuladores de hoy tiene como consecuencia que probablemente sean menos prudentes en el futuro. Por ende, las siguientes crisis financieras podrían ser más graves. El problema del riesgo moral constituye un sólido argumento a favor de no intervenir en el desarrollo de la crisis, para reducir la

probabilidad y gravedad de las crisis futuras. ¿Serán capaces los diseñadores de políticas de crear instrumentos que penalicen a los especuladores individuales a la vez que minimicen el impacto negativo de su comportamiento imprudente sobre el resto del país? Así y todo, la pregunta sobre coste-beneficio es si el beneficio de la economía por no permitir que el pánico siga su curso merece la pena en términos de recompensas indebidas a los especuladores.

Las pérdidas de los accionistas de Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Citicorp y el Bank of America fueron inmensas. Además, la conducción y los directivos de estas instituciones fueron reemplazados. Las compañías han seguido en el negocio, pero a todos los fines prácticos quebraron. Los individuos que invirtieron en ellas sobre el supuesto de que estas instituciones eran «demasiado grandes para quebrar» pueden haber sufrido grandes pérdidas.

La perspectiva de que se ha de dejar que el pánico bancario siga su curso tiene dos elementos. Uno de ellos es el disfrute con los problemas —o disfruta del *schadenfreude* [regodeo]— que inversores o especuladores encuentran como retribución por sus excesos; este enfoque puritano acoge con beneplácito el fuego eterno como castigo para quienes son excesivamente codiciosos. El otro elemento considera que el pánico es como una tormenta eléctrica, «en una atmósfera tropical mefítica e insalubre», que limpia el aire. «Purificó los elementos comerciales y financieros y tendió a restablecer la vitalidad y la salud, como si tendiese al comercio regular, el firme progreso y la prosperidad permanente».[9] Herbert Hoover enunció esta perspectiva de manera convincente cuando caracterizó —sin aprobarla— la concepción de Andrew Mellon:

Los «liquidacionistas del déjalo correr», liderados por el secretario del Tesoro Mellon, pensaron que el Gobierno debía mantenerse al margen y dejar que el desplome se autoliquidara. El señor Mellon tenía una única fórmula: «Liquidar el trabajo, liquidar las acciones, liquidar a los granjeros, liquidar los inmuebles». Mellon insistía en que cuando las ideas inflacionarias invaden las mentes del pueblo, la única manera de acabar con ellas es dejarlas colapsar. Sostenía que incluso el pánico no era algo del todo malo. Mellon afirmaba que: «Le quitará la herrumbre al sistema». Los elevados costes de vida y de la buena vida bajarán. La gente trabajará más duramente y llevará una vida moral. Se acomodarán los valores y los emprendedores levantarán los despojos de la gente menos competente».[10]

El historiador de la economía neoaustriaco Murray Rothbard añadió: «Aunque expresado de forma algo escabrosa, aquél era el rumbo correcto que el Gobierno tenía que seguir».[11] El historiador conservador Paul Johnson comentó que: «Fue el único consejo sensato que recibió Hoover durante su presidencia».[12]

La opinión contraria admitía que, si bien es deseable eliminar las burbujas y la inversión maníaca del sistema, existe el riesgo de que si el Gobierno no interviniera para contener una crisis, se extendería un pánico deflacionario que arrasaría las inversiones sólidas realizadas por los no especuladores, a quienes les sería imposible conseguir el crédito que necesitaran.

Una característica de muchas crisis de liquidez es que las tasas de interés resultan extremadamente elevadas para los prestatarios privados, en particular a causa de que están expresadas como tasas de porcentaje anual que en realidad son primas de liquidez por uno, dos o, a lo sumo, unos cuantos días. La pregunta más básica al respecto es si el dinero está disponible a esas tasas de interés tan elevadas o si el mercado de bonos se despeja mediante el racionamiento. Las pruebas provenientes de numerosas crisis son que resulta difícil, y en ocasiones imposible, tomar préstamos

durante las corridas bancarias, y que las tasas de interés cotizadas carecen de relevancia porque no hay dinero disponible.

- En 1763, tras la quiebra de Arend Joseph, primero, y, más tarde, de DeNeufville, después de que se desencadenara el pánico bancario el 22 de julio, un informe sucinto y no muy informativo comentaba: «Pánico hasta en los valores y los bienes, el dinero era inalcanzable».[13]
- En 1825 la declaración fue que: «un pánico inaudito ha hecho presa del público: todo el mundo solicita —dinero— pero no hay dinero disponible». «No era el valor lo que se tenía en cuenta», observa el *Times*, «sino la imposibilidad de producir dinero».[14]
- Interrogatorio a Thomas Tooke por la Comisión de Investigación sobre la Crisis

Comercial de 1847: *Pregunta 5421*: «¿Durante varios días, si no algunas semanas, el Banco de Inglaterra fue el único establecimiento que redujo los precios?». *Respuesta*: «Sí». *Pregunta 5472*: «El presidente del Banco de Inglaterra ha afirmado que no hubiera podido vender 1 millón de libras en acciones [bonos del Gobierno inglés] durante la semana posterior al 14 de octubre de no haber habido letras. ¿Lo cree usted posible?». *Respuesta*: «No, absolutamente imposible, si entendemos que imposible significa con excepción de esa reducción de precios que no podía tenerse en cuenta».[15]

- Pruebas del Sr. Glyn en la misma investigación: *Pregunta*: «¿Está al tanto de la opinión del agente de inversiones del Banco de que podría haberse vendido una

suma muy grande sin afectar de forma considerable los precios de los Consols [bonos perpetuos ingleses]?». *Respuesta*: «No estaba al tanto de que el agente de inversiones del Banco hubiera hecho esa afirmación. Yo diría que, por lo que vi en aquel momento, una venta de uno o dos millones, que eran las cifras de las que se hablaba, hubiera sido casi imposible sin haber derrumbado los fondos a ese precio, porque hubiera producido otro pánico».

- El Sr. Browne, congresista, pensaba que esas ventas no se hubieran podido efectuar, salvo con un enorme sacrificio, y añadió que «si el pánico hubiera sido tal como podíamos suponer que podría haber sido en tales circunstancias, dudo de que se hubiesen podido vender en absoluto».[16]
- Más tarde, en 1857: «En una etapa de la crisis se hizo completamente imposible

negociar documentos, con un interés que en las circunstancias más favorables era del 12 o el 15 %». [17]

- Una carta proveniente de Liverpool: «Las letras de cambio de primera calidad, a las cuales éste y otros Bancos estaban dispuestos a añadir su respaldo, eran imposibles de convertir en efectivo y creo que muchas casas comerciales, que no sólo eran solventes sino que podían pagar 40 o 60 por libra, tendrían que haberse retirado de no haberse emitido las letras del Gobierno». [18]
- «En Hamburgo, la confianza comercial se ha agotado completamente. Sólo son negociables, y a tasas de interés altísimas, las letras de cambio de sólo tres o cuatro de las casas principales... Un anticipo del Gobierno de 15 millones de marcos a pagar por los bancos no ayudó en absoluto.

El pánico era tal que no se podían discontinuar los bonos del Gobierno y los capitalistas no se separaban de su dinero por nada del mundo... Cuando el 12 de diciembre se supo que la asistencia nos ayudaría a todos, el pánico cesó. Los bonos del Gobierno que no eran descontables al 15 % a principios de mes se aceptaban fácilmente a entre el 2 y el 3 %». [19]

- Edward Clark, de Nueva York, le escribió a Jay Cooke, de Filadelfia, antes de que Cooke dejara la compañía de Clark para fundar su propia compañía: «No hay escasez de dinero; no hay dinero en absoluto. No hay dinero, ni confianza ni valor en nada. Una semana más de esto y los bancos se irán a la quiebra». [20]
- Luego, en 1866: «El Bank Court elevó la tasa de descuento al 9 % e insinuó que los

préstamos sobre valores del Gobierno estaban disponibles al 10 %. Antes de esa declaración era imposible vender, ya fuera Consols o letras del Tesoro. Los corredores de otros valores se negaron a negociar».[21]

- Durante la crisis de 1873 en Nueva York, «la National Trust Company de Nueva York tenía en su bóveda valores del Gobierno por ochocientos mil dólares, pero no podía usarlos como respaldo para pedir prestado ni un dólar, y suspendió».[22]
- Finalmente, en 1883, «La demanda cada vez mayor de dinero condujo a una hambruna monetaria. Era imposible conseguir préstamos a plazo fijo, los préstamos a la vista estaban al 72 % en junio, al 72 % el 28 de julio, al 51 % el 4 de agosto. Los documentos comerciales de primera clase

cotizaban a entre el 8 y el 12 % nominal, con una cantidad de dinero disponible muy baja». [23]

Las pruebas no son inequívocas, ya que la venta de bonos del Gobierno está algo matizada por comentarios tales como «con excepción de esa reducción de precios [por ejemplo, un aumento en las tasas de interés] que no podía tenerse en cuenta». Además, está la información esporádica sobre la otra cara del argumento, especialmente en Estados Unidos con el sistema bancario nacional, en el cual no hay disponibilidad de prestamistas de última instancia. En 1884:

Para mayor frustración de los intermediarios, el dinero se tornó sumamente escaso y en un momento llegó a exigirse hasta el 4 % por 24 horas. Esto provocó un mayor sacrificio de las acciones, puesto que sólo unos pocos podían darse el lujo de pagar las elevadas tasas que se pedían. El precio exorbitante era, desde luego, resultado directo de la desconfianza

prevaleciente, ya que no había una escasez real... A lo que había que atribuirle la gran reducción, el jueves y el viernes, de casi el 7 % de los bonos del Gobierno de Estados Unidos es... el deseo de realizar y obtener efectivo. No hubo pérdida de confianza en esos bonos, como tampoco la hubo en los bonos y las acciones del ferrocarril.

Uno de los resultados del fenomenal aumento temporal del precio del dinero fue atraer una enorme cantidad de capital extranjero al mercado. Parte de éste fue enviado para comprar acciones a esos precios deprimidos y otra parte para dar préstamos sobre acciones o sobre cualquier otro valor a esos elevados tipos de interés. El efecto fue cambiar la dirección del flujo de divisas que había estado acarreado tantos perjuicios a Estados Unidos.[24]

Esta afirmación, a su vez, no es inequívoca, puesto que la estampida comenzó antes de que se hubiera producido una falta de liquidez pronunciada.

Durante la crisis asiática de 1997, el Fondo Monetario Internacional actuó como prestamista de última instancia —si bien mucho tiempo después

de que el baht tailandés, la rupia indonesia y otras divisas se hubieran depreciado marcadamente— e insistió en que el Gobierno de cada país asiático equilibrara su presupuesto, y que el banco central de estos países aumentara los tipos de interés. Varios economistas se opusieron a estas medidas porque conducían a un aumento del paro, especialmente entre los pobres, mientras que los problemas financieros habían sido causados por funcionarios acomodados y prósperos banqueros.

Con todo, la ortodoxia recibió cierto respaldo de la experiencia japonesa de la década de 1990, cuando una combinación de política monetaria expansiva y depreciación del yen produjeron una «trampa de liquidez». Tanto las tasas de interés como los préstamos bancarios japoneses disminuyeron después de la reducción de los precios de las acciones y los bienes raíces, y se infirió que había una «contracción del crédito». Los bancos se mostraban reacios a conceder

créditos porque sus pérdidas por préstamos habían socavado su capital y las compañías se mostraban reacias a tomar créditos a causa de la lentitud del crecimiento de la demanda de sus productos.

La reducción de los tipos de interés a corto plazo en Tokio hasta el 1 % y menos, condujo a un repentino aumento del «*carry trade*»; los fondos de alto riesgo de Estados Unidos tomaron créditos en yenes, que vendieron para comprar dólares estadounidenses, los cuales a su vez fueron vendidos para comprar valores en dólares estadounidenses que dieron un interés del 3 o 4 %. Las operaciones «*carry trade*» condujeron a un incremento del flujo de fondos de Tokio a Nueva York y a una depreciación del yen que, a su vez, llevó a un aumento del superávit comercial japonés y a aumentos de la producción y el empleo japoneses. El aumento del superávit japonés fue una útil respuesta a la trampa de liquidez y un complemento eficaz a las expansivas políticas

fiscales y monetarias japonesas. Las operaciones «*carry trade*» seguirían siendo beneficiosas para los fondos de alto riesgo estadounidenses mientras toda revalorización del yen fuera menor que el exceso de los tipos de interés de los valores en dólares estadounidenses sobre las tasas de interés que estaban pagando por sus préstamos en yenes.

La persuasión moral y otros instrumentos exhortatorios

El argumento dominante contra la opinión a priori de que es posible remediar las estampidas bancarias absteniéndose de intervenir, consiste en que casi siempre *hay* intervención. Las autoridades se sienten obligadas a intervenir para detener una mayor caída de los precios de los activos. Pánico tras pánico, crac tras crac, crisis

tras crisis, las autoridades o algunos «ciudadanos responsables» intentan poner freno al pánico mediante alguna medida. Las autoridades tal vez se hayan alarmado sin motivo y la situación podría corregirse por sí sola sin perjuicios graves. Puede que las autoridades sean estúpidas e incapaces de aprender. (La Escuela de Chicago supone que quienes participan en el mercado son siempre más inteligentes que las autoridades, en gran medida porque éstas están motivadas por objetivos políticos de corto plazo.) La desigual distribución de la inteligencia no puede ponerse a prueba con la gestión de una crisis, porque tanto las autoridades como las principales figuras del mercado hacen grandes esfuerzos para frenar la caída de los precios, las bancarrotas y las quiebras de los bancos. Si está teniendo lugar un proceso de aprendizaje —y el supuesto de racionalidad así lo exige—, la lección es que un prestamista de última instancia es más deseable y

menos costoso que la dependencia exclusiva de las fuerzas competitivas del mercado.

Una lección del registro histórico es que hay muchos ejemplos en los cuales inicialmente las autoridades estaban decididas a no intervenir, pero finalmente lo hicieron a regañadientes. Lord Liverpool amenazó con renunciar a su cargo como ministro de Finanzas, en diciembre de 1825, si se ofrecía la emisión de bonos del Tesoro para rescatar el mercado después de que Liverpool hubiese advertido sobre la especulación excesiva, seis meses antes.[25] William Lidderdale, director del Banco de Inglaterra en la época del Pánico de 1890, rehusó de forma categórica aceptar una «carta de indemnización» para permitir que el Banco excediese su límite de crédito.[26] En ambas ocasiones, se salvaron las apariencias mediante otra estrategia para poner freno al pánico. En muchas otras oportunidades, la fuerte posición inicial de no intervenir se invirtió cuando

el pánico bancario se incrementó. Entre ellas está la intervención de Federico II en la crisis de Berlín de 1763,[27] la negación del Banco de Inglaterra a realizar descuentos por los «*W banks*»[28] y la decisión del Tesoro de Estados Unidos en 1869.[29]

En septiembre de 2008, las autoridades estadounidenses opinaban que debía permitirse a Lehman Brothers ir a la quiebra, aun cuando el Gobierno hubiera participado de forma protagónica en la compra de Bear Sterns por JP Morgan Chase, así como en la tutela de Fannie Mae y Freddie Mac. Una explicación de ello es que el Secretario del Tesoro de ese momento no deseaba pasar a la historia como el «Señor Rescate». Un día después del cierre de Lehman, se cambió drásticamente la «política» como respuesta a una corrida bancaria en AIG. En efecto, se suministró de forma implícita a todas las grandes compañías financieras un fondo de

garantía de depósitos del 100 %.

Las dilaciones

En una estampida bancaria, cada inversor se apresura a retirar su dinero del banco antes de que éste cierre sus puertas a causa del agotamiento de sus fondos en efectivo. Con frecuencia, los bancos se muestran reacios a pagar a los inversores que quieren su dinero porque los fondos en efectivo de los primeros son mucho menores que sus obligaciones por depósitos a corto plazo. Durante la Gran Depresión, los bancos se tomaron su tiempo para pagar a los inversores, a la espera, como Micawber, de que algo sucediera. La técnica data del siglo dieciocho.

La obra *Teoría y práctica de la banca* [*Theory and Practice of Banking*], de McLeod,

describe como el Banco de Inglaterra se defendió, en septiembre de 1720, de un pánico generado por su marcha atrás en la promesa de absorber los bonos de la Compañía de los Mares del Sur [*South Sea Company*] a 400 libras. El Banco hizo poner a sus amigos al principio de la cola y les fue pagando lentamente, en monedas de medio chelín. Estos amigos retornaban las monedas al Banco por otra puerta. El dinero era depositado tras ser contado, una vez más lentamente, y utilizado otra vez para pagar. El pánico fue conjurado hasta la fiesta de San Miguel Arcángel (el 29 de septiembre). Al acabar la fiesta, también había acabado la estampida y el Banco continuó abierto.[30]

Otra historia, que quizá tenga el mismo origen y probablemente sea más exacta, es que el Sword Blade Bank, un aval de la Compañía de los Mares del Sur, rechazó unos intentos de cobrar documentos en monedas de plata. Cuando empezó

la estampida, el 19 de septiembre, el banco hizo traer carretadas de plata, con la que pagó «lentamente y en moneda pequeña». Un inversor informó que recibió 8.000 libras en chelines y medios chelines antes de que el banco cerrara sus puertas el sábado 24 de septiembre.^[31] Las circunstancias sugieren una historia, las fechas dos. Puesto que el Sword Blade Bank y el Banco de Inglaterra eran enemigos mortales, no es probable que hayan cooperado entre sí.

Veinticinco años después, el Banco de Inglaterra no había olvidado las lecciones de 1720. El Joven Pretendiente (Charles Edward, nieto de James II) desembarcó en Escocia en julio de 1745, desplegó su estandarte en septiembre, invadió Inglaterra en noviembre, el 15 de noviembre llegó a Carlisle y el 4 de diciembre a Derby. El pánico se desató el Viernes Negro, 5 de diciembre de 1745. Los Consols británicos cayeron a 45, el precio más bajo del que se tiene

registro, y comenzó una estampida al Banco de Inglaterra. El Banco resistió, en parte, mediante el pago de sus documentos con monedas de medio chelín. El tiempo ganado se utilizó para inducir a los comerciantes de Londres a proclamar su lealtad y su disposición a aceptar documentos del Banco de Inglaterra. La otra parte de la receta, la recolección de documentos como señal de confianza, se utilizó otra vez en parecidas circunstancias, cuando los franceses desembarcaron en Fishguard, en 1797. En esa oportunidad, en un solo día se recogieron 1.140 firmas de comerciantes e inversores en bonos del Gobierno.[32] El tiempo que en 1745 se ganó mediante el pago lento y el pedido de respaldo permitió al Gobierno organizar un ejército que derrotó al Joven Pretendiente en Culloden, en abril de 1746.

Los cierres totales y los festivos bancarios

Una forma de poner freno a una corrida bancaria es cerrar el mercado, de suerte tal que la actividad comercial se detenga. En 1873 se detuvo la actividad de la Bolsa de Nueva York, y lo mismo sucedió en Londres y en muchos otros centros con el estallido de la guerra de 1914. En ambos casos, el motivo fue poner freno a una estampida bancaria mediante el expediente de dar más tiempo a los participantes del mercado financiero para pensar si era o no necesario o deseable vender a precios reducidos.

Con todo, los cierres pueden conducir la actividad comercial a la clandestinidad e intensificar el pánico. Además, los objetivos de corto y largo plazo entran en conflicto. Hacer cesar la actividad bursátil durante una estampida puede exacerbar el siguiente pánico bancario si los inversores venden sus acciones o retiran su

dinero del mercado financiero a la vista porque temen que se suspenda la actividad comercial. En septiembre de 1873, durante una corrida bancaria, se cerró la Bolsa de Nueva York, pero un editor financiero sugirió que el temor de que se suspendiera la actividad comercial apresuró la retirada del dinero a la vista por bancos de fuera de la ciudad y otros participantes del mercado de valores.[33] El cierre de las bolsas de Pittsburgh y Nueva Orleans durante dos meses, en 1873, tuvo menos consecuencias graves, ya que sólo vendían y compraban valores de firmas locales que habían causado sus propias dificultades.[34]

La Bolsa de Nueva York y otros mercados bursátiles estadounidenses suspendieron sus actividades durante una semana tras el atentado a las torres del World Trade Center, el 11 de septiembre de 2001. La causa fue que no funcionaban los sistemas de comunicaciones y de apoyo técnico. Un gran número de esos valores

podría haberse comercializado en los mercados financieros regionales de Estados Unidos, si bien tales mercados hubiesen resultado asfixiados.

La declaración de un festivo legal por el Gobierno es otra técnica para suspender las actividades comerciales, técnica que se utilizó durante el pánico de 1907 en Oklahoma, Nevada, Washington, Oregon y California.[\[35\]](#) Este instrumento fue el precursor de los festivos bancarios que comenzaron a nivel local en otoño de 1932 y se generalizaron a todo el país el 3 de marzo de 1933, el día en que Franklin D. Roosevelt asumió la presidencia. (Un festivo bancario sólo obliga a cerrar los bancos, en tanto que un festivo legal obliga a suspender toda la actividad comercial.)

Otra herramienta consiste en suspender la publicación de resúmenes de cuenta, como en 1873, a la espera de que «lo que no sabes no te hará daño». La técnica fue diseñada para ocultar

las grandes pérdidas de unos cuantos bancos, ya que se temía que las noticias verdaderas reducirían aun más la confianza de los inversionistas.[36]

Algunos mercados de bienes y valores establecieron límites diarios para el cambio máximo de precios; cuando se alcanzaba el límite, se suspendía la actividad bursátil por ese día. Los especialistas en acciones individuales han utilizado estos «intervalos» cada vez que el desequilibrio entre órdenes de compra y órdenes de venta era excepcionalmente grande. Los mercados bursátiles estadounidenses recomendaban este «disyuntor» tras la debacle del Lunes Negro, 19 octubre de 1987. Para la Bolsa de Nueva York la propuesta fue posponer la actividad bursátil por un intervalo determinado —veinte minutos, por ejemplo— en aquellas acciones cuyos precios aumentaban por encima o disminuían por debajo de ciertos límites.

Se ha ganado tiempo mediante moratorias de pago de todas las deudas o de tipos particulares de obligaciones, tales como letras de cambio cuya caducidad se operara en menos de dos semanas. La medida más difundida de esta clase consistía en que los examinadores bancarios pasaran por alto los créditos de cobro dudoso en poder de los bancos tanto tiempo como fuese posible; una moratoria implícita a ajustar el valor de los créditos a su valor de mercado. La abstención regulatoria se utilizó en la debacle de ahorro y préstamo estadounidense de la década de 1980. El Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial continuaron permitiendo el endeudamiento de muchos países africanos para aumentar el monto del interés adeudado; si estas instituciones hubieran declarado esos créditos en cesación de pagos, hubieran tenido que reconocer las pérdidas sobre los préstamos. Los bancos que actuaban como prestamistas de los *Real Estate*

Investment Trusts (REIT, por las siglas en inglés de Sociedades de Inversiones en Bienes Inmobiliarios), arrendadores de centros comerciales hipotecados y propietarios de apolillados Boeing 747, permitieron que se incrementara el interés sobre sus créditos bancarios porque deseaban retrasar su reconocimiento de las pérdidas en los créditos hasta un momento más propicio, en el cual su capital fuese mayor. Pero para ello los prestamistas necesitan que los examinadores bancarios se mantengan al margen.

Con todo, las moratorias oficiales pueden considerarse menos eficaces que las informales. Una moratoria sobre la liquidación de diferencias de pagos pendientes en la Bolsa de Viena de 1873 duró una semana, desde el colapso del mercado financiero hasta el 15 de mayo. El Banco Nacional de Austria y los bancos comerciales sólidos reunieron un fondo de garantía de 20 millones de

florines; estas imitaciones de las primeras medidas no fueron de mucha ayuda.[37] Otra moratoria se registró en París, tras la Monarquía de Julio, cuando el concejo municipal decretó que todas las letras pagaderas en París entre el 25 de julio y el 15 de agosto deberían extenderse diez días más. Esta moratoria esterilizó los documentos comerciales de las carteras de inversores y no contribuyó en absoluto a desalentar una estampida de los bonistas.[38]

Los certificados de las cámaras de compensación

El principal instrumento utilizado en Estados Unidos para hacer frente a los pánicos bancarios antes de la institución del Sistema de Reserva Federal eran los certificados de las cámaras de

compensación, los cuales son un sustituto cuasi monetario consistente en las obligaciones de un grupo de grandes bancos locales. Un banco objeto de una estampida podía pagar a los inversores que se retiraban con estos certificados en lugar de hacerlo con dinero contante y sonante. La cámara de compensación de Nueva York se instituyó en 1853 y la de Filadelfia en 1858, tras la crisis de 1857. Durante la crisis de 1857, los bancos de Nueva York no cooperaron entre sí para poner freno al pánico bancario. La posición de la Agencia Mercantil de Nueva York era que si cuatro o cinco de los bancos más sólidos hubieran acudido en ayuda de la Ohio Life and Trust Company, de forma tal que ésta hubiera pagado sus obligaciones, se hubieran mantenido el comercio y el crédito del país.[39] Hacia 1873, los bancos de Nueva York estaban dispuestos a aceptar pagos mediante cheques compensados con certificados de las cámaras de compensación. La ventaja de

estos certificados era que reducían el incentivo para que los bancos negociaran los depósitos de sus competidores. Sprague insistía en que este sistema debía ir acompañado de un acuerdo de hacer un fondo común con las reservas bancarias; de lo contrario, un banco que no estuviera sometido a una pérdida neta podría verse obligado a suspender los pagos después de pagar en efectivo a sus propios depositantes si no hubiera recibido efectivo en forma de liquidaciones de otros bancos.[40] En 1873 se fusionaron las reservas.

Una grave desventaja de los certificados de cajas de compensación consistía en que sólo eran admisibles localmente: Nueva York, Filadelfia, Baltimore. En consecuencia, estos certificados contribuían a mantener los pagos domésticos, tales como nóminas y ventas al detalle en una ciudad, pero desalentaban el flujo real de pagos entre ciudades. Durante el pánico financiero de 1907, 60

de las 160 cajas de compensación de Estados Unidos utilizaron estos certificados para facilitar los pagos locales. Sin embargo, Sprague sostenía que las perturbaciones del comercio local no fueron menos completas o inquietantes que en anteriores oportunidades. Entre el 26 de octubre y el 15 de diciembre de 1907, los precios de los fondos de Nueva York en Boston, Filadelfia, Chicago, Saint Louis, Cincinnati, Kansas City y Nueva Orleans variaron desde una bonificación del 1,25 % en Chicago, el 2 de noviembre, a una prima del 7 % en Saint Louis, el 26 de noviembre, un incremento con respecto al 1,5 % de la semana anterior.[41] En diciembre de 1907 Jacob H. Schiff escribió: «La única lección que debemos aprender de la experiencia reciente, es que emitir certificados de cajas de compensación en los diversos centros de banca también ha ocasionado un perjuicio importante. Ha colapsado el comercio local y paralizado en gran medida el comercio del

país».[42]

Otros instrumentos del mismo tipo general eran los cheques de cajas de compensación y los cheques certificados que eran, tanto unos como otros, sustitutos próximos al dinero y aumentaron los medios de pago en circulación.

Los grupos ajenos a los bancos también son capaces de organizarse para mitigar un pánico. Piénsese, por ejemplo, en el consorcio del mercado de valores. El 24 de octubre de 1907, un fondo común bancario, encabezado por J. P. Morgan, prestó 25 millones de dólares al 10 % en *call money*, en un intento de poner freno al colapso del mercado bursátil.[43] Exactamente 22 años después, el Jueves Negro de 1929, Richard Whitney iba de puesto en puesto por el piso de la Bolsa de Nueva York y pujaba para comprar paquetes de acciones en nombre de la agrupación dirigida por J. P. Morgan y Compañía —una vez más.[44]

La cooperación entre bancos

Los bancos también han colaborado entre sí mediante comisiones de rescate (como en Viena, en mayo de 1873 y en ocasiones anteriores), fondos de crédito, fondos de garantía y obligaciones, fusiones concertadas entre bancos y compañías débiles, así como otros instrumentos por medio de los cuales los bancos fuertes respaldan los bancos débiles o en proceso de irse a la quiebra.^[45] Tres ejemplos incluyen el papel de los bancos de París en la crisis alsaciana de 1828, diversos instrumentos utilizados por Hamburgo para hacer frente a las dificultades de 1857 y la garantía crediticia de Baring Brothers de 1890.

LA CRISIS ALSACIANA DE 1828

En diciembre de 1827, quebraron en Mulhouse tres empresas textiles. Los bancos de París se negaron a aceptar cualquier documento alsaciano y el Banco de Francia estableció un límite de 6 millones de francos para el monto que respaldaría, una cantidad que «no se equiparaba al patrimonio de dos compañías alsacianas». Más tarde, el Banco de Francia decidió no aceptar ningún documento con endosos de Mulhouse o Basilea y esta decisión precipitó el pánico financiero. El 19 de enero se presentaron en quiebra otros dos comerciantes de Mulhouse. El 22 de enero había en París rumores sobre la quiebra de dos empresas de Schlumberger. La banca parisina envió a Jacques Laffitte en calidad de emisario a Mulhouse, donde llegó el 26 de enero y ofreció un

préstamo de un millón de francos contra la consignación de mercadería. Sin embargo, antes de que Laffitte llegara a Mulhouse, dos comerciantes textiles, Nicholas Koechlin y Jean Dollfuss, habían partido hacia París. Con el fin de conseguir dinero en efectivo, estos comerciantes vendían sus existencias con un descuento de entre el 30 y 40 % respecto de los precios tradicionales de estas mercancías en el mercado. Entre el 6 de enero y el 15 de febrero quebraron otras nueve casas comerciales. Lévy-Leboyer escribió que podría haber sido peor. En el último minuto, una asociación de 26 bancos parisinos, encabezados por J.-C. Davillier, extendió un crédito de 5 millones de francos a Koechlin y Dollfuss, quienes regresaron a Alsacia el 3 de febrero. Allí distribuyeron un millón de francos entre aquellos colegas que habían ofrecido las garantías y conservaron 4 millones. Estas medidas restablecieron la confianza.[46] Quienes no

cumplían las condiciones para conseguir dinero del fondo Koechlin-Dollfuss ni de Basilea, fueron a la quiebra.[47]

LA CRISIS HAMBURGUESA DE 1857

El trasfondo de la crisis de 1857 en Hamburgo consiste en que se había expandido el comercio, en particular porque la Guerra de Crimea había conducido a una expansión del crédito. Hamburgo era la ciudad «inglesa» de Alemania, pero mantenía estrechas relaciones con Estados Unidos en el comercio de azúcar, tabaco, café y algodón, así como con Escandinavia. Cuando la marea deflacionaria cruzó el Atlántico, Hamburgo quedó sumergida. El pánico financiero desatado por la quiebra de Ohio Life llegó a Hamburgo el 24 de agosto, tres meses después (tras una caída del

30 % en los precios), con la suspensión de Winterhoff & Piper, una compañía con negocios en Estados Unidos.[48] Los despachos diarios enviados desde el consulado inglés en Hamburgo cuentan la historia:

21 de noviembre: Algunas de las principales casas comerciales y dos bancos planean solicitar ayudas.

23 de noviembre: Quiebran dos de las principales casas comerciales de Londres y la Discount Guarantee Association se torna más cauta a la hora de endosar letras hamburguesas.[49] Según una autoridad, la Discount Guarantee Association se agotó en tres días.[50]

24 de noviembre: Se forma una Discount Guarantee Association (Garantie-Diskontverein) con un capital inicial de 10 millones de marcos banco, aumentado

posteriormente a 13 millones (alrededor de 1 millón de libras), de los cuales la suma de 1 millón de marcos debe pagarse de forma inmediata.

28 de noviembre: La cámara de comercio y los principales comerciantes persuaden al Senado de convocar el parlamento (Burgerschaft) para acordar la emisión de bonos del Estado a fin de conceder empréstitos de entre el 60 y el 66 2/3 % del valor de los bienes hipotecados, bonos y acciones a los comerciantes en dificultades.

1 de diciembre: Con la suspensión de Ullberg & Cremer, han caído entre 10 y 12 casas comerciales suecas. La Discount Guarantee Association no emitirá más garantías. La actividad comercial está paralizada.

2 de diciembre: Se propone modificar las leyes de quiebras para permitir a los

acreedores compartir el embargo de los bienes.

7 de diciembre: Se propone establecer un banco estatal para rebajar las letras sólidas a la cantidad de 30 millones de marcos banco (aproximadamente 2,4 millones de libras). El parlamento rechaza la propuesta y en su lugar quiere emitir 30 millones de marcos banco en billetes como moneda corriente. El Senado rechaza la propuesta e insiste en mantener el estándar de plata.

Finalmente, se llegó a un acuerdo según el cual el Instituto Estatal de Crédito constituyó un fondo de 15 millones de marcos que incluía 5 millones de marcos banco en bonos del Gobierno de Hamburgo y 10 millones en plata a ser solicitados en préstamo en el exterior.^[51] La historia del tren de plata (*Silberzug*) se ofrece en el capítulo 12 como ejemplo de prestamista de última instancia

internacional.

Un observador calculó que el monto total disponible para las operaciones de salvataje ascendió a los 35 millones de marcos banco, el cual incluía 15 millones de la Discount Guarantee Association, 15 millones del Instituto Estatal de Crédito y 5 millones de la cámara de comercio. Luego comparó esta cantidad con los 100 millones de marcos banco en documentos impagados y advirtió que si los comerciantes especularan con un capital equivalente sólo a un sexto del valor de sus mercancías, bastaría una rebaja del 17 % de los precios de esas mercancías para acabar con su posición de capital. Ante la sugerencia de que el Senado estaba atrasado 300 años con respecto a su época, el mismo observador informó con aprobación la respuesta del Senado: los comerciantes se han adelantado 300 años a su época en emisiones de deudas. En estos casos, insistía el observador, la ayuda del Estado sólo

supone medios de especulación y perpetuación de los precios más altos a costa del consumidor.[52]

LAS GARANTÍAS DE PASIVOS: EL PÁNICO DE 1890

La garantía de pasivos más famosa fue la establecida por William Lidderdale en su época como director del Banco de Inglaterra, durante el Pánico de 1890. Ya antes había habido garantías parecidas en Gran Bretaña. En diciembre de 1836, el banco privado Esdailes, Grenfell, Thomas y Compañía, que actuaba como agente en Londres para 72 bancos del país, se encontraba en dificultades financieras. La opinión era que no se permitiese quebrar a esta firma a causa de sus relaciones con los bancos del país; además, sus documentos incluían la totalidad de los nombres más ilustres de la ciudad. Los activos del banco

excedían con holgura sus pasivos y los banqueros londinenses ofrecieron garantías. El Banco de Inglaterra encabezó la lista con 150.000 libras. Esdailes sobrevivió, pero sólo dos años más.[\[53\]](#)

La garantía fue establecida como alternativa a una carta de indemnización que permitía la suspensión de la Ley Bancaria de 1844. El ministro de Hacienda, lord Goschen, ofreció la carta a Lidderdale, quien la rechazó sobre la base de que «la confianza en semejantes cartas fue causa de gran parte de la mala banca de Inglaterra».

Si bien Lidderdale rehusó tranquilizar el mercado con los medios habituales utilizados en 1847, 1857 y 1866, no iba a ser él quien permitiera que el mercado sufriera las consecuencias. En agosto de 1890, advirtió a Baring Brothers que la compañía tendría que moderar sus conformidades en relación con su agente en Argentina, S. B. Hales. Baring Brothers

reveló su profunda preocupación a Lidderdale el sábado 8 de noviembre. Temeroso de que se desatara un pánico financiero cuando se hiciese pública la situación Baring, el Banco de Inglaterra se reunió con el Ministro de Finanzas el lunes 10 de noviembre, rechazó la carta de indemnización, se preparó para el problema recurriendo a ayudas extranjeras (un tema para el capítulo 12) y formó una comisión liderada por lord Rothschild con el fin de abordar la cuestión del exceso de títulos argentinos.

Con el pasar de los días, los rumores se difundieron y las letras de Baring se iban depreciando cada vez más en el Banco de Inglaterra. El miércoles, Lidderdale ya sabía que si bien Baring era solvente, aún necesitaría entre 8 y 9 millones de libras. El viernes, John Daniell, el hombre importante de Mullens & Co., utilizado por el Banco de Inglaterra en sus operaciones de mercado abierto, acudió a Lidderdale,

exclamando: «¿No puede hacer o decir algo para calmar a la gente? Se les ha metido en la cabeza que está pasando algo malo y mencionan gente muy importante, ¡la más importante!». [54]

El 14 de noviembre, Lidderdale se reunió con dos ministros de Estado que representaban al Ministerio de Hacienda, lord Smith y lord Salisbury. Convinieron que el Gobierno incrementaría sus cuentas en el Banco de manera inmediata y compartiría con éste todas las pérdidas causadas por la depreciación de los documentos de Baring Brothers realizada por el Banco entre las 14:00 h del viernes y las 14:00 h del sábado. Con este argumento como base, Lidderdale se reunió con 11 bancos privados para instarlos a contribuir al fondo que garantizaría las obligaciones de Baring y consiguió que el Banco Estatal de Rusia no retirara su depósito de 2,4 millones de libras en esa compañía. Como grupo, los bancos privados aportaron 3.250.000 libras,

pero este monto incluía el millón de libras del Banco de Inglaterra, así como 1.500.000 libras aportadas a partes iguales por los prestamistas Glyn, Mills & Co., Currie & Co. y Rothschild. Luego, Lidderdale utilizó estos compromisos para conseguir que los cinco bancos comerciales de Londres acordaran unirse al fondo de garantía por otros 3.250.000 libras. Con estas garantías como fundamento, el *Times* del 15 de noviembre anunció que Baring Brothers quebraría, pero que no habría pérdidas. La tarea del fondo de garantía continuó el sábado porque los directores de los bancos comerciales debían reunirse para aprobar sus suscripciones, lo cual ocurrió a las 11:00 h. Más tarde, otros bancos e instituciones financieras reunieron un fondo de 7,5 millones de libras durante la mañana, hasta llegar a los 10 millones de libras hacia las 16:00 h; finalmente el fondo de garantía alcanzó los 17 millones de libras, algo que fue considerado un indicador de la fortaleza

del sistema financiero londinense. El Martin's Bank estaba en dificultades por sus créditos a Baring y a Murrietta, otro banco con negocios en Argentina. El Martin's Bank se unió al fondo de garantía con 100.000 libras el 18 de noviembre (martes), demasiado tarde para proporcionar ayuda a Baring, pero lo bastante pronto como para enseñar al mundo su fortaleza.[55] En un resumen de este episodio, Powell declaró: «El Banco no es un luchador solitario que debe pelear o retirarse, sino el líder de la agrupación de poder financiero más colosal que el mundo haya visto jamás».[56]

El 25 de noviembre, se formó una nueva compañía, Baring Brothers & Co., Ltd, en forma de sociedad anónima, con un capital de 1 millón de libras. Puede resultar de interés el documento de la garantía.

*Fondo de garantía,
Banco de Inglaterra, noviembre de 1890*

En relación con los anticipos que el Banco de Inglaterra ha convenido hacer a los señores de Baring Brothers & Co., para permitirles honrar en plazo sus obligaciones existentes la noche del 1 de noviembre de 1890 o derivadas de negocios iniciados o anteriores al 15 de noviembre de 1890.

Los abajo firmantes acuerdan mediante la presente, cada individuo, firma o compañía sólo por sí y hasta el monto consignado junto a sus respectivos nombres, pagar al Banco de Inglaterra toda pérdida en la que el Banco de Inglaterra pueda incurrir toda vez que el Banco de Inglaterra determine que la liquidación final de las obligaciones de los señores Baring Brothers & Co. se haya completado si los Directores lo consideran factible.

Todos los garantes aportarán de manera proporcional y no se exigirá a ningún individuo, firma o compañía su contribución sin que se exija asimismo a los demás.

El período máximo sobre el cual se extenderá la liquidación será de tres años a partir del 15 de noviembre de 1890.[57]

El rescate de Long-Term Capital Management [LTCM], en septiembre de 1998, ofrece contrastes respecto del rescate de Baring. William

McDonough, presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, convenció a 14 grandes bancos y bancas de inversión, incluidos Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter, J.P. Morgan, el Chase Manhattan Bank y el Union Bank de Suiza para que suministraran 3.600 millones de dólares de capital para impedir el colapso de LTCM; a cambio, adquirieron el 90 % del paquete accionario de LTCM.[58] Estas firmas eran grandes acreedoras de LTCM, por lo que el «rescate» implicaba un cambio en la naturaleza legal de sus títulos sobre LTCM. La Reserva Federal temía que si LTCM quebraba, los mercados quedarían paralizados por la necesidad de revertir su inmenso capital en futuros y opciones, así como otros tipos de derivados financieros.

Los fondos de garantía de depósitos

Desde 1934, el fondo de garantía de depósitos federal de Estados Unidos ha impedido los pánicos bancarios mediante la provisión de una garantía de depósitos *ex ante facto*. Inicialmente, los depósitos estaban garantizados hasta 10.000 dólares, pero el techo de los mismos se elevó de forma gradual, por etapas, hasta alcanzar finalmente los 100.000 dólares; y, después, durante la crisis de 2008, los 250.000 dólares. Cuando los grandes bancos estaban en dificultades, el FDIC eliminaba de manera deliberada todos los límites sobre los montos de los depósitos cubiertos por la garantía, con el fin de atajar inminentes estampidas y, en la práctica, estableció que los bancos con depósitos importantes que superaran los 100.000 dólares eran «demasiado grandes para quebrar» (si bien los accionistas de esos bancos probablemente perderán todo su dinero). Asimismo, los

propietarios de la deuda subordinada de estos bancos podrían perder gran parte de su dinero o la totalidad del mismo. Los depósitos de las sucursales extranjeras de estos bancos se habían garantizado implícitamente, aun cuando los bancos no hubieran pagado primas de fondos de garantía de depósitos contra sus depósitos en el extranjero. Si bien los fondos de garantía estaban diseñados para prevenir los pánicos financieros ocupándose del «hombrecito», en la práctica, el límite máximo se había elevado enormemente.[59]

Cuando la restricción sobre los fondos de garantía de depósitos era de 100.000 dólares, los «corredores de depósitos» arreglaron la colocación de grandes sumas de dinero en depósitos garantizados. John Doe podía disponer de un depósito garantizado de 100.000 dólares, su esposa Jane también podía conseguir un depósito garantizado de 100.000 dólares y juntos, John y Jane podían obtener un tercer depósito garantizado

del mismo monto. Además, los Doe podían seguir la misma estrategia incluyendo el banco de la esquina.

El efecto de esta innovación fue proporcionar una garantía a individuos adinerados y, por tanto, evadirse de una de las finalidades del techo. Además, alentaba a los bancos a conceder préstamos más arriesgados, puesto que confiaban en estar protegidos de las estampidas financieras de los propietarios de los grandes depósitos; si estos créditos más arriesgados resultaban provechosos, los propietarios de los bancos obtenían sus ganancias y si los créditos quedaban impagados, los propietarios no tenían que preocuparse por los pánicos financieros (aunque el valor de mercado de sus acciones podía reducirse y hasta quedar nulo).

La implosión de la burbuja japonesa en la década de 1990 hizo que el valor de los créditos de los bancos con casas matrices en Tokio y

Osaka, así como en diversos centros regionales, disminuyera bruscamente hasta quedar por debajo del valor de sus pasivos. Sin embargo, no hubo pánicos bancarios; los inversores confiaban en que, si se cerraba alguno de los bancos, el Gobierno satisfaría las obligaciones.

El fondo de depósito de garantía ha limitado tanto los pánicos como el contagio de los pánicos de un banco en dificultades a otros bancos del vecindario. ¿Cómo se explica la renuencia a suministrar garantías en épocas anteriores?

En la larga tradición de Estados Unidos la regla ha sido la banca libre y hasta la banca salvaje [*wildcat banking*]. Cualquiera podía fundar un banco y muchos lo hicieron. Los riesgos eran grandes; los ingresos de los banqueros, rápidos. Una garantía de depósitos bancarios hubiera constituido una licencia para especular, cuando no para cometer desfalcos, y habría eliminado la amenaza de retirada de los depósitos,

que era el principal freno a la irresponsabilidad de los banqueros. Las garantías de depósitos se rechazaban por considerarse que conducían a las malas prácticas bancarias [*bad banking*] aun el 2 de marzo de 1933, fecha en que la Junta de Directores de la Reserva Federal no estaba dispuesta a recomendar semejante garantía, ni ninguna otra medida, en vísperas del festivo bancario nacional.[60]

La Federal Deposit Insurance Corporation tuvo una historia financiera excelente hasta la década de 1970; las primas por fondos de depósitos de garantía que reunía eran mucho mayores que la suma que pagaba para saldar las pérdidas cuando los bancos quebraban. A partir de comienzos de 1934 y hasta 1970 quebró únicamente un banco con depósitos por más de 5 millones de dólares. En la mayoría de los casos, la FDIC había organizado el traspaso de los bancos quebrados de suerte tal que los individuos y empresas con

depósitos que superaran los montos máximos garantizados no sufrieran pérdidas cuando quebraran los bancos.

Desde finales de la década de 1970, los problemas financieros de la FDIC, así como los de la Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC), crecieron bruscamente a medida que se cerraban cada vez más bancos y cajas de ahorro. La FDIC rescató un gran número de bancos, incluidos dos gigantes, el Continental Illinois Bank de Chicago y el First Republic Bank de Dallas; honrar los fondos de depósitos de garantía costó a esas agencias miles de millones de dólares. El procedimiento habitual era cerrar el banco o la caja de ahorros cuando su capital se hubiese agotado y moldear un «banco bueno» a partir de la institución rescatada, en tanto que los activos remanentes de la institución quebrada eran retenidos para su venta por otra agencia estatal de reciente creación: la Resolution Trust Corporation

(RTC). Ambas agencias de seguros sufrieron pérdidas tan grandes al satisfacer sus garantías que agotaron su capital y sus reservas; luego tomaron créditos del Tesoro de Estados Unidos. A principios de la década de 1990, se estimaba que las pérdidas para los contribuyentes estadounidenses sumaban 150.000 millones de dólares, pero el incremento de la tasa de crecimiento estadounidense implicaba que la RTC recibía una suma de dinero mayor que la anticipada por la venta de avales y créditos de cobro dudoso, de suerte tal que las pérdidas sumaron poco más de 100.000 millones de dólares.[61] Hubo algunas preguntas acerca de si era posible reducir parte de este coste para los contribuyentes mediante el aumento de las primas de las garantías sobre los depósitos bancarios, propuesta que fue objetada de manera rotunda por los bancos sólidos.[62]

Durante la crisis de 2008, el Gobierno

estadounidense extendió la garantía de depósito a los fondos del mercado monetario; el temor era que si no lo hacía, los propietarios de estos fondos transferirían su dinero a los bancos cuyos depósitos estaban garantizados por la FDIC. Luego, los fondos del mercado de dinero eran obligados a vender activos y la rápida venta de activos deprimía sus precios. Después, algunos fondos de mercado monetario alcanzaban la situación conocida como «*break the buck*», vale decir que el valor liquidativo por acción disminuía por debajo de 1 dólar [*one buck*], lo cual desencadenaba un pánico masivo autojustificante.

Las letras del Ministerio de Finanzas

Un antiguo instrumento, aparte de los préstamos monetarios a una firma en dificultades,

era emitir valores negociables a una firma contra una garantía adecuada. (Desde luego, cuando los mercados colapsaban, hasta los valores más líquidos podían no venderse con celeridad). Los valores habían sido privados y públicos, ambos tipos eran parte del complejo paquete reunido en Hamburgo en 1857. En 1763 y 1799, en un sistema de respaldo mal construido e igualmente complejo, las letras del almirantazgo eran una característica esencial.[63] Con todo, el mayor avance estaba relacionado con las letras del Ministerio de Finanzas emitidas en Gran Bretaña en 1793, 1799 y (sin entusiasmo) en 1811, pero severamente rechazadas en 1825.

Un pensamiento muy difundido era que las letras del Ministerio de Finanzas habían sido ideadas por sir John Sinclair, aunque puede que hayan tenido su origen en el Banco de Inglaterra. El 22 de abril de 1793, los líderes de la ciudad se reunieron con el primer ministro, William Pitt, con

el fin de diseñar los medios para combatir la crisis surgida de la quiebra de 100 de los 300 bancos del país, así como la calamitosa reducción de los precios de los bienes de consumo. Al día siguiente, 11 miembros de este grupo se reunieron en Mansion House para formular un esquema de ayuda estatal. Según Clapham, no había una guía clara acerca de lo que debía hacerse. Entonces surgió la idea de hacer que el Gobierno emitiera 3 millones de libras en letras del Ministerio de Finanzas, un total que más tarde fue ampliado por el parlamento a 5 millones de libras, a emitirse a los comerciantes sobre el aval de mercancías que depositarían en las aduanas. Una característica adicional del plan era emitir billetes de 5 libras — el mínimo anterior era de 10 libras— para economizar el uso de las monedas oro y plata. Las letras del Ministerio de Finanzas fueron emitidas por comisionados especiales, en lugar de hacerlo el Banco de Inglaterra; 70.000 libras de esas letras

fueron enviadas de forma inmediata a Manchester y una cantidad igual a Glasgow. Según MacPherson, la estrategia funcionó a la perfección. Trescientas treinta y ocho firmas solicitaron 3 millones de libras de la cantidad total. Se concedió un total de 2,2 millones de libras a 228 firmas, de las cuales sólo dos quebraron más tarde. Cuando la crisis amainó, se retiraron solicitudes por un valor de más de 1,2 millones de libras.[64]

En 1799 el pánico financiero de Hamburgo tuvo repercusiones en Liverpool y se utilizaron letras del Ministerio de Finanzas. El Parlamento suministró 500.000 libras en letras del Ministerio de Finanzas, que fueron usadas únicamente en Liverpool, contra mercancías por un valor de 2 millones de libras que se encontraban almacenadas en naves.[65]

En 1811 surgió otra vez la pregunta. Se nombró una Comisión de Investigación sobre el

Estado del Crédito Comercial. Entre sus miembros figuraban Henry Thornton, sir John Sinclair, sir Thomas Baring y Alexander Baring. El informe de la Comisión, realizado en una semana, registra las dificultades de los exportadores e importadores con negocios en las Indias Occidentales y América del Sur, así como las grandes cantidades de mercancías con destino al Báltico que habían sido retenidas y almacenadas en las naves de Londres y recomienda una nueva emisión de 6 millones de libras en letras del Ministerio de Finanzas. En la Cámara de los Comunes el apoyo fue moderado a causa del exceso de transacciones comerciales de América del Sur; la oposición, si bien comprensiva con las dificultades, dudaba de la prudencia de rescatar a los especuladores. William Huskisson, quien más tarde dejó su huella como presidente de la Junta de Comercio, afirmaba que el origen del problema era el crédito demasiado fácil:

¿No se habían percatado los caballeros de que la raza de antiguos comerciantes ingleses, a quienes nunca podría convencerse de exceder las posibilidades de su capital, había sido reemplazada por un conjunto de especuladores dementes y extravagantes que jamás se detenían mientras pudieran conseguir crédito, y que personas de capital notoriamente escaso habían eclipsado a las de mayor trascendencia de forma tal que ahora se especulaba aun con los artículos comerciales de peor calidad...? Si las ayudas otorgadas se usaban para continuar con la especulación, el resultado no sería otro que el de agravar el problema —y él temía que eso pudiera ocurrir—, en cuyo caso la decisión en cuestión no haría más que añadir seis millones a la circulación y elevar los precios de todos nuestros bienes de consumo.[66]

Smart ofreció la descripción más completa del debate y observó que muchos criticaban la medida, si bien unos pocos fueron lo bastante atrevidos como para negarlo. Al final, la propuesta fue aprobada, pero se presentaron pocas solicitudes y sólo se anticiparon 2 millones de libras. «No

muchos de los que se encontraban en una situación embarazosa podían ofrecer el valor deseado y es difícil ver qué solución constituía ser habilitado para producir más mercancías, mediante anticipos, cuando el problema de base era que no había mercado para ellas». [67]

La suerte: un apéndice

Cierta vez, la suerte acudió en ayuda de un banco en apuros. Wirth escribió que la empresa de los hermanos Kauffmann, de Hamburgo, se estaba yendo a la quiebra durante la crisis de 1799, cuando uno de los hermanos envió a su prometida un billete de la lotería de la ciudad de Hamburgo, la cual ofrecía un primer premio de 100.000 marcos banco. La novia de Kauffmann compró ese mismo número de otra lotería en el Ducado de

Mecklenburg, cuyo premio era una propiedad de un valor de 50.000 táleros prusianos, equivalentes en la época a 100.000 marcos banco. La mujer ganó ambos premios y la compañía de los hermanos Kauffman fue completamente rehabilitada.[68] Puede que en Las Vegas, las probabilidades de solución de una crisis global sean mayores.

EL PRESTAMISTA DOMÉSTICO DE ÚLTIMO RECURSO

El distintivo en el desarrollo del «arte del Banco Central», durante los últimos doscientos años ha sido la evolución del concepto de prestamista de último recurso. La expresión deriva del francés *dernier ressort*, y se centra en la última jurisdicción legal a la que puede apelar un justiciable. El término se ha anglicanizado, y ahora el énfasis está en las responsabilidades del prestamista más que en los derechos de los prestatarios.

La idea es que el prestamista de último recurso puede y debe evitar una conversión por parte de

depositarios y otros inversores de los activos reales y de activos financieros sin liquidez en dinero mediante el aporte de las cantidades de dinero que se necesiten para satisfacer la demanda; el concepto es una «aportación elástica de dinero» que se amplía para cubrir la demanda durante los pánicos. ¿Cuánto dinero? ¿A quién? ¿Con qué condiciones? ¿Cuándo?

El dilema para el prestamista de último recurso —el argumento del riesgo moral— es que si los propietarios y gestores de los bancos creen que sus empresas recibirán ayuda en momentos de crisis, serán menos precavidos en la extensión de los créditos durante el próximo auge. El bien público de que ese crédito podría proporcionarlo el prestamista de último recurso debilita la responsabilidad de los prestamistas privados para asegurarse de que conceden préstamos «sensatos». Sin embargo, si en un pánico la conversión de títulos y bienes en dinero no se puede detener, la

falacia de la composición acaba en el centro del escenario. La venta de estos activos por parte de los inversores provoca una caída en sus precios con la consecuencia de que un gran número de empresas anteriormente solventes y bien capitalizadas se vean abocadas a la quiebra.

La oposición al prestamista de último recurso no ha dejado de existir nunca. El ministro del Tesoro público de Napoleón, François Nicholas Mollien, escribió con fuerza contra los instintos intervencionistas de su mentor, que quería salvar las manufacturas obsoletas dañadas por el Sistema Continental (bloqueo); afirmaba que iniciar este camino sólo iba a hundir cada vez más al Tesoro.[1] Louis Antoine Garnier-Pagès, ministro francés de finanzas en 1848, afirmó más tarde que era útil precipitar una crisis para que fuera menos duradera: «No hagas nada para salvar la *rente*, limpia las acciones; vende mercancía». Afirmaba que esta política contribuyó a la brillantez de la

recuperación francesa de 1850 a 1852.[2] Murray Rothbard afirmaba que «cualquier apoyo a posiciones tambaleantes pospone las liquidaciones y agrava las condiciones inestables».[3] La formulación más mordaz es la de Herbert Spencer: «El resultado final de proteger al hombre de los efectos de la locura es poblar el mundo con locos».[4]

Semejantes opiniones son comprensibles en una época darwiniana.

El origen del concepto

La desarrollo del prestamista de último recurso evolucionó a partir de las prácticas del mercado. Ashton considera que el Banco de Inglaterra ya era el prestamista de último recurso en el siglo XVIII,[5] aunque esta afirmación no se

corresponde demasiado con su consideración de que «mucho antes del establecimiento por parte de los economistas de las reglas para tratar las crisis, se reconocía que el remedio [para una crisis financiera] era que la autoridad monetaria (el Banco de Inglaterra o el gobierno británico) realizara una emisión de emergencia de algún tipo de papel que los banqueros, los mercaderes y el público en general querrían aceptar. Cuando se hacía esto, el pánico se calmaba.»[6]

La indecisión sobre si el banco central o el gobierno eran la autoridad monetaria última sigue presente en la actualidad y apoya la afirmación de que el Banco de Inglaterra apareció como el prestamista de último recurso en el siglo XVIII. E. V. Morgan mantiene que el ejercicio de sus responsabilidades por parte del Banco de Inglaterra se vio retrasado por la acción del gobierno de emitir billetes del Exchequer en 1793, 1799 y 1811, y por eso el Banco asumió su papel

como prestamista de último recurso gradualmente a lo largo de la primera mitad del siglo XIX «a pesar de la oposición de los teóricos».[7] El mismo proceso evolutivo se puede ver en el Banco de Francia. En 1833 la mayoría del Consejo General rechazó la idea de Hottinguer de una política siguiendo el modelo inglés, así como la petición de Odier de una política completamente nueva, y concluyó que la función principal del Banco de Francia era defender el franco francés. No se debían temer las salidas de capital. Los tipos de interés no se debían mantener artificialmente bajos o se animaría a la especulación y se intensificaría la crisis. Sin embargo, cuando ocurriera una crisis, el Banco debía proporcionar descuento abundante y barato para moderar su intensidad y acortar su duración.[8]

El papel de prestamista de último recurso no fue respetable entre los teóricos hasta la aparición

de *Lombard Street* de Bagehot en 1873, aunque sir Francis Baring había llamado la atención sobre la idea a finales del siglo XVIII[9] y el clásico de Thornton *Crédito Papel* desarrolló tanto la doctrina como los contraargumentos en su análisis de los problemas financieros de los bancos rurales ingleses.[10] Bagehot situaba el origen de la doctrina en David Ricardo y su afirmación ante el Comité parlamentario sobre Bancos de emisión en 1875: «La doctrina ortodoxa expuesta por Ricardo es que existe una etapa en un pánico en la que se deben eliminar las restricciones de emisión de moneda legal».[11] Bagehot había articulado la doctrina en su primer artículo publicado, escrito en 1848, al comentario sobre la suspensión del Bank Act de 1844 durante el pánico de 1847:

Es un gran defecto de una circulación puramente metálica que su cantidad no se pueda ajustar con rapidez ante cualquier demanda repentina... Ahora que el papel moneda se puede suministrar en cantidades ilimitadas,

por muy repentina que sea la demanda, no nos parece que exista ninguna objeción al principio de la emisión repentina de papel moneda para satisfacer una extensión grande y repentina de la demanda... De este poder de emitir billetes se puede abusar con facilidad... Sólo se debería usar en casos raros y excepcionales.[12]

Algunos analistas siguen rechazando la doctrina y mentes poderosas han argumentado a ambos lados del asunto. ¿Nos debemos preocupar por el pánico presente o por el siguiente auge, por la situación o por el principio? «Hay momentos en que no se pueden romper las reglas y los precedentes; otros en los que no se pueden mantener con seguridad.»[13] El dilema radica en que romper la regla crea un nuevo precedente y una regla nueva. Lord Overstone, el distinguido teórico de la Escuela Monetaria, se opone con fuerza a la expansión del suministro de moneda en una crisis, pero admite con reticencias que un pánico puede necesitar «que el poder, que deben poseer necesariamente todos los gobiernos, de

ejercer una interferencia especial en casos de emergencia inesperada y de gran necesidad del Estado».[14] En una ocasión planteó una resonante defensa metafórica: «Hay un antiguo proverbio oriental que dice que una fuente la puedes taponar con una horquilla, pero que si se desborda, puede arrasar ciudades enteras a su paso».[15] Friedman y Schwartz han flirteado de manera similar y metafórica con la doctrina del prestamista de último recurso:

La historia detallada de cada crisis bancaria de nuestra historia demuestra lo mucho que depende de la presencia de uno o dos individuos destacados dispuestos a asumir la responsabilidad y el liderazgo... El colapso económico tiene con frecuencia las características de un proceso acumulativo. Deja que supere cierto punto, y durante un tiempo tendrá la tendencia a ganar fuerza por su propia inercia... Aunque no se necesite mucha fuerza para detener la roca que inicia una avalancha, de eso no se deduce que la avalancha no vaya a ser de grandes proporciones.[16]

La paradoja es el equivalente al dilema del prisionero. Los bancos centrales deberían prestar libremente para detener el pánico, pero dejar solos a los mercados con sus propios mecanismos para reducir la posibilidad de pánicos futuros. Un dilema: la actualidad domina inevitablemente la contingencia, hoy gana a mañana.

La Bank Act de 1844 representó una victoria para la Escuela Monetaria, que defendía un suministro fijo de dinero, frente a la Escuela Bancaria, que pensaba que resultaba útil que creciera el suministro de dinero a medida que creciera la producción y el comercio. Ambas escuelas estaban preocupadas con el largo plazo más que con el corto plazo, y ninguna de ellas probaba el incremento del suministro de dinero como un expediente temporal para enfrentarse a una crisis. Cuando se consideró la Bank Act, se rechazó la idea de que el gobierno tuviera el poder de suspender sus provisiones en una emergencia.

Después de 1847 y de nuevo después de 1857, cuando se demostró necesario suspender la Bank Act y emitir más moneda como último recurso, el Parlamento inició investigaciones para determinar si había necesidad de cambiar la legislación. Ambas investigaciones concluyeron que no era deseable fijar un método para suspender la ley, aunque la suspensión había resultado útil y necesaria. Para limitar el establecimiento de un precedente, a los intermediarios que se habían convertido en prestatarios repentinos «ansiosos de adelantos incalculables en 1857 se les dijo que no volviesen a esperar algo similar».[17] El principio de tener una regla para romperla si era necesario estaba tan ampliamente aceptado que tras la suspensión de 1866 no hubo ninguna exigencia de una nueva investigación.

En la década de 1850 Jellico y Chapman propusieron reglas para ajustar el tipo de descuento del Banco de Inglaterra al estado de sus

reservas mediante una fórmula matemática establecida en la legislación. Wood les criticó por no tener un conocimiento real de las transacciones bancarias y los métodos de procedimiento.[18]

Robert Love, canciller del Exchequer en junio de 1875, presentó una ley que autorizaría un aumento temporal de los billetes del Banco de Inglaterra a cambio de títulos extranjeros (bajo ciertas contingencias, incluidos los pánicos), una tasa bancaria por encima del 12 % y un cambio favorable con el extranjero. La ley estaba tabulada y fue sometida a una primera lectura el 12 de junio, pero nunca fue sometida a una segunda lectura y fue retirada en julio.[19]

Se estaba de acuerdo en que las reglas duras y rápidas no eran funcionales. *The Economist* y Bagehot pensaban que lo correcto era que el Banco de Inglaterra más que los propios bancos debía tener las reservas necesarias para que el país superara un pánico. El señor Hankey, un antiguo gobernador del Banco, la

llamó «la doctrina más maligna planteada nunca en el mundo monetario o bancario en este país; es decir que la función propia del Banco de Inglaterra es tener dinero siempre disponible para abastecer las demandas de banqueros que han conseguido que sus activos no sean negociables».[20] Sin embargo, el público se puso al lado de Bagehot y actuó en contra de Hankey y de la teoría. Si la expansión del crédito en los períodos de auge no se puede controlar, entonces se deberían adoptar medidas para detener la contracción del crédito durante las crisis.

¿Quién es el prestamista de último recurso?

La falta de un acuerdo claro en Gran Bretaña sobre si debía ser el Tesoro el que aliviara los pánicos a través de una emisión de billetes del

Exchequer o en su lugar el Banco de Inglaterra debería descontar con libertad fijando una tasa de castigo, incluso si era necesario suspender los límites impuestos por la Bank Act de 1844, ya se ha analizado con anterioridad. La incertidumbre sobre la respuesta a estas preguntas puede ser lo óptimo, junto con la pregunta de si las autoridades gubernamentales rescatarán a las empresas con problemas y si llegarán a tiempo. Éstas no eran indicaciones explícitas para un prestamista de último recurso en Gran Bretaña y no existía ninguna regla fija de qué agencia debía cumplir este papel. En 1825 el Exchequer no fue la instancia seleccionada. La tarea se otorgó decididamente al Banco de Inglaterra cuya aceptación reticente fue «la respuesta malhumorada de un hombre presionado».[21] En 1890 se utilizaron las garantías en lugar del Banco o del Exchequer. Gradualmente la responsabilidad fue recayendo en el Banco, lo que condujo a

Alfred Marshall a escribir que «su consejo de dirección se empezó a considerar en casa y en el extranjero como un comité de seguridad de los negocios ingleses en general».[22]

En la década de 1830 el Banco de Francia ya había estado de acuerdo en que tenía responsabilidades en una crisis, pero pensaba que también tenía otras responsabilidades, como asegurar el monopolio de la circulación de los billetes bancarios, lo que permitió que dejaran quebrar los bancos regionales en 1848 y después convertirlos en filiales (*comptoirs*). Las provincias temían a París y su preocupación era que en una crisis París primero prestaría atención a sus propias necesidades a expensas de las regiones, y además querían el privilegio de la emisión de billetes. Pero cuando Le Havre necesitó ayuda, después de comprar su propio banco, que tenía demasiados préstamos industriales poco líquidos, incluyendo algunos a

astilleros e importadores de algodón, el Banque du Havre recurrió a París en 1848 en busca de ayuda. «El regreso no fue glorioso. El Banco de Francia había sido implacable.»[23] Se negó a prestar a cambio de hipotecas, diciendo: «Los estatutos lo prohíben, y habéis rechazado un *comptoir*».[24]

El Banco de Francia tuvo dudas sobre este tema a pesar de que quería destruir los bancos regionales. Desde América, Chevalier observó que el Banco de Francia había descontado libremente en 1810, 1818 y 1826 —con Jacques Laffitte como gobernador en los dos primeros años—, realizando grandes esfuerzos para sostener el comercio; pero le faltó el mismo valor en la crisis de 1831-1832.[25] En 1830, después de la revolución, la tarea se dejó a las autoridades locales. Un banco regional, gestionado con honestidad pero sin prudencia, amenazaba una crisis provincial. El síndico general intentó descontar su papel dudoso, aparentemente después

de consultar con París, donde, según testificó Thiers, después «de una reflexión madura el interés público se puso por encima del interés del ministro de Finanzas, M. Louis», «con resultados felices», es decir, se evitó el colapso del banco y el tumulto que habría seguido.[26]

Después de que el Banco de Francia consiguiera su monopolio en la emisión de billetes y la conversión en filiales de los bancos en las regiones, el Banco empezó a actuar como prestamista de último recurso. Sus estatutos exigían que descontasen sólo papel respaldado por tres firmas; por eso se convirtió en una tarea producir dicho papel aceptable. Por toda Francia se establecieron sesenta *comptoirs d'escompte*, así como una serie de *sous-comptoirs*, organizados por diferentes ramas del comercio para depositar acciones sobre bienes y emitir papel con esa garantía. Con los nombres de los mercaderes, del *sous-comptoir* y de un *comptoir*,

el Banco de Francia podía descontar el papel y aliviar la crisis de liquidez. Louis Raphael Bischoffsheim de Bischoffsheim & Goldschmidt se burló de la exigencia de tres nombres. «El número no es importante. Con malas firmas se pueden recoger 10 en lugar de tres. Yo prefiero uno bueno a 20 malos.»[27] Después de superar la crisis, una serie de *comptoirs* acabaron controlados por banqueros, mercaderes e industriales, y se convirtieron en bancos normales. El más famoso de este grupo, el Comptoir d'Escompte de París, ocupó un lugar entre los principales bancos del país.[28]

El Crédit Mobilier de los hermanos Pereire no fue salvado en 1868; el Banco de Francia se negó a descontar su papel, lo que se podría interpretar como una venganza de la clase dirigente contra un extraño como castigo hacia el Banque de Savoie por no conceder la emisión de billetes al Banco de Francia cuando los Pereire tomaron el control del

banco de Saboya después de que la región fuera entregada a Francia por Italia en 1860.[29] La interpretación alternativa fue que se trataba de una negativa totalmente normal de un prestamista de último recurso para eliminar a una institución insolvente.[30] Cameron acusa al Banco de Francia de dirigir una guerra de guerrillas contra los hermanos Pereire en interés de una pelea entre los Rothschild y los Pereire que se remontaba a la década de 1830.[31]

El Banco de Francia y los banqueros de París no salieron al rescate de la Union Générale en 1882, pero siete años más tarde rescataron el Comptoir d'Escompte de París. Los críticos con el Banco de Francia explican la diferencia de actitud frente a la venalidad. Una posición mucho menos emocional asegura que la segunda quiebra de un banco grande en siete años habría destruido por completo el sistema bancario francés y que por eso Rouvier, el ministro de finanzas, adoptó las

medidas necesarias para que el Banco de Francia y los bancos de París adelantasen 140 millones al Comptoir d'Escompte.[32] En la operación de la Unión Générale, como se señaló en el capítulo anterior, los bancos de París se retiraron de la actividad especulativa cuando empezó a alcanzar su cima en agosto de 1881 y adelantaron 18,1 millones de francos a la Union Générale después del crac durante el enero siguiente más para permitir su liquidación ordenada que para salvar el banco.[33] Dirigido por los Rothschild y Hottinguer, e incorporando el Comptoir d'Escompte y la Société Générale (pero no los rivales lioneses de Bontoux, el Crédit Lyonnais), el consorcio representaba al *establishment*, en el que no era realmente necesario diferenciar entre el Banco de Francia y los principales bancos privados (*hautes banques*) y los bancos de depósito.

En Prusia en 1763 el rey era el prestamista de

último recurso. En 1848 varias agencias estatales, incluido el Banco Prusiano, la Seehandlung y la Lotería prusiana trataron en vano de ayudar al banco de Colonia A. Shaaffhausen, antes de permitirle que se reorganizara como un banco por acciones. En ausencia de un banco central en 1763, 1799 y 1857 el gobierno de la ciudad de Hamburgo, la cámara de comercio y los bancos, todas y cada una de las principales agencias, tomaron parte en la operación de rescate.

La experiencia de los Estados Unidos es especialmente pertinente a la cuestión de la identidad del prestamista de último recurso. Existió cierta ambigüedad de si el First Bank of the United States y después el Second Bank of the United States eran prestamistas de último recurso, a pesar de la designación del banco en cada caso como el instrumento elegido. En varias ocasiones, el Tesoro de los EE. UU. asistió a los bancos mediante la aceptación de recibos de sus clientes

sobre billetes girados a treinta días (1792), realizando depósitos especiales de fondo gubernamentales en los bancos que tenían problemas (1801, 1818 y 1819), y relajando las exigencias que un banco comercial paga al Bank of the United States en especie (1801).[\[34\]](#) Después del fracaso en la renovación de los estatutos del Second Bank of the United States en 1833, el Tesoro de los EE. UU. estuvo aún más ocupado, tanto antes como después de la aprobación de la ley de 1845 que exigía que el Tesoro mantuviera sus fondos alejados de los bancos. En momentos de crisis y en períodos de escasez provocados por movimientos del grano, el Tesoro de los EE. UU. pagaría interés o amortizaría sus deudas por adelantado, realizando depósitos en los bancos, ofreciéndose a aceptar títulos que no fueran bonos gubernamentales como aval por el depósitos de fondos gubernamentales. Los bancos empezaron a mirar al secretario del Tesoro en busca de ayuda

en las emergencias y para aliviar las estrecheces estacionales. En otoño de 1872, el secretario del Tesoro George S. Boutwell sirvió como prestamista de último recurso al remitir los *greenbacks* retirados, lo que podría considerarse ilegal. Su sucesor, William A. Richardson, hizo lo mismo al año siguiente.[35]

El Tesoro de los EE. UU. podía absorber dinero en depósitos y pagar dinero en efectivo sobrante que había adquirido previamente, pero excepto por el período de los *greenback*, no podía crear dinero. Así, el Tesoro era insatisfactorio como prestamista de último recurso, al menos que hubiera incrementado sus reservas en efectivo de los superávit presupuestarios. En 1907, cuando sus reservas en efectivo eran bajas, el Tesoro emitió bonos nuevos —50 millones de dólares de bonos del Canal de Panamá, que se podían presentar como garantía para los billetes del banco nacional, y 100 millones de dólares al 3 % en certificados

de endeudamiento— con la esperanza de que atrajese el efectivo y en especie que estaban atesorados. Al final, la crisis se evitó con la llegada de más de 100 millones de dólares desde Gran Bretaña.[36] Además, los mecanismos utilizados para enfrentarse a la crisis se crearon *ad hoc*. Un análisis de la crisis de 1857 sugiere que el gobierno federal fue incapaz de intervenir con eficacia y que el público, incluidos los bancos, quedaron sin dirección para enfrentarse a la crisis.[37] De hecho, la intervención resultó ser excesiva y demasiado temprana.

La compleja historia de las intervenciones del Tesoro de los EE. UU. plantea la cuestión de si el mercado no se tendría que haber regulado por sí mismo y, si hubiera sido así, cómo. O. M. W. Sprague, el historiador de las crisis bajo el Sistema de Banca Nacional de la Comisión Aldrich de 1910, creía que los bancos deberían haberse responsabilizado de asegurarse de que

tenían reservas suficientes para hacer frente a todas sus necesidades.[38] Pero Sprague era impreciso sobre qué bancos debían tomar esta responsabilidad o por qué dicho deber recaía en ellos ante la ausencia de una responsabilidad fijada en la legislación. ¿Nobleza obliga? ¿Deber? Una serie de afirmaciones de Sprague indican por qué un número limitado de bancos de Nueva York tenía la obligación de estabilizar el sistema y comportarse de modo diferente a los otros bancos.

Durante el período anterior a la crisis de 1873, unos 15 de los 50 bancos de Nueva York tenían casi la totalidad de los depósitos bancarios en la ciudad, y 7 de ellos guardaban entre el 70 y el 80 % de estos depósitos. Estos 7 bancos eran responsables director del movimiento satisfactorio de la maquinaria de crédito del país (p. 15).

Siempre se tiene que recordar que en ausencia de una institución central importante, como existe en otras naciones comerciales, los bancos asociados son el último recurso en este país, en momentos de necesidades financieras, y la prosperidad nacional

depende en gran medida de su estabilidad y buena gestión. (Del informe del New York Clearing House del 11 de noviembre de 1873, p. 95.)

La característica fundamental de nuestro sistema bancario tuvo su ilustración [en 1890], que para una necesidad extraordinaria de dinero las reservas de los bancos del país son un activo que no se utiliza. Las pruebas estaban en contra sobre cuál debería haber hecho recaer sobre las instituciones de la ciudad las grandes responsabilidades que habían incurrido al atraer las reservas de otros bancos (p. 147).

Los bancos de Nueva York normalmente no mantenían las grandes reservas que exigían las responsabilidades de su posición (p. 153).

... existía la posibilidad de que la contracción de los créditos por parte de los bancos extranjeros, las compañías fiduciarias y los prestamistas extranjeros coincidiera, creando una situación... que podría resultar imposible si en las épocas normales los bancos de compensación importantes no ejercían una gran cautela y mantenían grandes reservas (p. 230).

El fracaso de los bancos, que mantenían las últimas reservas del país, para estar a la altura de las responsabilidades de su posición resulta evidente en otra dirección más. Aunque no se podía prever el momento exacto del estallido de la crisis de 1907, la

inminencia de un período de reacción comercial era probable desde hacía tantos meses que se podrían haber esperado razonablemente medidas de precaución por parte de estos bancos, si no de los bancos y del público en general (pp. 236-237).

Los bancos extranjeros no sentían ninguna responsabilidad por el curso del mercado. Sería natural que se retirasen del mismo cuando los negocios en casa necesitaban más fondos o cuando empezaron a desconfiar de su futuro. Por eso es necesario que los bancos locales sean capaces en todo momento de respaldar al menos una parte de sus créditos, que podrían liquidar los bancos extranjeros, y también para suministrar dinero con el que éstos se aseguraban el poder de retirarse (p. 239).

Desde luego se trata de un elemento de debilidad en nuestro mercado monetario central que se tenga que obligar a instituciones de crédito influyentes a hacer lo que en definitiva va en su propio interés, así como en interés general (p. 255). ... el sentimiento común entre los banqueros de Nueva York era que no se podía esperar razonablemente que enviasen fondos que procedían de créditos realizados en el mercado monetario de Nueva York por parte de bancos extranjeros, y que se liquidaban en una emergencia ... Sin embargo, se debe recordar que incurren en

responsabilidades a cambio de las ventajas que reciben los bancos de Nueva York por su posición peculiar. Londres mantiene su posición dirigente porque se sabe que el dinero que se presta allí se puede recuperar al instante. De manera similar, Nueva York está cumpliendo con las obligaciones de su posición como nuestro centro monetario doméstico, sin decir nada de asumir futuras responsabilidades internacionales, mientras sea incapaz o no quiera responder a cualquier demanda, por muy poco razonable que sea, que se le pueda plantear legalmente en petición de dinero (273-274).

Sprague creía que el mercado necesitaba un estabilizador y que los bancos no podían depender del Tesoro de los EE. UU. para que les ayudase a proporcionar las necesidades estacionales de dinero, pero tampoco creía que los bancos más grandes y rentables de los EE. UU. pudieran asumir sus responsabilidades. Estos bancos debían ser conscientes de las necesidades estacionales de efectivo, de la perspectiva de que los bancos que no eran de la ciudad retirasen sus depósitos, y del

estado de la balanza de pagos internacional. No todos los bancos de Nueva York debían asumir esta responsabilidad, sino únicamente los que cargaban interés sobre los depósitos que no eran de la ciudad, o los más grandes, o aquellos con relaciones estrechas con la Bolsa, o los miembros destacados la Cámara de compensación de Nueva York.

Los banqueros principales de Nueva York llegaron a una conclusión diferente: creían que las dificultades estaban provocadas por la falta de elasticidad del suministro de dinero y así cayeron en la trampa de la Escuela Bancaria. Ésta era la doctrina de los billetes reales, la idea de que el suministro de dinero se debía expandir y contraer sobre la base de los cambios en el suministro de billetes comerciales, que representaban los bienes que se movían en el comercio doméstico y exterior. Este incremento en el suministro de dinero no sería inflacionario, y tendría la

elasticidad necesaria siempre que se descontase en los bancos y se redescontase en el banco central. No había dudas sobre ello. «Las leyes de las finanzas son bien conocidas y tan seguras en su funcionamiento como las leyes de la física.»[39] La lección que aprendieron Frank Vanderlip, Myron T. Herrick, William Barret Ridgely, George E. Roberts, Isaac N. Seligman y Jacob H. Schiff del pánico de 1907 fue que debería existir un banco central que pudiera responder a los aumentos en la demanda de dinero mediante la producción de más dinero.[40]

Cierta ambigüedad en la fijación de la responsabilidad última del suministro de dinero puede ser útil porque deja algunas incertidumbres y los banqueros son más independientes, teniendo en cuenta que no existe demasiada incertidumbre de que el mercado está desorientado. En Londres se comprendía vagamente que no debía existir ninguna provisión formal para un prestamista de

último recurso, pero que debía existir uno en momentos de crisis. Los políticos intuitivos en el gobierno británico y los banqueros comerciales que dirigían el Banco de Inglaterra pensaron que lo mejor era dejar en la incertidumbre el poder de garantizar la solución, al no otorgarlo completamente al Banco ni por completo al gobierno.[41] Si ofrecer alivio no se encontraba completamente entre los poderes ni del Banco ni del gobierno, sería difícil que resistiesen la presión del público.[42]

Nadie tendría la responsabilidad en un grupo demasiado grande. Si sólo una entidad era responsable, la presión para que actuase podría ser irresistible. Lo óptimo podría ser un número pequeño de actores, estrechamente vinculados entre ellos en una relación oligárquica, con los mismos objetivos, que aplicasen fuertes presiones para mantener controlados a los estafadores y a los lobos solitarios, y que en última instancia

estuvieran dispuestos a asumir la responsabilidad. Para dar un ejemplo más actual, las tensiones en 1975 y 1976 entre los funcionarios de la ciudad de Nueva York, los sindicatos, los banqueros, el Estado de Nueva York, y el gobierno federal sobre quién sería el prestamista de último recurso para la ciudad de Nueva York provocó un alto grado de incertidumbre y animó a Yonkers, Buffalo, Boston, Philadelphia y a otros a no cejar en sus esfuerzos para imponerse; sin embargo, al final se emprendió una acción para salvar Nueva York.

Durante las primeras fases de la crisis de 2008, la Reserva Federal proporcionó crédito para facilitar la adquisición de Bear Stearns por parte de PJMorgan Chase. Esta ayuda puede ser un crédito, pero si las pérdidas son grandes, entonces este compromiso se podría ver como una inversión. Por eso el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, sugirió que la Administración Bush necesitaba una autorización

del Congreso antes de que pudiera realizar nuevas inversiones en los bancos.

La afirmación de Bonelli sobre la crisis de 1907 en Italia ofrece un relato conmovedor de un buen lío. La Società Bancaria Italiana estaba en quiebra y arrastraba a una serie de pequeñas empresas financieras, mercantiles e industriales. Un consorcio de los bancos más grandes reunió un fondo de apoyo. El Banco de Italia se implicó temprana y profundamente, y casi se comprometió demasiado. Finalmente, el Tesoro salió al rescate, ante la insistencia de Bonaldo Stringher, gobernador del Banco de Italia, y anticipó el pago de los intereses de la deuda nacional y con eso alivió la crisis de liquidez. Bonelli vio que el episodio implicó inevitablemente tanto al Banco de Italia como al gobierno, y sugirió que esta indecisión se podría profundizar si la economía funcionara durante más de diez años sin nadie al mando.[\[43\]](#) Parte de la dificultad puede reflejar la

falta de una cohesión suficiente entre Turín, Génova, Milán y Roma, y la consiguiente incertidumbre, dejación de responsabilidad e indecisión.

Cierta incertidumbre era inevitable porque un comité de la Cámara de los Comunes señaló en 1846 que «considerando la imposibilidad de prever las características precisas de las circunstancias» era «lo más adecuado dejar que los que tenga la responsabilidad del gobierno en un momento dado adopten las medidas que parezcan las más adecuadas para la emergencia».[44] Veamos la afirmación de sir Robert Peel sobre el Bank Bill del 4 de junio de 1844:

Tengo una confianza incommovible en que hemos tomado todas las precauciones que puede adoptar con prudencia la legislación contra la recurrencia de una crisis pecuniaria.

Puede ocurrir a pesar de nuestras precauciones; y si es necesario asumir una grave responsabilidad, me

atrevo a decir que se encontrarán hombres dispuestos a asumir semejante responsabilidad.[45]

George Harrison, el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York a finales de la década de 1920, abrió de par en par la ventana del descuento durante el crac de la Bolsa en octubre de 1929 y después fue criticado por el Consejo de Gobernadores en Washington cuando la Reserva Federal de Nueva York compró 160 millones de dólares en bonos del gobierno en el mercado abierto en octubre y otros 210 millones en noviembre. El Consejo de Gobernadores estaba resentido con el Banco de Nueva York a causa del reciente dominio del sistema por parte de Benjamin Strong (que murió en 1928), y tuvo pocos escrúpulos en tirar de las riendas de Harrison cuando intentó emular a Strong llenando el vacío de poder con un liderazgo fuerte. La ambigüedad sobre si habrá un prestamista de último recurso, y quién será, puede ser lo óptimo

en una sociedad muy entrelazada. La división en experiencia y previsión entre Washington y Nueva York dificultó una acción más efectiva para enfrentarse al colapso de los precios bursátiles en 1929.

No hubo ningún indicio de crítica o de doble intención cuando el Consejo de la Reserva Federal, bajo la nueva presidencia de Alan Greenspan, se implicó en operaciones expansivas de mercado abierto inmediatamente después del crac del 19 de octubre de 1987, y repartió dinero de alto potencial «a derecha e izquierda», para utilizar la expresión de Bagehot. La Fed bajo Greenspan proporcionó liquidez para frenar la crisis financiera asiática en 1997, la debacle de las finanzas rusas y el colapso de Long-Term Capital Management durante el verano de 1998, en anticipación a la crisis del efecto 2000 en los últimos meses de 1999, y en respuesta a la fuerte caída de los valores bursátiles en 2000 y 2001.

La Reserva Federal bajo la presidencia de Ben Bernanke fue lenta en reconocer la importancia de la burbuja inmobiliaria y el impacto de la implosión de los valores inmobiliarios en los bancos, los mercados financieros y la economía. Sólo después del pánico provocado por la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008 la Fed abrió «todas sus ventanas». La Fed estaba dispuesta a aceptar muchos tipos diferentes de avales para los créditos en la ventanilla de descuento. Además, la Fed hizo que en la ventanilla de descuento hubiera dinero disponible para no bancos. La Fed se convirtió en un prestatario directo a los negocios y los activos de la Fed casi se triplicaron en un año.

¿A quién sobre qué?

La regla establecida por Bagehot era que los créditos debían estar disponibles para todo el mundo sobre la base de avales sólidos «siempre que el público los pida».[46] Pero en su testimonio ante la investigación en 1875, dos años después de la publicación de *Lombard Street*, Bagehot se resistió a la sugerencia de que el préstamo de último recurso recayera sobre un conjunto de comisionados nombrados por el gobierno, porque era posible que concedieran créditos a «personas inapropiadas». Estarían sometidos a presiones políticas, mientras que el Banco de Inglaterra es «una institución alejada del mundo político y no está sometida a presiones políticas».[47]

La sugerencia de Bagehot de que los bancos centrales son inmunes a las presiones políticas parece ingenua. El dilema sobre los avales es que su solidez depende de cuándo y si se consigue detener el pánico; mientras más tiempo dure el

pánico, más fuerte será la caída en los precios de los títulos, las letras de cambio y los bienes, y en consecuencia menos sólidos serán los avales. En este caso, resulta necesario analizar el carácter de los prestatarios, algo que según se informó sólo consideraba J. P. Morgan. Aquí el dilema se centra el comentario sarcástico de que los banqueros sólo prestan dinero a los que no lo necesitan.

Lo normal es que los bancos centrales tengan reglas.[48] Cuando las reglas no se pueden quebrar con facilidad —como la Federal Reserve Act de 1913, que permitía sólo tener oro y letras de cambio negociables, pero no títulos del gobierno, como reserva para respaldar los billetes de la Reserva Federal y la demanda de depósitos — con frecuencia surgen problemas. También hay problemas cuando las reglas se rompen con demasiada facilidad. La belleza de la letra de indemnidad del canciller del Exchequer radicaba en que preservaba la regla mientras la violaba y no

creaba un precedente, al menos no durante un tiempo. El Banco de Francia y el Reichsbank ocasionalmente sólo descontaban papel con tres nombres. Pero la discreción para rechazar papel porque no era «sólido» o al prestatario a causa de su carácter, otorgaba al prestamista de último recurso un poder de vida y muerte que no siempre se utilizaba con total objetividad. La literatura está llena de acusaciones de venalidad contra los directores de los bancos centrales. Se acusó a los directores protestantes y judíos del Banco de Francia de haber castigado a los católicos (y lo que era peor) que respaldaron a la Union Générale en 1882, mientras que salvaron el Comptoir d'Escompte en 1888 que era de su cuerda.[49] En la crisis de 1772, la publicación por parte del Banco de Inglaterra de nuevas reglas sobre el descuento y la negativa a descontar papel dudoso se interpretó como un intento de castigar a las casas judías de Ámsterdam que habían estado muy

implicadas en la especulación. Después se produjo la decisión del Banco de rechazar las letras de los bancos escoceses, y finalmente las dejó de descontar, lo que probablemente fue «un paso deliberado para aplastar a un grupo de especuladores holandeses».[50] En particular sufrieron los que estaban fuera. Un sindicato de bancos permitió que el Bank of the United States quebrara en Nueva York en diciembre de 1930 en medio de acusaciones de que lo estaban castigando por sus métodos agresivos.[51]

La regla del descuento para todo el mundo con buen papel evolucionó lentamente en Gran Bretaña. Durante un tiempo «la práctica invariable» era respetar los nombres de Londres sobre papel con sólo dos meses de validez; pero esta descripción de 1793 viene acompañada de la afirmación de que mientras se había rechazado una petición desde Manchester (junto con otra de Chichester, donde la negativa provocó la quiebra

de un banco), se adelantaron 40.000 libras a los bancos en Liverpool. Sólo en julio de 1816, rompiendo un precedente rígido, el Banco acordó aceptar «títulos del país de indudable respetabilidad si la firma no puede conseguir suficientes nombres de Londres».[52]

El Banco de Inglaterra concedió adelantos sobre una amplia gama de tipos diferentes de activos mucho más allá del papel con dos nombres. En 1816 el Banco rompió sus reglas contra los préstamos hipotecarios, emprendiendo una «transacción bastante alejada del curso habitual de los negocios» para aliviar la aflicción de la gente pobre en el Black Country.* El Banco decidió prestar sólo según las normas antiguas «sobre títulos de partes respetables», pero unos pocos años después el Banco empezó un negocio hipotecario regular sobre la base que el volumen de descuentos y en especial los ingresos derivados de los descuentos se habían colapsado: un

propósito privado más que público.[53] En cierto momento el Banco concedió préstamos sobre los títulos de una hipoteca de un plantación en las Indias occidentales (al final el Banco ejecutó la hipoteca sobre este préstamo)[54] y sobre tierras sin mejorar en Inglaterra. Las tierras estaban libres de gravámenes hipotecarios pero pertenecían a un duque, un indicio de que el aval y el carácter (o la posición) del prestatario estaban relacionados. No se concedían préstamos sobre tierras en Escocia y en Irlanda.[55]

Con la extensión de los ferrocarriles, los descuentos del Banco de Inglaterra se realizaban con el aval de las obligaciones de los ferrocarriles. En 1842, mientras se desarrollaba la segunda manía del ferrocarril, el Banco votó para conceder préstamos ocasionales a empresas en dificultades y en empresas bien escogidas para su desarrollo.[56] El Banco de Francia empezó a prestar a un sindicato de ferrocarriles en 1852; de

hecho, fue acusado de apoyar, si no iniciar, la especulación febril en los ferrocarriles.[57] Bagehot creía que el Banco de Inglaterra se había equivocado al no conceder préstamos contra obligaciones de los ferrocarriles cuando sí lo hacía sobre títulos de la deuda pública y de la India; Bagehot consideraba que un ferrocarril estaba menos sometido a accidentes inesperados que el Imperio de la India.[58] Pero los títulos indios estaban garantizados por la Oficina Colonial y en la práctica eran obligaciones del gobierno británico.

Las letras del Exchequer con el aval de bienes, así como las letras del Almirantazgo en Hamburgo. Clapham observa que muchos de los adelantos del Banco en 1825 no se basaban en bienes sino en títulos personales;[59] el Banco prestaba con libertad y no estaba siendo «demasiado simpático».[60] En unas pocas semanas en 1847 el Banco adelantó 2,25 millones de libras por los

canales habituales y menos habituales, incluyendo los títulos de la Company of Cooper Miners, a través de los cuales adquirió involuntariamente una fundición de cobre.[61]

La regla es que no hay regla. No se presta a los bancos insolventes, excepto para evitar el escándalo que ocurriría si el Lord Mayor de Londres cayera en la bancarrota (1793),[62] o para mantener durante un tiempo la nómina en Newcastle, una ciudad acostumbrada a los desastres bancarios.[63] El Banco de Francia nunca había descontado 4 millones de francos para nadie que no fuera Jacques Laffitte, cuando en 1837 lo solicitó Samuel Welles, un banquero americano; resultó ser una excepción.[64] (La transacción de Laffitte también fue excepcional, con una motivación política.) El Consejo General no podía abandonar un banco tan importante, de manera que el banco recibió una línea de crédito de 15 millones de francos.[65] En las crisis de

1830 el Banco de Francia descontó bonos reales y municipales, recibos de efectos bancarios, recibos de depósitos aduaneros, obligaciones de la ciudad de París, y bonos de canales reembolsables por la lotería.[66]

Algunas de las decisiones que debe tomar el prestamista de último recurso son fáciles, como si va a descontar las letras del Tesoro. Otras son difíciles, como si debe descontar avales dudosos de bancos dudosos. Los archivos están llenos de empresas a las que se negó la ayuda, quebraron y pagaron 20 chelines por libra, y de bancos a los que se ayudó en una crisis y se dejó quebrar en la siguiente. El apéndice de 241 páginas en el libro de Evans sobre la crisis comercial de 1857 está dedicado a los registros judiciales de bancarrotas en Gran Bretaña entre 1849 y 1858. La lectura resulta dolorosa. G. T. Braine, al que el Banco de Inglaterra negó ayuda en 1848, pagó 20 chelines por libra y acabó con un superávit que fue el doble

de la estimación inicial. También se encuentran peticiones de quiebra presentadas por el Banco, como la de Cruickshank, Melville and Co., por el impago de un resto de una letra girada contra otra empresa quebrada que había pagado sólo 12 chelines y 6 peniques por libra.[67]

Ni siquiera el juicio de la historia resulta siempre útil. El Banco de Inglaterra se negó en principio a ayudar a los tres «bancos W» americanos (Wiggins, Wilsons y Wildes) en otoño de 1836 y después se desdijo y les adelantó un crédito en marzo de 1837. Andréadès señala que el Banco dio un paso valiente y no tuvo ocasión de lamentar su coraje.[68] Clapham, por el contrario, sostiene que el Banco prestó con grandes reticencias y no se sorprendió cuando Wilsons y Wiggins quebraron a finales de mayo, y Wildes poco después, y la consecuencia fue «la historia de una deuda larga y deprimente que duró 14 años».[69] Para Matthews, la ayuda del Banco de

Inglaterra a los tres bancos «con la esperanza vana de evitar su suspensión fue una cuestión de falta de juicio, pero actuaron sobre un principio válido».[70]

¿Cuándo y cuánto?

«Demasiado poco y demasiado tarde» es una de las frases más tristes en el léxico de los bancos centrales. Pero ¿cuánto es suficiente? ¿Cuándo es el momento preciso?

La regla de Bagehot consiste en prestar libremente con una tasa de castigo. «Libremente» significa sólo a prestatarios solventes y con buenos avales, sujeto a las inevitables excepciones. Significa rechazar los expedientes que los diversos bancos centrales tienen la tentación de aceptar en las crisis. A principios de

1772, el Banco de Inglaterra intentó poner el freno al exceso de comercio mediante una limitación selectiva de los descuentos y fue muy criticado.[71] En 1797 el Banco empezó a prorratear los descuentos, y Foxwell pensó que lo habría podido repetir en 1809.[72] Otra técnica cuando un banco central tiene la sensación de que está demasiado comprometido es endurecer los requisitos para los avales aceptables, acortando la madurez de las letras aceptables de 95 o 90 días a 65 o 60 días, o ampliando el número de nombres necesarios. En mayo de 1783, el Banco de Inglaterra había descontado tanto para sus propios clientes que se alejó de sus prácticas habituales y se negó a conceder adelantos para suscripciones de bonos gubernamentales emitidos dicho año. Clapham comentó que afortunadamente durante ese verano no tuvo lugar ninguna catástrofe pública o privada de las que inician un pánico, porque el Banco había limitado su capacidad para

enfrentarse a uno.[73] En este caso el Banco se estaba comportando como un banco privado preocupado por su propia seguridad, más que como una institución pública con la responsabilidad de garantizar la estabilidad del sistema.

El prestamista de último recurso debe suministrar fondos al sistema a través de compras en el mercado libre más que a través de mecanismos de descuento. ¿Cuánto deberá aumentar el banco central el suministro de dinero? ¿Fueron adecuados los 160 millones de dólares en octubre de 1929 y los adicionales 210 millones a lo largo de noviembre de 1929? Según el punto de vista del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, no lo fueron. La Fed de Nueva York operaba bajo una directiva del Consejo de Gobernadores que permitía comprar cada semana 25 millones de dólares en bonos del gobierno. Violó esta regla en octubre al comprar 160 millones de dólares y el

12 de noviembre recomendó al Consejo que el límite de 25 millones de dólares a la semana se debía eliminar y que se debía autorizar al Open Market Investment Committee a comprar 200 millones de dólares en bonos para el sistema. Después de muchas negociaciones, el Consejo aprobó esta petición con reticencias el 27 de noviembre y se compraron 155 millones de dólares entre el 17 de noviembre y el 1 de enero de 1930. Para entonces, los descuentos se estaban agotando con rapidez, los tipos de interés habían caído con fuerza y la necesidad de un prestamista de último recurso —para hacer frente a la liquidación de préstamos a la vista en el mercado— ya había pasado.[74]

Algunos monetaristas parecen ambivalentes sobre el papel del prestamista de último recurso. Friedman y Schwartz citan a Bagehot con aprobación para no alimentar el pánico.[75] Afirman que la acción emprendida por el Banco de

la Reserva Federal de Nueva York al comprar 160 millones de dólares en octubre de 1929 fue «acertada en el tiempo y efectiva», aunque son ligeramente escépticos con la afirmación de Harrison de que las compras en el mercado libre mantuvieron la bolsa abierta.[76] Friedman se oponía a todo descuento.[77] Una visión ultramonetarista sostiene que las operaciones en el mercado libre durante ese período representaron una renovación de la inflación del crédito de la década de 1920.[78] Pero la mayoría de los monetaristas creen que no hay necesidad de tener un prestamista de último recurso siempre que el suministro de dinero aumente a una tasa constante. En retrospectiva, las operaciones en el mercado libre fueron deplorablemente inadecuadas en las semanas desde mediados de octubre a finales de noviembre de 1929. Permitieron que los bancos de Nueva York asumieran los préstamos a la vista de los bancos de fuera de la ciudad, pero al coste de

reducir la cantidad de crédito disponible para la compra de acciones, materias primas y bienes inmobiliarios, lo que condujo a la caída de sus precios y desencadenó la depresión.[79]

La oportunidad temporal del Consejo de la Reserva Federal bajo la presidencia de Alan Greenspan durante el Lunes Negro del crac de octubre de 1987 fue impecable, así como la ayuda para el mercado de capital de los EE. UU. cuando el colapso de Long-Term Capital Management en septiembre de 1998.

Acertar el momento exacto presenta un problema especial. Cuando el auge se encamina hacia un crescendo, se le debe ralentizar sin precipitar un pánico. Después de ocurrir el crac, es importante esperar el tiempo suficiente para que las firmas insolventes quiebren, pero no tanto como para que la crisis se pueda extender a las empresas solventes que necesitan liquidez; «retrasando la muerte de los nadadores fuertes»,

como lo expresó Clapham.[80] En un discurso durante un debate sobre la letra de indemnidad el 4 de diciembre de 1857, Disraeli citó al líder de «una de las casas de descuento más grandes de Lombard Street», sin aclarar el nombre de la empresa, que decía que «si no hubiera sido por cierta información privada que le llegó en el sentido de que en caso de una presión extrema habría una interferencia por parte del gobierno, en ese mismo instante habría abandonado la idea de seguir luchando y [que] sólo fue con esta comprensión tácita que siguió con el negocio».[81] Se podrían plantear dudas sobre la equidad de la información privada y de la comprensión tácita para los que están dentro pero no para los que quedan fuera. Aun así, el comentario subraya la importancia de encontrar el momento. Si demasiado pronto y demasiada cantidad es peor que demasiado poco y demasiado tarde resulta una cuestión difícil de responder.

En 1857 el Tesoro de los EE. UU. salió al rescate demasiado pronto y ayudó a que se inflase aún más. En 1873 la respuesta fue demasiado lenta, sin que se tomara ninguna medida durante la primera parte del año.[82] Sprague se refiere al «retraso desafortunado de la casa de descuento», es decir, la lentitud de todas las autoridades para responder a la crisis de 1907, en la que, como en ninguna otra crisis desde la Guerra Civil, se permitió que las cosas siguieran su curso durante demasiado tiempo.[83]

Si se acepta la necesidad de un prestamista de último recurso después de un auge especulativo y se cree que las medidas restrictivas no van a ralentizar el auge sin precipitar su colapso, el prestamista de último recurso se enfrenta a los dilemas de la cantidad y del tiempo. Estos dilemas son más serios en las operaciones de mercado libre que con un sistema de descuento. En este último caso, Bagehot especificó la cantidad

correcta: todo lo que asuma el mercado —a través de casas solventes ofreciendo avales válidos— con una tasa de castigo. Con las operaciones en el mercado libre la decisión de las autoridades es más difícil, pero Bagehot tenía razón en que no se debía ahogar al mercado. Dada una restricción de crédito en el sistema, más es más seguro que menos, puesto que el exceso se puede eliminar más tarde.

El tiempo es un arte. Eso no dice nada... y lo dice todo.

EL PRESTAMISTA INTERNACIONAL DE ÚLTIMO RECURSO

El argumento principal de un prestamista internacional de último recurso es el registro histórico de la transmisión de la presión deflacionaria de un país a otros, que a menudo se asocia con cambios en el valor de la moneda, tanto con las devaluaciones cuando la moneda se ha vinculado a las depreciaciones como cuando su valor es flotante. La devaluación del marco finlandés en 1992 transmitió la presión deflacionaria a Suecia, uno de sus principales

competidores en la producción y venta de madera y otros productos. La depreciación del baht tailandés, el ringgit de Malasia, y el won surcoreano en la segunda mitad de 1997, transmitió un impulso deflacionario masivo a los Estados Unidos, las exportaciones de estos países aumentaron en relación con sus importaciones, que llevaron a un aumento equivalente en el déficit comercial de EE. UU. El aumento en el superávit comercial de Japón en la década de 1990, después de que implosionara su burbuja de precios de los activos, tuvo un impacto deflacionario en sus principales socios comerciales, y sobre todo en los Estados Unidos, cuyo déficit comercial aumentó considerablemente. El fuerte aumento del superávit comercial de China después de 2002 llevó a un aumento equivalente en el déficit comercial de sus socios comerciales, y en especial en el déficit comercial de EE. UU.

Un prestamista internacional de último recurso

tiene un problema que no tiene contrapartida nacional; mientras los bancos centrales nacionales estén separados, cada uno con su propio dinero, los cambios en el valor de la moneda serán inevitables. Algunos de estos cambios serán necesarios, sobre todo cuando un país no haya tenido tanto éxito como sus principales socios comerciales en el logro de una tasa de inflación baja; una reducción en el valor de la moneda de un país puede ser una manera menos costosa de lograr una balanza comercial satisfactoria que confiar en la disminución de los costos y precios. Algunos de estos cambios en el valor de la moneda pueden ser necesarios debido a una crisis estructural importante, incluyendo la pérdida de un mercado de exportación debido a los cambios tecnológicos, el agotamiento de las materias primas, y las ganancias productivas en los países que se encuentran en las primeras etapas de la industrialización. Algunos de los cambios en los

valores de la moneda pueden no haber sido necesarios, sino que se adoptaron porque un valor bajo de la moneda fue visto como la mejor forma de estimular el empleo nacional y el crecimiento económico.

Los cambios en los valores de la moneda pueden ser una forma innecesariamente costosa de ajustarse a una crisis, la «sobrevalorización» de la moneda de un país mientras su precio de mercado aumenta en relación con su valor de equilibrio a largo plazo casi siempre ha tenido un impacto deflacionario en el sector de los bienes comercializables del país, como aumentar las importaciones en relación con las exportaciones. Por el contrario, «subvalorizar» la moneda de un país mientras su precio de mercado disminuye en relación con su valor de equilibrio a largo plazo puede provocar un aumento en la tasa de inflación y en las tasas internas de interés. Por otra parte, la depreciación real aguda a menudo da lugar a

quiebras generalizadas de empresas y bancos.

Los episodios de «subvalorización» masiva de la moneda de un país a menudo han ido precedidos por una significativa sobrevalorización de las mismas divisas. El peso mexicano estaba sobrevalorizado significativamente en el primer semestre de 1994, y significativamente subvalorizado en el primer semestre de 1995. El repentino cambio en los valores relativos casi siempre ha ocurrido como resultado de un giro repentino de la dirección del movimiento transfronterizo del dinero. Los convenios institucionales y las innovaciones políticas que amortiguan o reducen el alcance de la sobrevalorización deberían mejorar el bienestar económico.

La principal responsabilidad de un prestamista local de último recurso es reducir la probabilidad de que una escasez de liquidez interna derive en un problema de solvencia y quiebra que no se habría

producido en ausencia de miedo bursátil. El prestamista de último recurso camina por la cuerda floja entre salvar las instituciones financieras que ya están en bancarrota debido a sus inversiones de riesgo o malas decisiones de negocios y salvar a sus competidores más saludables de la insolvencia que se produciría si continúa la disminución del nivel de precios y la deflación. La principal responsabilidad de un prestamista internacional de último recurso es proveer de liquidez para mejorar los cambios necesarios en los valores de moneda y evitar aquellos cambios que no sean consistentes con los fundamentos económicos.

Los créditos internacionales que se han prolongado durante al menos los últimos cuatro siglos han permitido a los países amortiguar las oscilaciones de los valores de las divisas, tanto cuando los gobiernos han prestado en el extranjero, como cuando los bancos privados de

un país han confiado en sus homólogos de otros países para asistirlos en hacer frente a una súbita retirada de fondos. En la década de 1920, la primera preocupación unánime derivada de la escasez de liquidez internacional —y, más precisamente de oro monetario— se desarrolló en respuesta a la opinión de que los aumentos en los niveles de precios nacionales durante e inmediatamente después de la Primera Guerra Mundial llevarían a un descenso de la producción de oro y al aumento de la demanda oficial y privada de oro. A las autoridades financieras de los principales países les preocupaba que la escasez de oro fuera más intensa debido a que el establecimiento de nuevos bancos centrales de lo que antes había sido el imperio austro-húngaro daría lugar a un aumento en la demanda de oro monetario. Varias conferencias patrocinadas por la Liga de las Naciones Unidas en la década de 1920 recomendaron que los bancos centrales

mantuvieran una mayor proporción de sus activos de reserva internacional en forma de valores líquidos en libras esterlinas y dólares americanos.

El Fondo Monetario Internacional se creó en la década de 1940 para proporcionar un acuerdo formal para el otorgamiento de crédito entre los gobiernos nacionales y ayudar a los países para hacer frente a las crisis monetarias; la motivación fue la creencia de que gran parte del comportamiento competitivo destructivo entre los países en el período de entreguerras que contribuyeron a la Segunda Guerra Mundial se debía a la escasez de crédito internacional. Los países permitieron que sus monedas se depreciaran para aumentar sus exportaciones y estimular el empleo local. La falacia de la composición era apreciable y las políticas que podrían haber tenido éxito para un solo país eran costosas para todos los países como grupo. Cuando un país se convertía en miembro del FMI,

se comprometía a limitar el movimiento del valor de su moneda en torno a su paridad, y a buscar la aprobación del FMI antes de cambiar dicha paridad en una cantidad significativa. Las suscripciones de capital de sus miembros dotaron al FMI de una piscina de oro y divisas. Un país miembro podía pedir dinero prestado al grupo para ayudar a financiar un déficit de pagos.

La devaluación de la moneda de un país casi siempre conduce a una mejora en su posición competitiva internacional y a una reducción de su déficit comercial. El alcance de la mejora depende del tiempo y aumenta a largo plazo ya que las empresas del país incrementan sus exportaciones y su capacidad exportadora y su habilidad para producir bienes importables. Así, la moneda del país podría depreciarse bruscamente a corto plazo antes de que las estructuras de oferta y demanda cambiaran y el déficit comercial del país se redujera a un valor nuevo y sostenible. Mientras

estos ajustes se produjeran y antes de que se completaran, el impulso orientado a los inversionistas podría inducir una depreciación aún mayor de la moneda del país.

La subvalorización y la sobrevalorización son acontecimientos inevitables en respuesta a cambios en los flujos transfronterizos de capitales. El alcance de la subvalorización y de la sobrevalorización a menudo se expande cuando los inversionistas siguen la máxima que afirma que «la tendencia es mi amiga». En los últimos años se ha aplicado el cliché del «círculo vicioso y virtuoso» como descripción de este comportamiento del mercado de divisas. Una generación anterior de economistas utilizaban el término «especulación desestabilizadora» para el mismo patrón de transacciones de divisas.

En ocasiones, estos ajustes del valor de la moneda pueden ocurrir en circunstancias propicias, pero otras veces las circunstancias son

menos favorables. Así, en 1994 y 1995, el déficit comercial de México era demasiado grande y el ajuste a un valor sostenible requeriría un valor inferior para el peso. México necesitaba un descenso del 3 al 4 % en la ratio del déficit de su cuenta corriente con respecto a su PIB. Esta disminución necesaria e inevitable tendría un impacto dramático en el ahorro de México, en la posición fiscal del gobierno mexicano, y en el PIB de México. Cuando se produjo la crisis, hubo un aumento en el flujo de dinero de México, el peso perdió la mitad de su valor y el cambio en la relación entre la balanza de cuenta corriente de México y su PIB superó el 10 %. La crisis de la economía mexicana fue inmensa.

Lo mismo puede decirse sobre la depreciación del peso argentino en 2001. El won surcoreano perdió casi la mitad de su valor en diciembre de 1997; antes de la crisis el déficit en cuenta corriente era del 1 % de su PIB, y después el país

desarrolló un superávit de cuenta corriente del 3 %. El alcance de la sobrevalorización de la rupia de Indonesia antes de la crisis asiática era grande, pero la subvalorización después de la crisis fue mucho mayor.

Aunque la sobrevalorización y la subvalorización son fenómenos transitorios asociados a cambios en la dirección y el alcance de los flujos internacionales de dinero, de hecho tienen efectos reales muy potentes en las economías nacionales, y algunos de estos efectos son permanentes. Una razón de que los analistas hayan subestimado la magnitud de los cambios de los valores monetarios asociados al movimiento de nuevos valores de equilibrio es que han tendido a ignorar los efectos permanentes derivados de la sobrevalorización y, especialmente, de la subvalorización.

Un prestamista internacional de último recurso ayudaría a los países a moderar las desviaciones

de los valores de mercado de sus monedas con respecto a los valores de equilibrio a largo plazo. La historia financiera nos ha enseñado que, en ausencia de un prestamista internacional de último recurso, la depresión económica que sigue a una crisis financiera puede ser larga e intensa, como ocurrió en 1873 y 1890, y en la década de 1930.

Un problema en el desarrollo de la acción de un prestamista internacional de último recurso es la formulación del marco legal y del conjunto de reglas que rigen sus actividades y, especialmente, de las normas y procedimientos para la asignación de los créditos. En ausencia de una moneda mundial, el prestamista internacional de último recurso prestaría moneda de uno o varios países, y muy probablemente las de los países con grandes reservas de activos internacionales de reserva o grandes superávits en la balanza de pagos. El registro histórico indica que el prestamista de último recurso suministraría la moneda del país

que liderara el centro financiero, tal vez junto con las monedas de algunos otros países.

El ciclo de deuda-deflación de la década de 1930 implicó un círculo retroalimentado que abarcó quiebras de empresas, quiebras bancarias, y la disminución de los niveles de precios al consumo. Cuando las empresas quebraron, se vendieron sus inventarios, cosa que hizo descender el nivel de precios y redujo el patrimonio neto de otras empresas de las mismas industrias. El aumento de las quiebras de las empresas empujó a grandes pérdidas a los bancos de préstamo, y se negaron a renovar muchos créditos debido a que algunos de estos prestatarios podrían estar en una proverbial pendiente resbaladiza. A pesar de que las tasas nominales de interés eran bajas, las tasas de interés reales eran altas debido a la disminución del nivel de precios al consumo y al gasto de inversión deprimido.

Japón estaba en medio de un muy modesto

ciclo de deuda-deflación a finales de la década de 1990, cuando su nivel de precios disminuyó en un 1% al año, lo que llevó a un nivel excepcionalmente alto de quiebras en los negocios. Hong Kong sufrió un ciclo de deuda-deflación de seis años después de la crisis financiera asiática, la depreciación de las monedas de casi todos los países de Asia significó que las posiciones de competitividad internacional de las empresas que producían en Hong Kong disminuían.

El entorno para el prestamista internacional de último recurso difiere del de la entidad crediticia nacional en dos formas básicas: una es que la crisis de liquidez a menudo se asocia con cambios en el valor de la moneda, y la otra es que el rol de la ley es más frágil en el contexto internacional. El prestamista internacional de último recurso también camina por la cuerda floja entre la provisión de liquidez a los países para evitar los cambios innecesarios en el valor de la moneda y

reducir al mínimo la probabilidad de que la provisión de liquidez permita a los países posponer los cambios necesarios en los valores de sus monedas. En 1999 y 2000, Argentina pidió préstamos una y otra vez para retrasar los ajustes que eran necesarios para reducir su déficit comercial. (Después de la devaluación, Argentina desairó a sus acreedores extranjeros y tuvo que conformarse con 25 o 30 centavos por dólar). Por otra parte, aun cuando un cambio en el valor de la moneda de un país sea necesario, la extensión del crédito de la entidad crediticia internacional puede reducir la subvalorización de su moneda en el paso a un nuevo valor de equilibrio. Por último, hay momentos en que la determinación de si existe una necesidad de un cambio en el valor de la moneda de un país es un juicio personal: el déficit de pagos del país podría ser revertido por la evolución del ciclo económico o por cambios en los precios de los productos básicos; o puede

llegar un milagro, o simplemente buena suerte.

La analogía entre el prestamista de último recurso y el prestamista internacional se rompe — o al menos se dobla bruscamente— porque no hay una buena contraparte nacional a los cambios en los valores de las monedas nacionales. Normalmente, un prestamista de último recurso no presta a una institución insolvente, excepto tal vez temporalmente, hasta que las pérdidas o la escasez de capital hayan sido satisfechas por una agencia de garantía de depósitos por algún grupo gubernamental. Muchas de las crisis financieras internacionales han implicado cambios en el valor de las monedas que se han convertido en serias sobrevalorizaciones. El problema es determinar cuándo un país debe cambiar el valor de su moneda a causa de un desequilibrio fundamental, un término popularizado por el FMI cuando los países se adhieren a la disposición de las paridades ajustables. Mientras los países

conservan la capacidad de cambiar los valores de sus monedas, el prestamista internacional de último recurso tendría que determinar si el acceso a sus fondos permitiría a un país retrasar el cambio necesario en el valor de su moneda y cuándo dicho acceso permitiría a un país evitar un cambio que no es necesario.

El número y la gravedad de las crisis financieras en los últimos treinta y cinco años han sido significativos. Estas crisis a menudo han ido seguidas de grandes cambios en el valor de la moneda. Un prestamista internacional eficaz de último recurso podría haber moderado la tumultuosidad de los mercados financieros. Consideremos algunas de las crisis cambiarias más importantes de esta época:

- México, Brasil y Argentina en 1982.
- La libra esterlina, la lira italiana y otras monedas europeas en 1992.

- El peso mexicano en 1994.
- El baht tailandés, el ringgit de Malasia y otras monedas asiáticas en 1997.
- El rublo ruso en 1998.
- El real brasileño en 1999.
- El peso argentino en 2001.
- La corona islandesa en 2008.

Los Estados Unidos improvisaron un paquete de asistencia financiera a México en 1995. Tailandia, Corea del Sur, Indonesia y Filipinas recibieron grandes créditos del FMI después de que sus monedas se depreciaran fuertemente. Rusia recibió un gran crédito del FMI en la primavera de 1998, a pesar de que la devaluación del rublo parecía inevitable, y de manera similar Argentina recibió un gran crédito del FMI a principios del otoño de 2000, a pesar de que hubiera sido necesario un milagro para mantener la paridad del peso con el dólar de EE. UU. En ambos casos,

algunos países miembros se apoyaron en el FMI para extender los créditos.

Una visión histórica de las crisis financieras internacionales

A menudo, los analistas han identificado un drenaje interno que implica un aumento en la demanda interna de moneda o de oro procedente de un drenaje externo que implica un flujo de oro o de otros activos de reserva a países extranjeros. En general, un drenaje externo podría ser revertido por un aumento en las tasas de interés, de ahí la broma de que un aumento en la tasa de descuento del Banco de Inglaterra del 1 % sería «sacar oro de la luna», aunque a menudo hay un desfase antes de que las tasas de interés más altas den lugar a la mejora deseada en las tenencias de oro del país. Si

los inversionistas vieron el aumento de la tasa de descuento como una señal de debilidad y venden la divisa, el drenaje externo aumentaría, y el banco central tendría que aumentar las tasas de interés. A veces, el aumento de las tasas de interés no sería suficiente para corregir los desequilibrios —quizá debido a que los retrasos fueran largos y el tiempo limitado— y el banco central tendría que pedir prestado para evitar una fuerte depreciación. Un banco central puede pedir prestado a otros bancos centrales. Las empresas nacionales que poseen bienes de propiedad extranjera podrían venderlos y remitir los fondos.

¿Cuál es la política pública adecuada para reducir la probabilidad de crisis financieras internacionales y para mejorar sus impactos? Durante la crisis financiera de 1846-48, cuando los precios de los bonos en toda Europa se desplomaron, algunos hasta en un 75 %, y las casas de los Rothschild en París, Viena y Frankfurt

se vieron amenazadas con la bancarrota, Nathan Rothschild de Londres, con la ayuda de Augusto Belmont, representante de los Rothschild en Nueva York, les ayudó de un modo privado. Belmont envió plata desde Nueva York a Londres, que luego fue compartida por los hermanos Rothschild. Los bancos centrales ayudaron a mantener bajas tasas de interés, pero Nathan, como prestamista de efectivo de último recurso, salvó el día con la asistencia de Nueva York. [1] En la década de 1930, son ayudados Paul y Félix Warburg, de Kuhn, Loeb & Co., en Nueva York, y luego su hermano, Max Warburg, en Hamburgo, todos ellos con créditos de más de 9 millones de dólares. [2]

El prestamista de último recurso se centra en los bancos centrales como proveedores de dinero en efectivo. En 1694, el Banco de Inglaterra recibió dos millones de florines de los Estados Generales de Holanda para ayudar al Tesoro Público Británico a remitir fondos al continente

para apoyar a las tropas británicas y a sus aliados durante la guerra de los Nueve Años.[3]

En los años siguientes (desde 1695 hasta 1697) Ámsterdam asistió al Banco de Inglaterra al hacerse cargo de sus cuentas de intercambio protestadas en el continente; los holandeses cargaron el 10 % por el servicio: una tasa de penalización en términos de Bagehot, pero, después de todo, era un negocio, no una provisión de bienes públicos.[4]

En la crisis de 1763 el Banco de Inglaterra y los bancos privados de Londres rescataron a sus corresponsales holandeses mediante la concesión, en dificultades, de créditos más grandes que los previamente concedidos en los períodos de prosperidad. En agosto fueron efectuados cinco envíos de oro, y dos en septiembre. Además, el Banco de Inglaterra y otros bancos se retrasaron en la presentación de las facturas para el pago. Wilson comentó que nada de aquello era por puro

altruismo. Por el contrario, representaba una política práctica basada en el conocimiento de que la prosperidad británica estaba íntimamente asociada con la prosperidad holandesa y que la intensificación de la crisis holandesa cortarían una fuente de dinero para Inglaterra.[5]

Cuando la crisis de 1772 alcanzó su punto álgido, en enero de 1773, el comercio anglo-holandés estaba paralizado. Ámsterdam no podía hacer nada, y sólo el Banco de Inglaterra, dice Wilson, podía rescatar a la ciudad. El 10 de enero, un domingo, el Banco abrió sus ventanillas y permitió los reintegros mediante la presentación de cheques y bonos del gobierno. En el primer barco fueron enviados un montón de lingotes, y un banquero holandés dijo que había entregado 500.000 libras. Al mismo tiempo, el Banco se negó a respaldar activos dudosos, y eso tuvo el efecto de hacer quebrar muchos bancos de propiedad judía en Ámsterdam.[6] En la misma

crisis, Catalina la Grande de Rusia ayudó a sus mejores clientes, los comerciantes británicos, en la primera de una serie de crisis, cuando la Rusia zarista ayudaba a la Europa occidental.[7]

En la crisis de 1825 corrió el rumor de que el Banco de Francia estaba tratando de ayudar a superar sus dificultades al Banco de Inglaterra. Clapham insistió en que, de hecho, Francia participó en un temprano ejemplo de cooperación financiera internacional, por el envío de oro a Londres a cambio de plata.[8] Que el precio del oro en términos de plata fuera mayor en Londres que en París (15,2 a 1 en comparación con los 14.625 a 1) favoreció el intercambio,[9] pero la llegada a través de los bancos Rothschild de 400.000 libras (sobre todo en oro) de París el lunes 19 de diciembre 1825 ayudó mucho porque las arcas del Banco de Inglaterra estaban prácticamente vacías desde el sábado anterior.

Durante la prolongada crisis de 1836 a 1839,

el Banco de Inglaterra buscó en dos ocasiones la ayuda del Banco de Francia y de la ciudad de Hamburgo para mantener su liquidez. La primera vez el Banco de Inglaterra giró letras sobre París por 400.000 libras. En 1838, el Banco de Inglaterra dispuso de una línea de crédito y en 1839 obtuvo 2 millones de libras de Baring Brothers y diez bancos de París como intermediarios. Una línea similar de crédito procedente de Hamburgo trajo 900.000 libras en oro, un acuerdo, posiblemente, también diseñado para ayudar a Hamburgo, que necesitaba plata.[\[10\]](#) En 1838, el Banco de Inglaterra, no precisamente el más habitual de los comerciantes de oro, envió cerca de 700.000 soberanos de oro a los Estados Unidos. Clapham dijo que la operación no tenía precedentes, y que era perjudicial en la medida en que alentó a los banqueros estadounidenses a emitir más títulos en los mercados británicos en 1838 y 1839, pero reconoció que el Banco era

sabio por reconocer los intereses entrelazados de Gran Bretaña y los Estados Unidos.[11]

El Banco de Francia recibió préstamos por 25 millones de francos de los capitalistas británicos en la segunda mitad de 1846, según fuentes francesas;[12] fuentes de origen británico afirmaron que la suma fue prestada por el Banco de Inglaterra en enero de 1847.[13] En ese momento, el emperador de Rusia ofreció comprar 50 millones de francos a un 3% para ayudar a financiar las importaciones de trigo que Francia y Gran Bretaña necesitaban. Gran Bretaña se benefició ya que los franceses utilizaron la mitad del dinero para pagar a los británicos por adelantado.[14] Palmer, entonces gobernador del Banco de Inglaterra, testificó ante el Comité del Parlamento que era preferible tener un entendimiento con los principales bancos de Estados Unidos, Hamburgo, Ámsterdam y París que enviar oro.[15]

La cooperación de los bancos centrales no era aplaudida universalmente. Viner escribió que el Banco de Inglaterra, en 1836, se vio obligado a apelar a Francia en busca de ayuda «sin duda de mala gana» y añadió que la necesidad era considerada en Gran Bretaña como humillante, ya que llegó en un momento en que las relaciones entre los dos países no eran muy cordiales, «así fue reportado por los seguidores de Thiers, que se jactaron de la generosidad de los franceses... recomendando al mismo tiempo que bajo ninguna circunstancia se repitiera dicha liberalidad en el futuro».[16] Thomas Tooke pensaba que el préstamo era un «vergonzoso expediente», una «circunstancia de casi humillación nacional».[17] En París, el Banco de Francia fue criticado por quienes pensaban que era irresponsable beneficiarse de la disposición británica en lugar de ayudar a aquellos que buscaban ayuda en su propia casa.[18]

En la década de 1850 hubo menos cooperación internacional en períodos de crisis. Clapham escribió que el Banco de Inglaterra contempló la acción conjunta con el Banco de Francia en noviembre de 1857, pero no indicó cuál era la acción y dijo que prácticamente «no pasó nada».[19] Quizás la operación más interesante fue el Diciembre *Silberzug* en Hamburgo. Hamburgo estaba en la recta final de la crisis que se extendió desde Ohio a Nueva York, a Liverpool y luego al continente, particularmente a los países escandinavos. El 4 de diciembre, el Senado de Hamburgo aprobó un fondo de 15 millones de marcos compuestos por 5 millones en bonos de Hamburgo y 10 millones en plata que se obtendrían mediante el endeudamiento en el extranjero. La siguiente tarea fue pedir prestado el dinero. Pidieron préstamos a Rothschild, Baring, y Hambros en Londres, a Fould en París, y a diversos organismos políticos y financieros en

Ámsterdam, Copenhague, Bruselas, Berlín, Dresde y Hannover. Todas las solicitudes fueron rechazadas. Desde Fould llegó esta respuesta: «Su mensaje no es suficientemente claro». Desde Berlín: «Bruck y el Kaiser no son financieramente ambiciosos». El 8 de diciembre, cuando todos los bancos en Hamburgo, con excepción del Heine, estaban amenazados de quiebra, y cuando los capitanes de los buques no estaban dispuestos a descargar sus cargamentos porque les preocupaba no cobrar, llegó la noticia de que Viena daría todo el dinero que se necesitaba. El tren (el *Silberzug*) que transportaba la plata llegó puntual.[20]

La plata fue retirada del tren, y aquellos préstamos fueron para Merck, Godeffroy y Berenburg, Gossler & Co., uno de los principales banqueros, además de cinco más pequeños. El pánico terminó el 12 de diciembre cuando se supo que había suficiente plata. Algunas empresas, como Donner & Co., a las que inicialmente se les

habían asignado 700.000 marcos, resultaron que, cuando la confianza se restableció, ya no los necesitaban. Böhme, quien dio la descripción más detallada de la crisis, dijo que durante años aquel episodio provocó que se hablara de economía tanto en Hamburgo como fuera de la ciudad.[21]

Los aspectos políticos de la operación de rescate se dieron a conocer en los despachos diplomáticos británicos. El cónsul británico en Hamburgo señaló que fue una suerte para Gran Bretaña que Austria y Prusia no hubieran proporcionado la ayuda, ya que entonces no habría presión sobre Hamburgo para unirse a la Zollverein.[22]

El 29 de diciembre, desde Berlín llegó un despacho con una traducción de una declaración del barón Manteuffel de Hamburgo en la que se explicaba por qué Berlín había sido incapaz de prestarles ayuda. La falta de ambición dio lugar a una serie de pobres explicaciones que subrayaron que Berlín había «perdido una oportunidad».[23]

La angustia en los países escandinavos se elevaba mientras el pánico en Hamburgo disminuía. Un elemento positivo de la ayuda oficial internacional, sin embargo, fue un préstamo efectuado el 18 de diciembre por el Banco de Inglaterra para cubrir los pagarés del gobierno de Noruega en apoyo a facturas vencidas de empresas noruegas.[24]

Con el estallido de la Guerra Civil en noviembre de 1861, el pánico en Nueva York atrajo dinero en metálico de París y Londres. La renuencia francesa para elevar la tasa de descuento y la cada vez mayor ratio del oro y la plata franceses en relación con la ratio de mercado llevó a Francia al cambio de 2.000.000 de libras en plata por 2 millones de dólares en oro con el Banco de Inglaterra. Los fondos puestos a disposición por esta transacción no remediaron la situación, así que en 1861 los franceses compraron oro a Londres a un precio por encima del punto de

exportación. El Banco de Francia se organizó a través de Rothschild y Baring para percibir 2 millones de libras de Londres.[25]

Durante la crisis de 1873 no hubo cooperación internacional, pero hay dos aspectos que subrayan la naturaleza sensible de las transacciones políticas del banco central. En los libros de registro de 1872-1873 del Banco de Inglaterra consta y se niega el «ridículo rumor» de que se había valorado solicitar un préstamo al Banco de Francia. Y en la segunda semana de noviembre, el gobernador del Banco de Prusia —un precursor del Reichsbank, que no se estableció hasta 1875— escribió una carta al Banco de Inglaterra ofreciéndoles un préstamo en oro, en aquel entonces o en cualquier momento futuro. Clapham había comentado anteriormente que Alemania estaba embriagada con la victoria y que Berlín se había hinchado como la rana de Esopo. El Banco de Inglaterra, cortés pero cortante, declinó la

oferta: «El Banco no necesita hacer uso de la disposición que tan amablemente nos sugieren». Clapham añade que esta sugerencia de nuevos ricos le habría parecido muy impertinente al gobernador.[26]

En 1890 William Lidderdale, gobernador del Banco de Inglaterra, se preparó para los dos frentes de la crisis que vendría después de la revelación de la posición debilitada de Barings. Además de la garantía nacional, se las arregló para que el gobierno ruso no sacara de su depósito de Barings los 2,4 millones de libras que tenía, y para mantener los préstamos de 3 millones de dólares del Banco de Francia y de 1,5 millones del Banco del Estado de Rusia, ambos en oro. Lidderdale le dijo el gobernador del Banco de Francia que las operaciones ordinarias del banco proporcionarían el oro a tiempo y que no había nada vergonzoso en el uso de medidas excepcionales para amainar una tormenta

inusualmente súbita. Sin embargo, a Lidderdale y a la ciudad les preocupaba pedir ayuda a los franceses y a los rusos. Clapham lo explicó de esta manera: «¿Debemos suponer que estaban obligados por alguna razón político-financiera?». [27]

El carácter sensible de la asistencia internacional antes de la Primera Guerra Mundial se revela en los incidentes de 1906-1907, cuando la discusión se centró en que no fuera el Banco de Francia el que ayudara al Banco de Inglaterra — que queda claro que lo hizo— y en si el Banco de Inglaterra ya había pedido ayuda o no, y si las medidas adoptadas por el Banco de Francia no eran en gran medida en su propio interés. En los registros bancarios de Sayers desde 1890 hasta 1914, en un capítulo titulado «Supuesto apoyo del Banco Continental», se concluye que el Banco de Inglaterra no pidió ayuda. Sayers cita *The Economist* en septiembre de 1906:

Algunos dicen que el Banco de Francia ha ayudado al Banco de Inglaterra frente a la demanda estadounidense de oro... pero ni por un minuto se ha supuesto que el Banco realmente se pusiera en tan humillante situación simplemente con el fin de permitir que los especuladores americanos consiguieran aquí oro en condiciones favorables.

De nuevo en el otoño de 1907, el Banco de Francia envió 80 millones de francos en oro de EE. UU. a Londres. En el informe de 1907 del Banco de Francia se hace referencia tanto a los incidentes como a sus decisiones. Los periódicos franceses citaron la razón alegada: para aliviar al Banco de Inglaterra de la necesidad de elevar su tasa de descuento, lo que implicaba que el Banco de Inglaterra había pedido ayuda. Fuentes británicas destacaron que no había declaraciones por el lado británico, como las hubo en 1890, y que los franceses no querían al Banco para aumentar su tasa de descuento. Hartley Cruz,

director financiero de *The Times*, escribió más tarde:

La determinación que [el Banco de Inglaterra] mostró finalmente obligó al Banco de Francia a recibir una parte de la carga internacional, y a enviar tres millones de sus reservas de oro, no a Estados Unidos, sino a Londres, desde donde sabían que podrían ser devueltos. Se supone que el Banco de Inglaterra fue quien pidió llevar a cabo esta operación, pero esto es rotundamente falso.[28]

Otra opinión es que cuando el Banco de Francia entró en las operaciones con libras esterlinas en Londres en 1906, 1907, 1909 y 1910, estuvo involucrado en operaciones de mercado abierto, que no llevó a cabo en París hasta 1938.[29]

Londres versus París como centro financiero

mundial

La opinión general entre los estudiantes anglosajones de historia económica es que Londres era el centro financiero del mundo desde principios del siglo XIX hasta 1914, y que París, Berlín, Frankfurt, Nueva York y Milán eran satélites.

Según un observador alemán, «Inglaterra tenía el monopolio de las exportaciones de capital hasta 1850. Entonces Francia en gran medida empezó a dominar las exportaciones de capital al servicio de las políticas nacionales, los intereses comerciales de expansión, y la apertura de nuevos mercados.[30] En la década de 1850, París tuvo un papel central en las relaciones internacionales monetarias. Van Vleck escribió sobre el pánico de 1857: «Al igual que Francia fue el centro neurálgico político de Europa durante la primera

mitad del siglo XIX, durante los años 1850 a 1857 fue el centro desde el que se radiaban las fluctuaciones del ciclo económico».[31]

El centro del ciclo económico no es necesariamente el eje central del sistema financiero internacional. Entre 1820 y 1840, París ayudó a los pagos exteriores en Londres, en el Báltico, Rusia, China, América Latina y los Estados Unidos, y luego, entre 1850 y 1870, se convirtió en el «primer lugar de Europa para el cambio de divisas».[32] Si esta opinión fuera correcta, la situación cambió con la guerra franco-prusiana. Según Bagehot:

Desde la guerra franco-alemana, se puede decir que manteníamos las reservas europeas... Todas las grandes comunidades deben pagar a veces grandes sumas de dinero en efectivo, y el almacén de dicho efectivo debe mantenerse en algún lugar. Antiguamente había dos almacenes de este tipo en Europa, uno era el Banco de Francia, y el otro el Banco de Inglaterra. Sin embargo, desde la suspensión de pagos en metálico del Banco de

Francia, su uso como un reserva de líquido llega a su fin. Nadie puede emitir un cheque contra el Banco de Francia y estar seguro de obtener oro o plata a cambio. En consecuencia, la responsabilidad total de los pagos internacionales en efectivo pasa al Banco de Inglaterra... todas las operaciones de cambio se centran cada vez más en Londres. Anteriormente, para muchos propósitos, París era la solución europea, pero ahora ha dejado de serlo... así, Londres se ha convertido en la única gran casa-solución de Europa, en lugar de serlo de un modo compartido. Y esta preeminencia de Londres probablemente se mantendrá, porque es una preeminencia natural... La preeminencia de París, en parte surgió de una distribución del poder político, que ya se ha acabado, pero la de Londres depende del curso normal del comercio, que es particularmente estable y difícil de cambiar.[33]

Sprague se hizo eco de este punto de vista de los Estados Unidos en 1910, cuando explicó que el Banco de Inglaterra aumentó su tasa de descuento en 1907 para garantizar el pago a otros países del dinero que debían los Estados Unidos, en lugar de controlar el flujo de oro a Nueva York. Londres

era el centro del mercado de dinero en el mundo, y sus tasas de interés se incrementaron para evitar tener que financiar todos los pagos procedentes de los Estados Unidos.[34]

Por el contrario, Bonelli afirmaba que París era el centro regulador la liquidez mundial, cuando habló de los vínculos con Italia en la crisis de 1907.[35] Uno de los estudiosos más preclaros de la pre-financiación de la Primera Guerra Mundial afirmó que «París surge en este estudio como el *más fuerte* [cursivas en el original] centro financiero del mundo antes de 1914, si el hecho de que su tasa a corto plazo era relativamente más baja es una indicación de la fuerza. Esta conclusión parece contradecir la opinión generalizada de que Londres era el centro mundial del dinero». Morgenstern trató de conciliar estas declaraciones al distinguir la abundancia de fondos de París y la «maquinaria» de Londres para poner fondos en movimiento.[36] La distinción

parece forzada. Cada centro tiene sus propios clientes, en particular: Italia y Rusia lo son de París; Estados Unidos y las colonias británicas lo son de Londres. Bélgica, los Países Bajos y Alemania estaban más estrechamente ligados a Londres que a París. Además, Londres prestaba fondos a nivel mundial, mientras que París prestaba fondos a un número menor de países.

El prestamista de último recurso después de la Primera Guerra Mundial

No hubo prestamistas internacionales de último recursos en la crisis de 1920-1921. En parte por la depreciación de las distintas monedas europeas. En una crisis causada por la debilidad de la balanza de pagos y la salida de dinero, la depreciación de la moneda de un país lleva a un

aumento en los precios internos de los bienes negociables (aquellos bienes y servicios que se exportan e importan, y aquellos que son capaces de ser exportados y los que compiten con las importaciones). Un impacto inflacionario agudo puede producir otro tipo de crisis que conduce a la hiperinflación, como ocurrió en Europa Central y Oriental en 1923 en los nuevos países independientes, que habían sido parte del Imperio austro-húngaro y se enfrentaban a nuevas fronteras y a la falta de mecanismos para la recaudación de impuestos.[37] El escenario es similar al del libro de Paul Erdman *The Crash of '79*, en el que la crisis financiera es manejada imprimiendo grandes cantidades de dinero y dejó al dólar americano en un tipo de cambio flotante, lo que llevó a un aumento en la demanda de bienes.[38]

La mayoría de los gobiernos de Europa Occidental en la década de 1920 trató de estabilizar sus monedas en sus paridades de 1914

con el oro, debido a la tradición: restaurar el statu quo *ante bellum*. Estos países, a menudo utilizaron los préstamos de estabilización, similares en algunos aspectos, pero no idénticos a los préstamos de un prestamista de último recurso, para amortiguar la depreciación de sus monedas. El franco francés fue objeto de un ataque especulativo en 1924. Muchos extranjeros compraron francos cuando la moneda se depreció en 1919-1920 en previsión de grandes ganancias tras la apreciación posterior a la pre-guerra de la paridad, pero al final se rindieron y vendieron.[39] Especuladores de Ámsterdam, Viena y Berlín (tal vez estimulados por el gobierno alemán) vendieron francos en previsión de que serían capaces de comprar más tarde, a un precio mucho menor.[40] La historia era que estos especuladores que se habían aprovechado de sus posiciones frente al marco alemán, que ya sufrió una fuerte depreciación de la hiperinflación en

1923-1924, luego le prestaron su atención al franco francés. Cientos de miles de franceses con valores líquidos en francos vieron señales de que el avance del Banco de Francia hacia el enfoque del gobierno francés rozaba el límite máximo legal.

El 4 de marzo de 1924 estalló el pánico. El franco, que estaba a 98 respecto de la libra el 17 de febrero y a 104 el 28 de febrero, llegó a 107 el 4 de marzo. El gobierno francés y el Banco de Francia se reunieron en sesión de emergencia.

J. P. Morgan & Co. estaba dispuesto a ayudar si se reunían determinados requisitos. El préstamo, un crédito rotativo de seis meses, sería de 100 millones de dólares, no de 50 millones, porque el banco, representado por Thomas W. Lamont, lo juzgó demasiado pequeño. El Banco de Francia se resistió, prometiendo su oro como garantía, y sólo aceptó después de encontrar una fórmula para salvar la cara. A su vez, los regentes del Banco,

incluidos Rothschild y Wendel, exigieron un programa financiero del gobierno conservador. El programa se elaboró el domingo 9 de marzo y en el plazo de tres días comenzó la desbandada de los especuladores. El 24 de marzo el franco se apreció de 123 francos por libra a 78. El Banco de Francia intervino entonces para limitar la apreciación. La restricción contra los especuladores tuvo éxito.[41] Lamont escribió que «nunca ha habido una operación que nos haya dado más satisfacción».[42]

El éxito duró poco. En 1926 hubo otro ataque contra el franco, y la moneda se depreció a 240 francos por libra en julio de 1926. Posteriormente, el franco se elevó a 125 por libra en respuesta a las reformas conservadoras de Poincaré y a un aumento en las tasas de interés que se diseñó para tranquilizar a los propietarios franceses del capital e inducirlos a traer su dinero de vuelta a París.

En la década de 1920 se concedieron

préstamos de estabilización a Austria y Hungría bajo los auspicios de la Liga de las Naciones y por una serie de nuevos bancos centrales de Europa del Este, en virtud de acuerdos con prestamistas de Londres, París y Nueva York. Los más conocidos fueron los préstamos Dawes and Young, realizados para reciclar las reparaciones alemanas. El préstamo Dawes estimuló las compras de EE. UU. de bonos extranjeros. Durante la década de 1930 la propuesta fue presentada con frecuencia, con la ironía sólo parcial de que lo que Francia necesitaba era un préstamo de estabilización en oro, ya que el franco francés y las monedas de los demás países del bloque del oro se habían sobrevalorizado como consecuencia de las sucesivas devaluaciones de la libra esterlina, el yen japonés y el dólar de EE. UU., y la imposición de controles cambiarios sobre los pagos exteriores de Alemania y Austria. El oro, se dijo, debería subirse a una carroza fúnebre de

cristal y desfilar por las calles de cada ciudad y pueblo de Francia para convencer a la gente de que las autoridades tenían abundancia del mismo, y por lo tanto animarlos a vaciar el *bas de laine* (el calcetín de lana) en el que guardaban su *luisés de oro*.

La deflación de 1931 subraya la necesidad de un prestamista internacional de último recurso de una manera distinta en escala y, por lo tanto, distinto también al tipo de episodios anteriores. Las cuestiones en juego incluían la necesidad de préstamos de la magnitud de su caso, el carácter político de las transacciones, y la necesidad de algún país o grupo de países de aceptar la responsabilidad de la estabilidad del sistema.^[43] Jørgen Pedersen, R. G. Hawtrey y otros economistas británicos escribieron al respecto consejos similares a su gobierno. Susan Howson y Donald Winch lo plasmaron en *The Economist Advisory Council, 1930-1939*.

Hawtrey presentó un análisis convincente:

La crisis de 1931 difiere de las crisis anteriores por su carácter internacional. Las crisis anteriores fueron internacionales en tanto en cuanto la caída de los precios y las ventas forzadas afectaron a los mercados mundiales. Pero sólo una parte poco importante de las deudas se debían a los acreedores extranjeros. En 1931, la característica sobresaliente del pánico fue que los acreedores extranjeros de Alemania y de los deudores de Europa del Este temían que el mercado de divisas se vendría abajo *incluso si los deudores se mantenían solventes*. Contra una retirada por pánico de los saldos extranjeros procedentes de Londres, [aumentar la tasa del Banco] era un remedio que llegaría demasiado tarde. Esta retirada por pánico *nunca había ocurrido antes*... la causa subyacente del problema ha sido *inestabilidad monetaria*. La depresión industrial, las insolvencias, las quiebras bancarias, y el déficit presupuestario son el resultado natural de un nivel de precios en caída... Surge la necesidad de un *prestamista internacional de último recurso*. Tal vez algún día el Banco de Pagos Internacionales... Pero tal como están las cosas, la función sólo puede ser realizada por un banco central extranjero o por un grupo de bancos centrales extranjeros en cooperación.[44]

La comprensión teórica de Hawtrey en la sabiduría de los límites de estos préstamos de estabilización fue incisiva:

Como regla general, los créditos que se conceden a un banco central en dificultades, deben ser por la cantidad total necesaria. No debe haber ningún límite. Si la cantidad es insuficiente y se da el intercambio después de todo, la suma prestada es completamente inútil. A favor de los créditos ilimitados se puede argumentar que si *hubieran sido* concedidos, no se habrían retirado fondos después de todo. Así que o no se conceden créditos al Banco de Inglaterra o los que se conceden son ilimitados. Pero hay un cierto riesgo. Los créditos ilimitados habrían permitido al país seguir en el patrón oro, prolongando condiciones que se estaban volviendo rápidamente intolerables... La lección: si el país puede mantener el patrón monetario sin demasiada tensión, entonces se otorgan créditos ilimitados, pero si el esfuerzo por mantener la paridad es excesivo, no se conceden créditos y se permite que la moneda se devalúe.[45]

En la década de 1930, Howson y Winch presentaron una serie de informes escritos por economistas británicos a su gobierno, entre ellos uno de un comité de economistas presidido por J. M. Keynes en los que estaban Hubert Henderson, Alfred Pigou, Lionel Robbins, y sir Josiah Stamp como miembros, con Hemming y Richard Kahn como secretarios. Los informes abogaban por una cooperación entre los bancos centrales, de preferencia a través del Banco de Pagos Internacionales, tanto para financiar créditos a corto plazo como para formar un grupo de monedas para préstamos que pudieran ser utilizados para evitar debacles monetarias como la que se vivió en la década de 1920 y así devolver la «confianza en la estabilidad financiera de los muchos países que ahora son objeto de desconfianza».[46]

En julio de 1932, después de que Gran Bretaña se quedara sin oro, pero antes de la Conferencia

Económica Mundial de 1933, el Comité del Gabinete de Información Económica presidida por Stamp y que estaba formado por Citrine, Cole, Keynes, sir Alfred Lewis y sir Frederick Leith-Ross como miembros, con Henderson y Hemming como secretarios, emitió un informe donde se debatía la «crisis financiera internacional». El documento citaba a Bagehot, citaba la crisis de 1825 y 1847, y señalaba que Gran Bretaña ya no podía actuar como prestamista de último recurso; el informe recomendaba que esta función fuera realizada por el Banco de Pagos Internacionales mediante la emisión de «papel oro», que se llamaría Certificados Internacionales.[47]

La primera oportunidad para poner fin a la desintermediación internacional llegó en mayo de 1931 con el colapso del Credit Anstalt, el principal banco austríaco. El Banco Central de Austria había mantenido altas tasas de interés para mantener el dinero en Viena, que a su vez

contribuyó a la debilidad de la economía y a las grandes pérdidas cuando los precios de los activos se redujeron. La publicación de la declaración del Credit Anstalt el 11 de mayo reveló que había perdido 140 millones de chelines, cerca de tres cuartas partes de su capital. El Gobierno austríaco pidió a la Liga de las Naciones ayuda financiera, porque la Liga había organizado los préstamos de estabilización en la década de 1920 y se había dirigido hacia el nuevo Banco de Pagos Internacionales que se había establecido en el Plan Young de 1930 para ayudar a la transferencia de las reparaciones alemanas. El gobierno austríaco quería pedir prestados 150 millones de chelines (21 millones de dólares). Durante las dos últimas semanas de mayo, el Banco de Pagos Internacionales consiguió un préstamo de 100 millones de chelines procedentes de once bancos centrales. El 5 de junio el dinero del préstamo se había agotado, y el Banco Nacional de Austria

pidió otro préstamo que se concedió el 14 de junio, con la condición de que el Gobierno austríaco obtuviera un préstamo de 150 millones de chelines a dos o tres años. Los franceses exigieron que el gobierno de Austria renunciara a su acuerdo de unión aduanera con Alemania, que había sido anunciado dos meses antes, pero el gobierno austríaco se negó y se derrumbó. El Banco de Inglaterra le ofreció un préstamo de 50 millones de chelines (7 millones de dólares) durante una semana. El gobierno austríaco detuvo la vinculación del chelín al oro, y se depreció la moneda.

El problema pasó a Alemania. La posición de la banca alemana se vio debilitada por especulaciones excesivas, grandes pérdidas, fraudes, peleas entre banqueros, bancos que habían estado comprando sus propias acciones y por el agotamiento de las reservas líquidas: la gama entera de problemas clásicos.[48] El *outsider* fue

Jacob Goldschmidt de la Danatbank[49] producto de la fusión de la Darmstädter y los bancos nacionales. Otros banqueros, entre ellos Oskar Wasserman del Deutsche Bank, rechazaron a Goldschmidt y sus tácticas agresivas. En 1927, el Handelsgesellschaft Berlín dejó de conceder préstamos a la Norddeutsche-Wolkämmerei (Nordwolle), una agresiva empresa de la industria de la lana. El Danatbank tomó a Nordwolle como cliente. La quiebra de Nordwolle, el 17 de junio de 1931, derribó al Danatbank; el resto de banqueros no estaban dispuestos a apoyar al banco debido a su animadversión contra Goldschmidt. No hubo complicaciones políticas, y la crisis financiera interna llevó a retiros masivos que sólo se interrumpieron brevemente por la moratoria de Hoover. El 25 de junio, se concedió un préstamo por 100 millones de dólares, de ellos 25 millones de dólares desde el Banco de Inglaterra, el Banco de Francia, el Federal Reserve Bank de Nueva

York, y el Banco de Pagos Internacionales, hasta el 16 de julio. Hans Luther, presidente del Reichsbank, quería un préstamo más grande y había pedido que se ocultara el importe exacto del préstamo, por lo que el comunicado se limitó a decir que la cantidad era suficiente. Cuando el importe del préstamo se hizo público y la declaración del Reichsbank del 23 de junio mostró que la cobertura de reservas estaba en el 40,4 %, justo por encima del requisito mínimo del 40 %, el lema a seguir fue «sálvese quien pueda».[50]

Se discutieron nuevos préstamos, pero no llegaron pronto. Los alemanes querían un préstamo de mil millones de dólares. Los franceses estaban dispuestos a considerar un préstamo de 500 millones, pero querían imponer condiciones políticas. El gobierno de EE. UU. estaba preocupado por su potencial déficit presupuestario de 1.600 millones y la idea de que era muy poco probable que el Congreso de EE. UU. aprobara

prestar más dinero a Alemania. El gobierno de EE. UU. estaba dispuesto a considerar la estabilización de los préstamos a Alemania ya existentes, que el Reichsbank quería tanto como un nuevo préstamo. En Gran Bretaña, el secretario de Relaciones Exteriores Arthur Henderson se sintió atraído por la idea de un préstamo pero Montagu Norman, entonces gobernador del Banco de Inglaterra, le dijo que el Banco había «prestado ya tanto como es del todo conveniente».[51] Uno de los argumentos en contra de los préstamos a extranjeros fue que se creía que la crisis fue causada por una fuga de capitales nacionales más que por la retirada de fondos por parte de los inversores extranjeros. El 20 de julio, la idea de un préstamo ya había sido abandonada tácitamente, dejada «a un lado como poco práctica».[52] En cambio, los alemanes se basaron en medidas internas para poner fin a la desintermediación en el país, y en un acuerdo de suspensión impuesta a

los banqueros extranjeros reacios a poner fin al drenaje externo.

La presión especulativa se volvió hacia Gran Bretaña. El problema empezó a mediados de julio de 1931, estimulado en parte por las pérdidas en el continente, pero también alimentado por los informes de la May and Macmillan de los grandes déficits futuros del presupuesto nacional y la estimación inesperadamente alta de dinero extranjero en Londres que podría ser retirado. Desde 1927, el Banco de Francia había convertido el oro en libras esterlinas por un dispositivo rotatorio; las libras esterlinas fueron vendidas en el mercado de divisas, y compradas en el mercado de futuros, y luego el Banco de Francia pidió el oro en las fechas que dictaban los contratos a plazo.[\[53\]](#) La idea era hacer creer que el Banco de Francia estaba convirtiendo sólo sus recién adquiridos saldos de libras esterlinas en oro, no sus saldos previamente adquiridos. En el verano

de 1931, el Banco de Francia ya cooperaba plenamente y no vendió ninguno de sus depósitos en libras esterlinas y valores. A finales de julio, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York y el Banco de Francia prestaron cada uno 125 millones de dólares al Banco de Inglaterra. Cuando estos fondos se agotaron, el gobierno británico contempló un préstamo por un año a partir de los mercados de Nueva York y París. El Banco de Inglaterra informó que los bancos extranjeros no prestaban fondos a Gran Bretaña, mientras que había un gran déficit presupuestario. Los sindicatos británicos se opusieron a una reducción en los pagos de ayuda a los desempleados y retiraron el apoyo al gobierno laborista, que cayó el 24 de agosto. Cuatro días más tarde, después de la formación de un «gobierno nacional» nuevo con Ramsay MacDonald como nuevo primer ministro y Philip Snowden como ministro de Hacienda, 200 millones de dólares fueron recibidos de un

sindicato Morgan en Nueva York y otros 200 millones de un sindicato francés en París. Los banqueros apoyaron al gobierno británico; su propia explicación, haciéndose eco de las declaraciones de Morgan a los franceses en la década de 1920, fue que no estaban imponiendo condiciones políticas, sino que señalaban la situación económica por la que se sentían justificados para arriesgar su dinero y el de sus inversores.

El 5 de agosto de 1931, Keynes escribió al primer ministro MacDonald, a petición de éste, para presentar una serie de propuestas para la devaluación de la libra esterlina y para la formación de una moneda basada en el oro, de un cambio fijo de al menos el 25 % por debajo de la paridad de entonces, de la que todos los países miembros del Imperio británico, junto con América del Sur, Asia, Europa Central, Italia y España —de hecho, todos los países— estarían

invitados a participar. La carta señalaba que si la libra esterlina no podía ser defendida con éxito, sería estúpido seguir pidiendo prestado divisas para apoyarla.[54]

Los préstamos de 400 millones de dólares adicionales a los 250 millones anteriores no fueron suficientes, y los británicos dejaron de apoyar a la libra el 21 de septiembre. El Banco de Francia no fue restrictivo con los Estados Unidos, como lo había sido con los británicos, y junto con otros miembros del bloque del oro convirtieron 750 millones de depósitos en dólares americanos en oro. La presión deflacionaria ejercida por esta reducción de los depósitos de oro americanos, y la depreciación de la libra esterlina y las monedas vinculadas a la libra, debilitaron el sistema bancario de los EE. UU. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York no pidió ni ayuda ni permiso para la conversión de los depósitos de dólares americanos en oro. El código del banquero

central le exige mantenerse impasible, como Walter Mitty rechazando la venta antes de que el pelotón lo fusilara. En 1929, cuando Harrison le preguntó a Norman si las libras que el Banco de la Reserva Federal de Nueva York había comprado serían convertibles en oro, recibió una respuesta lacónica: «Por supuesto, la libra se pagará en oro. Éste es el patrón oro».[55] En 1931, Harrison, se ofreció a su vez a ayudar a Moreau en la conversión de una parte o de todos los dólares del Banco de Francia en oro.[56]

Cinco aspectos de la historia de 1931 son particularmente alarmantes: (1) la incapacidad de Gran Bretaña para actuar como prestamista de último recurso; (2) la falta de voluntad de los Estados Unidos para actuar como prestamista de último recurso, aparte de los préstamos (inadecuados) a Gran Bretaña (el país de la «relación especial»); (3) el deseo de Francia de avanzar en sus objetivos políticos con respecto a

Austria y Alemania; (4) la paranoia de Alemania después de 1923, que prefería cualquier cosa a una carrera de inflacionaria, y (5) la irresponsabilidad de los países más pequeños.

Este análisis ha sido cuestionado en varios sectores. Un analista cree que habría sido necesario algo de mayor alcance para restaurar la estabilidad de la economía mundial después de la Primera Guerra Mundial, tal vez algo del estilo del Plan Marshall tras la Segunda Guerra Mundial.[57] Otro consideró que la economía alemana no podría haber sido corregida por un prestamista de último recurso en 1931, ya que las autoridades estaban decididas a deshacer el Tratado de Versalles y, especialmente, sus cláusulas de reparación.[58]

Bretton Woods y los acuerdos monetarios internacionales

En la década de 1940 hubo un extenso debate sobre el diseño de las instituciones económicas multilaterales que proporcionarían una mayor estabilidad económica que en los veinte años posteriores a la Primera Guerra Mundial. Se creó una institución de crédito internacional para ayudar a los países a la financiación a corto plazo del déficit de la balanza de pagos, que se convirtió en el Fondo Monetario Internacional. Otro organismo de crédito se estableció para ayudar a los países a financiar su reconstrucción económica, que se convirtió en el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF o Banco Mundial). Una organización internacional de comercio se creó para resolver las disputas comerciales y proporcionar un foro para la reducción de los aranceles y otras barreras comerciales. La creación de la organización de comercio internacional prevista se retrasó mucho

tiempo, pero su preámbulo, el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT), sirvió de base para una organización para hacer frente a cuestiones de política comercial de una manera menos ambiciosa. Con el tiempo, más de cincuenta años después, el GATT se transformó en la Organización Mundial del Comercio (OMC).

El debate sobre la entidad de crédito internacional, que se convirtió en el Fondo Monetario Internacional (FMI), fue principalmente entre los británicos y los estadounidenses, que tenían opiniones diferentes acerca tanto de su estructura financiera como de sus recursos financieros. El «Plan Keynes» preveía una institución que tenía su propia moneda o unidad de cuenta. La institución dotará a los países miembros con depósitos que podrán transferir a otros países para financiar su déficit de pagos. El punto de vista estadounidense, el «Plan White», era que cada país miembro transfiriera oro y su propia

moneda a la institución para potenciar su capital. Cada país miembro tendría una cuota basada en el volumen de su comercio y sus tenencias de oro, la cuota de cada miembro determinaría su suscripción de capital y las cantidades de oro y de su propia moneda que serían transferidas a la institución como parte de esta suscripción. Un país miembro que quisiera financiar un déficit de balanza de pagos «compraría» una de las monedas de propiedad de la institución con su propia moneda, la cantidad de monedas que los miembros podían comprar dependería de su cuota.

Los estadounidenses tenían todo el dinero, y prevaleció la opinión de EE. UU. Los británicos consiguieron que los estadounidenses estuvieran de acuerdo para duplicar el capital inicial de la institución.

En los Artículos Fundacionales del Acuerdo figura un conjunto de reglas para el manejo de los valores de las monedas de los países miembros.

Cada país miembro deberá proporcionar una paridad de su moneda en términos de oro o en términos de dólares americanos, cada uno tendrá que limitar la variación en el valor de su moneda a una estrecha banda en torno a su paridad, y a cada uno le será necesario obtener la aprobación del FMI antes de cambiar el valor de la paridad en más del 10 % en relación con su paridad inicial.

A pesar de la motivación de crear una institución de crédito que ayudaría a evitar una repetición de las experiencias de la década de 1930, la misma estructura del Fondo no podía actuar como prestamista de último recurso, ya que no tenía su propio dinero. En cambio, el FMI podría prestar dinero a los países para ayudarles a financiar sus déficits de cuenta corriente. Los países podrían mantener los controles de cambio para limitar los flujos de capital que podrían complicar su capacidad para mantener sus paridades. Los préstamos del FMI tendrían que

devolverse. Había estrechos límites en la cantidad de préstamos a cada país establecidos por las cuotas de los países; la cuota se dividía en cuatro tramos y no podía ser usado más de un tramo en un determinado período de doce meses. Acceder al primer tramo era más o menos automático. A partir de entonces el acceso al crédito era una cuestión de gracia por parte del FMI, en lugar de una cuestión de derecho, como había propuesto el plan de Keynes.

Durante los primeros diez o quince años después del final de la Segunda Guerra Mundial, el FMI y el Banco Mundial se quedaron al margen, porque la mayoría de los fondos para la reconstrucción económica provinieron del Plan Marshall, y principalmente en forma de subvenciones. El sistema de Bretton Woods no entró en pleno funcionamiento hasta 1958, después de que la libra esterlina fue convertible en otras divisas en la cuenta de capital y las restricciones a

los flujos de dinero fueron abandonadas.

La falta de atención a los flujos financieros cambió pronto. No era posible mantener la convertibilidad de las cuentas corrientes y los controles sobre los movimientos de capital, ya que las grandes transferencias de dinero podrían tener lugar a través de cambios en los «adelantos y retrasos», cambios en el calendario de pagos asociados a las exportaciones e importaciones. Un país llamado a pagar en efectivo las importaciones en vez de mediante un crédito a tres meses, y obligado a extender seis meses el crédito para las exportaciones en lugar de tres meses, podría perder rápidamente los activos internacionales de reserva, que serían igual al valor de los seis meses del promedio de sus exportaciones e importaciones.

En 1960, fueron adoptados los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos (AGP) para incrementar los fondos disponibles del FMI;

diez grandes economías financieras, el Grupo de los Diez, se comprometieron a aportar un total de 6.000 millones que el Fondo podría utilizar cuando sus propios recursos resultaran demasiado escasos para financiar el déficit de pagos de sus miembros. Muchos países creían que los recursos del Fondo todavía eran demasiado pequeños. Además, la toma de decisiones del FMI era laboriosa y requería mucho tiempo. Las decisiones eran tomadas por el voto ponderado por los directores, muchos de los cuales representaban a más de un país. Formular una propuesta, obtener las instrucciones, y llegar a una decisión para ayudar a un país en crisis podía tardar tres semanas.

Los flujos transfronterizos de dinero aumentaron en los años 1950 y 1960. La distancia económica fue disminuyendo debido a los avances tecnológicos y a la fuerte disminución en los costos de comunicación y almacenamiento de la

información. Richard Cooper hizo hincapié en este desarrollo:

Un rudimentario indicador cuantitativo de estos acontecimientos surge del contraste de la especulación diaria máxima de menos de 100 millones de dólares contra la libra esterlina, en la ejecución «masiva» de agosto de 1947, con la especulación diaria máxima de más de 1.500 millones de dólares a favor del marco alemán en mayo de 1969, y el movimiento de más de 1.000 millones en Alemania en menos de una hora en mayo de 1971. Además, como las barreras de la ignorancia siempre caen, no hay ninguna razón por la cual 1.500 millones de dólares no deberían subir a 15.000 millones, o incluso a 50.000 millones en un día.[59]

El volumen de negocios diario en el mercado de divisas había llegado a un billón de dólares a finales de 1990. El aumento de las transacciones de moneda de las economías de mercados emergentes había sido aún más rápido.[60]

El aumento de los flujos internacionales de

capital puso a prueba la capacidad de los bancos centrales para mantener sus paridades. Algunos bancos centrales experimentaron con la venta de sus divisas en el mercado de divisas a plazo, lo que les permitió mantener sus paridades sin agotar sus reservas, al menos no hasta que vencieran los contratos de cambio a plazo. Y en esas fechas, los bancos centrales podrían «rodear» o renovar estos contratos. Unos pocos observadores creían que estas operaciones de cambio podrían aliviar a los bancos centrales de la necesidad de mantener activos internacionales de reserva o al menos reducir la cantidad de reservas que poseían. La experiencia del Banco de Inglaterra desde 1964 hasta 1967 indica los límites de este punto de vista; a finales de 1967 sus compromisos de entrega de dólares americanos en el mercado de divisas al contado en las fechas que vencían los contratos de cambio a plazo eran mucho mayores que sus tenencias de activos de reservas

internacionales, y los operadores del mercado se volvieron cada vez más reacios a renovar los contratos de divisas a plazo con vencimiento. En 1964 los británicos habían sido capaces de posponer la devaluación de la libra esterlina, pero dicha devaluación llegó a ser ineludible en el año 1967.

Una de las principales innovaciones financieras internacionales en la década de 1960 fue el Acuerdo de Basilea, que estableció una red de intercambio de divisas entre los bancos centrales. Los Estados Unidos asumieron un papel de liderazgo en el desarrollo de esta red, que consistía en una serie de líneas de crédito bilaterales entre pares de bancos centrales: cada banco central ponía al día una cantidad de moneda extranjera como un activo y una cantidad equivalente de su propia moneda como un pasivo. Una vez que las líneas de intercambio se habían establecido, la moneda extranjera estaría

disponible inmediatamente, aunque el dinero de las líneas de intercambio tendría que ser pagado. La primera consistió en intercambiar 50 millones de dólares entre el Banco de Francia y el Banco de la Reserva Federal de Nueva York en marzo de 1962. En junio, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York movió 50 millones de dólares de intercambio con los bancos centrales de Holanda y Bélgica, y un canje de 250 millones de dólares con el Banco de Canadá. En julio estableció una línea de 250 millones con el Banco Nacional Suizo. En octubre de 1963, la red de intercambio había aumentado a 2.000 millones; en marzo de 1968 a 4.500 millones, y en julio de 1973 a 18.000 millones de dólares.[61]

En 1961, cuando la libra esterlina estaba bajo ataque, los representantes de los principales bancos centrales en una reunión del Banco de Pagos Internacionales comprometió un total de 1.000 millones para créditos. Charles Coombs, un

vicepresidente sénior del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, lo definió como el desarrollo de un gran avance en las finanzas internacionales de la posguerra.[62] El número era lo suficientemente grande como para convencer a los especuladores de que no podían romper la paridad de una moneda. La mayoría de los préstamos serían pagados con los fondos obtenidos de la repatriación de los capitales fugados.

Los fondos disponibles en las líneas de intercambio pueden ser la primera línea de defensa de un país, la segunda línea sería el acceso al dinero del FMI. Un buen número de países utilizan sus líneas de intercambio: Canadá utilizó más de 1.000 millones en junio de 1962; Italia 1.000 millones en marzo de 1963, y Gran Bretaña 2.000 millones en el otoño de 1964. Un paquete de 1.300 millones de dólares fue para Francia en julio de 1968, que se ampliaron a 2.000 mil

millones de dólares americanos en noviembre, para la defensa de la devaluación del franco.[63] La decisión de Francia de no ayudar a los británicos en septiembre de 1965 se caracterizó como un «repudio impactante de la masonería de la banca central». La presión para cumplir con el club, y la voluntad de ser diferentes, como cuestión de política exterior, fueron, sin duda, muy intensas. «Eso no cambió nada. Los británicos consiguieron el apoyo que querían.»[64]

La causa aproximada de la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods fue que la Reserva Federal y el Bundesbank se esforzaron en seguir políticas monetarias divergentes, a pesar de que sus mercados financieros estaban estrechamente vinculados a través del mercado de depósitos en el exterior. Todo esfuerzo para seguir políticas monetarias divergentes conduce a enormes flujos de dinero. La Reserva Federal se embarcó en una política de expansión monetaria seis u ocho meses

antes de la elección presidencial de 1972, mientras que el Bundesbank mantuvo altas tasas de interés. Hubo un cambio masivo de dinero de la zona del dólar a la zona del marco.

La disminución en las tasas de interés de los valores en dólares americanos llevó a la relajación de las normas de préstamo, como en 1825, 1853, 1871 y 1885. Bancos con sede en Nueva York, Londres, Tokio y otros centros financieros empezaron a prestar libremente a México, Brasil, Argentina y otros países en vías de desarrollo, así como a la Unión Soviética y a los países del bloque oriental.

Además, los grandes flujos de fondos de Nueva York a Alemania y a otros países hicieron imposible mantener el acuerdo de divisas de cambio fijo. Estados Unidos no hizo ningún esfuerzo para defender la nueva paridad del dólar americano que se había establecido en el Acuerdo Smithsonian. En febrero de 1973 la especulación

de que el marco se revalorizaría provocó un flujo de dinero cada vez mayor a Frankfurt, el Bundesbank dejó de comprar dólares americanos, y el precio del marco aumentó de inmediato.

La mayoría de los economistas habían pensado que la adopción de tipos de cambio flotantes amortiguaría el movimiento del dinero sensible a intereses y una vez que las monedas flotaran los bancos centrales podrían seguir políticas monetarias independientes sin ningún tipo de efectos externos no deseados. Los economistas tuvieron opiniones encontradas sobre si los movimientos especulativos de dinero daban estabilidad o, en ocasiones, desestabilizaban severamente; la opinión general fue que el miedo a las pérdidas de divisas evitaría los flujos transfronterizos de dinero. Ese punto de vista resultó erróneo: muchos bancos consideraron las monedas como una nueva clase de activos que podría resultar muy lucrativa.

Bajo estas nuevas circunstancias, la necesidad inicial era la de un prestamista nacional de último recurso, si bien relacionado con las finanzas internacionales, al menos por un tiempo. Los cambios en el valor de la moneda alentaron a los especuladores, incluyendo a algunos que trabajaban para los bancos. El Banco Herstatt de Colonia y el Franklin National Bank de Nueva York perdieron dinero comerciando con divisas y ambos quebraron en junio de 1974. El cierre del Herstatt a mitad de la jornada financiera creó un nuevo problema, porque Herstatt había recogido el dinero de las transacciones en divisas, pero cerró antes de que hubiera pagado el equivalente en marcos alemanes que debía a los demás bancos. Durante un tiempo, el consorcio que garantizaba sus pasivos sólo estuvo interesado en las obligaciones nacionales alemanas y estaba dispuesto a dejar que las sumas adeudadas a los bancos extranjeros no fueran correspondidas.

Prevaleció lo segundo, sin embargo: el total de pasivos del banco estaba cubierto, tanto extranjero como nacional, y no se apreciaba ninguna onda expansiva en el extranjero. La Federal Deposit Insurance Corporation adquirió los depósitos del Franklin National hasta el límite de 40.000 dólares, y la Reserva Federal, actuando como prestamista de último recurso, garantizó el pasivo restante.

Se suponía que los acuerdos elaborados por el Banco de Pagos Internacionales en el llamado Protocolo de Basilea de marzo de 1975 resolverían la cuestión de la responsabilidad nacional en el caso de quiebra bancaria. Un nuevo problema apareció en 1982, cuando la filial luxemburguesa del Banco Ambrosiano de Milán tuvo que hacer frente al pago de 400 millones de dólares en pasivos a otros bancos europeos. El Banco de Italia se negó a cumplir con estos pasivos bajo el fundamento jurídico de que la

unidad de Luxemburgo del Banco Ambrosiano era una filial del banco de Milán, que se constituyó bajo la legislación de Luxemburgo y por lo que sus activos y pasivos eran distintos de los de la oficina principal del banco. Esto colocó al Protocolo de Basilea en una nube.

El marcado aumento en el precio del petróleo en 1973 y en 1979 condujo a un aumento en los ingresos de exportación de los países productores de petróleo y en sus tenencias de activos de reservas internacionales. Los ingresos de exportación de los países en desarrollo como grupo aumentaron considerablemente, y sus tasas de crecimiento subieron. Los préstamos bancarios a los países en desarrollo aumentaron.

La combinación del aumento de la producción de petróleo en el Mar del Norte y en México y otros países, y la disminución de la demanda a causa de la recesión mundial en la década de 1980 condujo a reducciones en los precios del petróleo.

A mediados de 1982, México y muchos de los pequeños países productores de petróleo se encontraban en dificultades financieras.

Los créditos en el marco de los acuerdos de intercambio se limitaron a los principales países industriales y no estaban disponibles para los países en desarrollo que dependían de los créditos del FMI cuando incurrieron en las crisis financieras. Pero dado que muchos de estos países tenían una fuerte aversión a las condiciones exigidas por el FMI, se trató de renegociar la deuda con los bancos acreedores. Era un poco kafkiano, a menudo estos bancos insistían en que los países en desarrollo debían obtener un sello de aprobación del FMI antes de que se refinanciaran los vencimientos de los préstamos. Cuando las condiciones financieras se agudizaron, un préstamo «puente» podía ayudar a los prestatarios durante el período de negociación.

El Banco de la Reserva Federal de Nueva

York concedió un préstamo puente de 1.000 millones de dólares americanos a México en 1982, y el Tesoro de los EE. UU. compró petróleo por valor de 1.000 millones de dólares, con pagos por cuenta corriente para la entrega futura a la Reserva Estratégica de Petróleo americana. Estos préstamos *ad hoc* permitieron a México salir del paso y evitar el incumplimiento. A los deudores les gustaba este sistema porque de lo contrario quedaban aislados de los mercados internacionales de capital durante una generación (si los indicios de la historia servían de guía) y porque querían más capital extranjero para mejorar sus tasas de crecimiento económico. A los acreedores les gustaban estas medidas porque de lo contrario los incumplimientos por parte de los prestatarios les obligarían a cancelar los préstamos y a reconocer grandes pérdidas. Mientras que por defecto en los períodos anteriores hubo menor preocupación por el sistema

de crédito de los países desarrollados, ya que afectaba a los bonos en manos de los individuos y no a los créditos concedidos por los bancos, el incumplimiento de la deuda del Tercer Mundo en la década de 1980 provocó serios problemas a los grandes bancos internacionales, porque podía generar dudas sobre la suficiencia de su capital.

Condicionalidad

La visión populista es que el FMI ha sido excesivamente restrictivo sobre la elección de las políticas monetarias y fiscales de los países emergentes. La mayoría de los prestamistas, tanto nacionales como internacionales, estipulan las condiciones de sus préstamos. Algunos analistas franceses estaban molestos por los requisitos establecidos por J. P. Morgan & Co. en su

préstamo de estabilización de 1924,[65] aunque la respuesta estándar es que los prestamistas cuentan con la obligación de sus depositantes que asegura que pueden devolver sus préstamos. Las condiciones francesas para los préstamos a Austria y a Alemania en 1931 eran de carácter político. Los préstamos americano y francés a Gran Bretaña en verano fueron considerados por el Partido Laborista como una conspiración de banqueros para crear una crisis financiera, puesto que los prestamistas pensaban que las recomendaciones del Comité Británico de Mayo para equilibrar el presupuesto y reducir las prestaciones por desempleo debían llevarse a cabo.

No se adjuntaron condiciones a los créditos concedidos en virtud de los canjes, aunque hubo «entendimiento». Cuando el Banco de Pagos Internacionales le hizo un préstamo a Hungría en una permuta, se supo que Hungría obtendría los

fondos para pagar el préstamo del acceso al crédito del FMI. Y se adjuntarían condiciones a dicho préstamo. Cuando un miembro del G-7 pide prestado al FMI, como hizo Gran Bretaña en 1976, se aplican condiciones.[66]

La crisis mexicana de 1994-1995

La crisis financiera mexicana de 1994 se inició con una revuelta campesina en enero y con el asesinato del candidato presidencial del partido político dominante. La afluencia de capital extranjero disminuyó drásticamente, y la capacidad del Banco de México para apoyar el peso mexicano en el mercado de divisas para financiar el déficit en cuenta corriente se agotó rápidamente.[67] En abril de 1994, Estados Unidos y Canadá vinieron al rescate, en gran parte

a causa de la «relación especial» a partir del Acta del Tratado Norteamericano de Libre Comercio de noviembre de 1993. Entre los dos realizaron una línea de crédito de 6.700 millones: Estados Unidos proporcionó 6.000 millones de dólares americanos, y Canadá 700 millones de dólares americanos. Los problemas de México continuaron. Hubo otro ataque contra el peso mexicano en diciembre de 1994, fuga de dinero de México y retirada de dinero de los inversionistas extranjeros desencantados, estadounidenses y de otros países. En enero de 1995, el Tesoro americano organizó un fondo de rescate de 50.000 millones de dólares que incluían 20.000 millones del Fondo de Estabilización Cambiaria de EE. UU., 18.000 millones del FMI, 10.000 millones de dólares de los bancos centrales europeos organizados por el BIS, y 2.000 millones de Canadá.[68] La cantidad resultó persuasiva. La salida de capitales se detuvo y el dinero comenzó

a fluir de regreso a México. Sólo 12.500 millones de la línea de crédito americana fueron retirados, y en el otoño de 1995 el reembolso se inició con la ayuda de préstamos de capital privado.

Quedan varias preguntas sobre la operación de rescate de México de 1994-1995. Una de ellas es si los préstamos concedidos en la década de 1980 llevaron a los mexicanos a creer que se verían favorecidos si se encontraban de nuevo en dificultades: la cuestión del riesgo moral. Otra es si las grandes cantidades de créditos crearon un precedente que podría conducir a problemas en el futuro. Por otra parte, ¿eso hizo que las autoridades financieras evitaran el contagio y que la crisis se extendiera a Brasil y a Argentina, como se extendió desde Austria en mayo de 1931?

Bagehot enunció la prescripción de que un prestamista de último recurso debe prestar libremente porque eso se deriva en límites bajos. Préstamos a una escala que parece superar

cualquier posible necesidad pueden ser vistos como préstamos libres.

La crisis de Asia Oriental de 1997

La crisis financiera de Asia Oriental, que comenzó en julio de 1997, envolvió a los prestamistas eufóricos de los países desarrollados interesados en diversificar sus carteras, y los prestamistas de países en desarrollo que querían aumentar sus inversiones y sus tasas de crecimiento y que fueron empujados por los países industriales para desregularizar sus mercados financieros. Otros factores incluyen el capitalismo amiguista de Indonesia, un gobierno débil en Tailandia, los enormes conglomerados (*chaebol*) de Corea del Sur, y muchos préstamos bancarios malos. El estado catatónico de la política

económica de Japón les privó del área de lo que había sido una fuente importante de demanda, y la expansión de la inversión directa japonesa en zonas de bajos salarios y de los préstamos bancarios japoneses contribuyeron al aumento en el déficit de cuenta corriente de estos países. Los bancos europeos también aumentaron sus préstamos. Las monedas de la mayoría de los países se habían sobrevalorizado en respuesta a estas entradas de dinero, y los países con grandes déficits en cuenta corriente y la sobrevalorización de la moneda son vulnerables a cualquier impacto que lleva a una disminución de los flujos de dinero.

Tabla 12.1. Compromisos de Financiación Oficiales (préstamos de último recurso) (miles de millones de dólares americanos).

País	FMI	Banco Asiático	Banco	Compromisos	T
-------------	------------	-----------------------	--------------	--------------------	----------

Mundial de bilaterales
Desarrollo

Tailandia	3,9	1,9	2,2	12,1	2
Indonesia	10,1	4,5	3,5	22,0 ^a	3
Corea del Sur	21,0	10,0	4,0	22,0	5
Total	35,0	16,4	9,7	56,1	11
Memo ítem					
México	17,8	1,5	1,3 ^b	21,0	5

^a Incluyendo el uso de una reserva para imprevistos de 5.000 millones en Indonesia.

^b Banco Interamericano de Desarrollo.

La devaluación del baht tailandés a principios de julio 1997 provocó un efecto contagio, y el flujo de dinero a otros países de Asia se desaceleró, y luego se invirtió. El presidente de Malasia, el doctor Mahathir, culpó a los especuladores extranjeros y, específicamente, a

George Soros, de Estados Unidos, que a su vez afirmó que no había efectuado venta corta de ringgits mientras Malasia construía los dos nuevos edificios más altos del mundo. Malasia no recurrió a los préstamos del FMI, sino que impuso controles a las salidas de los pagos de dinero e intereses a los acreedores extranjeros. Tailandia, Indonesia y Corea del Sur pidieron préstamos al FMI. Las cantidades, superiores a las de México en 1994-1995, se indican en la Tabla 12.1 del Banco de Pagos Internacionales.[69]

El informe del Banco de Pagos Internacionales señaló que los 50.000 millones de líneas de crédito para México tuvieron un «impacto psicológico en los mercados» y detuvo la erosión de la confianza nacional.[70] Estos compromisos de crédito también agotaron los fondos disponibles para las operaciones de rescate en el futuro. A finales de 1998, el Congreso de EE. UU. aprobó la propuesta de la Administración Clinton para

aumentar las cuotas y el capital del FMI. El FMI fue así capaz de ayudar a Brasil cuando necesitó ayuda.

El FMI no es un banco central y por lo tanto no puede crear dinero, sino que puede prestar el dinero que ha obtenido a partir de las suscripciones de capital de sus miembros y de sus propios préstamos.

Un banco central mundial sería un prestamista de último recurso más eficiente que el FMI, pero improbable. Fuera de la Unión Monetaria Europea, los países más grandes ven el tema y el control del dinero como un signo de la soberanía; en los Estados Unidos, estas funciones están contempladas en la Constitución.

Los Estados Unidos y el dólar

Estados Unidos tomó la delantera en la década de 1940, 1950, y 1960 en el establecimiento de nuevos mecanismos financieros internacionales: el FMI y el Banco Mundial, los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos, los Derechos Especiales de Giro, la red de intercambio, y las reservas de oro. Por otra parte, Estados Unidos tomó la iniciativa a finales de la década de 1980 en ayudar a los países en desarrollo a reducir el valor de sus préstamos a los grandes bancos internacionales, por lo que así podían ser solventes de nuevo. Y Estados Unidos tuvo un papel de liderazgo sobre países como México, Rusia y Corea del Sur en relación con los principales problemas de pagos internacionales.

Una de las mayores sorpresas en el comienzo de la década de 1980 fue el desarrollo de un déficit comercial persistente en EE. UU., después de cien años de superávit comercial. Ese déficit comercial persistente que comenzó alrededor de

1980 condujo a un cambio drástico en la posición financiera internacional norteamericana. En 1980, Estados Unidos fue el país más acreedor del mundo, su posición acreedora neta fue mayor que la posición combinada de todos los otros países acreedores netos. En el año 2000 Estados Unidos se había convertido en el mayor deudor del mundo, y su posición deudora neta era mayor que las posiciones de todos los demás deudores netos como grupo. La posición deudora neta de EE. UU. ha seguido aumentando.

Hay una analogía entre el déficit de pagos persistente de EE. UU. en los años 1950 y 1960 y el déficit comercial persistente de EE. UU. en los años 1980 y 1990 y posteriormente. El déficit de pagos de EE. UU. se desarrolló debido a que la demanda de activos de reservas internacionales por parte de otros países fue mayor que el aumento de la oferta de nuevos activos de reserva de fuentes externas a Estados Unidos. Estados Unidos

desarrolló un déficit comercial persistente debido a la demanda en otros países de títulos en dólares americanos y los activos reales de EE. UU.

A finales de la década de 1960 y a lo largo de la década de 1970, la disposición de las instituciones oficiales extranjeras para adquirir los activos de reserva disminuyeron, lo que podría reflejar, si las actuales indicaciones son correctas, la crisis de los últimos dos tercios de la década de 1990. EE. UU. también había sido la economía más exitosa durante la década de 1990, y algunos analistas económicos sugieren que gracias a la baja inflación, el bajo desempleo, el superávit presupuestario del gobierno y el progreso técnico había entrado en una «nueva era» en la que el ciclo económico se había apagado y las crisis financieras, con rápidas respuestas de la Reserva Federal frente a los problemas, se habían domesticado. Pero no todo era tan sólido. La prosperidad se basaba en el aumento del gasto de

los consumidores norteamericanos y en la disminución de la tasa de ahorro de los hogares, y después de 2002, en la burbuja del mercado inmobiliario. La deuda de las tarjetas de crédito alcanzó nuevas alturas. Lo mismo hicieron las quiebras del hogar. El incremento neto de endeudamiento internacional norteamericano podía plantear problemas si la confianza extranjera en el valor del dólar americano caía. Una fuerte advertencia —quizás exagerada— de un economista británico llevó por título «Siete procesos insostenibles», aunque el autor no estaba dispuesto a discutir y se limitó a decir que las crisis serían frecuentes en los próximos cinco a quince años.[71] Existe la posibilidad de que Estados Unidos y el dólar pierdan su posición en la «primacía económica y financiera mundial».[72]

Algunos politólogos tienen fe en lo que ellos llaman «regímenes», hábitos de cooperación

acumulados durante períodos de liderazgo (que a su vez llaman «hegemonía»).[73] Este tipo de cooperación funcionó muy bien en la década de 1980, especialmente en las iniciativas del secretario del Tesoro, James Baker, quien abandonó la política de negligencia benigna del valor del dólar y elaboró el Acuerdo del Plaza de septiembre de 1985 y el Acuerdo del Louvre de enero de 1987. Algunos observadores no tenían demasiada confianza en el sistema de reuniones de la Cumbre del G-7. Tenían dudas fuertes acerca de la ceremonia y la postura. Más adecuado para la elaboración de acuerdos efectivos era el G-5: Francia, Alemania, Japón, Gran Bretaña y Estados Unidos.

¿Puede el FMI y el Banco Mundial ofrecer una alternativa a la disminución del liderazgo de EE. UU.? Estas instituciones, establecidas en Bretton Woods no para ayudar a Estados Unidos sino para resolver los problemas de los demás,

trabajan lentamente, un problema en momentos de crisis puede requerir decisiones en horas, no en semanas. Además, sus fondos pueden ser demasiado escasos para hacer frente a las fuerzas del mercado cuando los mercados ya tienen el bocado entre los dientes, y necesitan de suplementos proporcionados por los bancos centrales del G-7. Éste es el caso especialmente si la moneda en dificultades es el dólar, más que el euro, la libra esterlina o el yen, en pequeños mercados financieros.

Aunque el dólar tuviera problemas, siguió siendo utilizado como una unidad mundial de cuenta, si bien cada vez menos como medio de intercambio, a falta de un sustituto adecuado. Japón y Alemania eran buenos seguidores de la iniciativa estadounidense, pero se abstuvieron de cuestionarla. Bajo la presidencia de De Gaulle, Francia desafió continuamente las políticas de EE. UU. y el dominio del dólar, aunque sin gran

éxito, y ahora está plenamente involucrada en los asuntos nacionales, europeos y otros internacionales. La Unión Europea puede crecer en fortaleza económica y financiera y hacerse cargo de la primacía económica mundial. Por el momento, sin embargo, el mundo depende del liderazgo de EE. UU. por falta de una alternativa mejor, pero Estados Unidos está frenando, preocupado por sus propios problemas políticos y económicos, y es reacio a pagar el costo de proveer los bienes públicos internacionales. Los regímenes de trabajo no sufren problemas en momentos de quietud, pero en tiempos de crisis se necesita algo más determinante que el liderazgo, y en los próximos años la probabilidad de escapar a las crisis económicas y financieras parece pequeña.

EL PÁNICO DE LEHMAN, UN CRAC EVITABLE

A mediados de septiembre de 2008, la quiebra de Lehman Brothers Holdings, el cuarto banco de inversión más grande de Estados Unidos, desencadenó el pánico financiero más grave en un siglo. Lehman había sido un comprador agresivo de valores relacionados con hipotecas, usando el dinero obtenido de préstamos a corto plazo; sus activos tenían treinta veces el valor de su capital. Lehman fue muy rentable durante los años de la burbuja debido a su alto nivel de apalancamiento y su postura agresiva hacia los riesgos. Las tasas de beneficios para los inversionistas (los propietarios

individuales, los promotores inmobiliarios, y las firmas financieras) que están fuertemente apalancados son muy altas, siempre y cuando los precios inmobiliarios aumenten. La paradoja es que el apalancamiento de algunos de estos inversores puede disminuir, incluso mientras aumenta su endeudamiento, ya que su patrimonio neto aumenta de manera aún más rápida.

Las primeras manías examinadas en este libro se produjeron hace casi 400 años, y muchas de las manías y pánicos tuvieron lugar hace más de cien años. La crisis de 2008 tuvo lugar en «tiempo real» —justo cuando se estaba preparando la sexta edición de este libro.

Cuando implosiona una burbuja, los participantes en el mercado más vulnerables son aquellos que se han expandido más rápidamente y que tienen el mayor apalancamiento. Cuando los precios inmobiliarios se redujeron en el verano de 2008, Lehman se vio sujeto a dos corridas

bancarias; los inversores y fondos de inversión vendieron sus acciones, tanto aquellas de las que eran propietarios como las que podían pedir prestadas, y los propietarios de pagarés (IOU) de Lehman se mostraron reacios a renovar sus préstamos a la empresa a medida que vencían. Ambos grupos se mostraron preocupados por el hecho de que Lehman parecía lento en la obtención de capital para contrarrestar la disminución de su valor neto por la caída en el valor de sus valores relacionados con hipotecas.

Con la quiebra de Lehman, los mercados de crédito se «congelaron» —la liquidez desapareció—. El volumen de operaciones se redujo drásticamente. Tuvo lugar la tradicional carrera para conseguir dinero en efectivo, que se produce cuando el entorno financiero de repente se vuelve muy incierto; las empresas que estaban en condiciones de ampliar el crédito, se mostraron extremadamente reacias a hacerlo debido a que

querían aumentar su liquidez y sus tenencias de dinero en efectivo, y las empresas como Lehman, que principalmente dependían de los fondos prestados a corto plazo para financiar sus activos, se vieron en una situación extremadamente difícil (y extraordinariamente costosa) para volver a financiar sus pagarés (IOU) con vencimiento. La prima de riesgo incorporada en la estructura de los tipos de interés se disparó; las tasas de interés en el mercado interbancario aumentaron en un factor de 30 a 40 en relación con las tasas de interés de los bonos del Tesoro estadounidense, y las tasas de interés de los bonos de alto riesgo aumentaron con respecto a los bonos del Tesoro estadounidense.

Para el gobierno de los Estados Unidos el problema de las políticas fue familiar —debían adoptarse nuevas medidas para restaurar la liquidez o en su lugar el gobierno debía continuar con un enfoque de no intervención, a pesar de que

los precios de los activos se reducirían aún más, más instituciones financieras quebrarían, y la recesión sería fuerte y tal vez prolongada—. Finalmente, los mercados se estabilizarían; se suponía que la próxima crisis sería menos grave porque los prestamistas serían mucho más cautos. Por el contrario, si el gobierno intervenía para estabilizar los mercados de crédito, la desaceleración económica sería moderada, pero la próxima crisis podría ser más grave porque los prestamistas y los inversores llegarían a la conclusión de que serían «rescatados» —sea lo que sea que signifique eso.

La burbuja de los precios de la vivienda de Estados Unidos

Las burbujas son el resultado del crecimiento

del crédito que resulta demasiado alto para ser sostenible; cuando el crecimiento del crédito se desacelera, algunos precios de los activos comienzan a declinar. Estados Unidos llegó a su máximo precio de la vivienda a finales de 2006. Entre 2002 y 2006, el valor de mercado de los bienes inmuebles residenciales de los Estados Unidos había aumentado de 16 billones a 23 billones de dólares, o del 110 % del PIB de Estados Unidos al 150 % del PIB de Estados Unidos —que fue el 15 % mayor en 2006 que en 2002—. El fuerte aumento de los precios de la propiedad fue resultado de la disponibilidad de crédito hipotecario y llevó a un auge en la construcción de nuevas casas y apartamentos de condominio; la cantidad de viviendas privadas nuevas era un tercio más grande que el número asociado con el crecimiento de la población y la sustitución de los hogares destruidos por los incendios, las tormentas, y la construcción de

autopistas.

El aumento del crédito disponible para las hipotecas se vio facilitado por la titulización, que había comenzado en la década de 1970 y se refería inicialmente al depósito de las hipotecas con atributos similares en términos de madurez en un fideicomiso, esencialmente su propia corporación, y a continuación, a la emisión de títulos nuevos (obligaciones con garantía hipotecaria o CMO), que fueron las reclamaciones sobre los ingresos por intereses del fideicomiso. La titulización se aceleró después del 2000; la segunda ronda involucró la división de grupos de CMO en cuatro o cinco tramos diferentes que diferían en términos de si tenían como prioridad primera, última o intermedia los ingresos de intereses de las CMO. Los tramos con la primera prioridad de los ingresos de intereses de la CMO fueron colocados en un fideicomiso, los tramos con la segunda prioridad de los ingresos por intereses fueron

colocados en un fideicomiso en segundo lugar, y así sucesivamente. Los inversionistas conservadores podían comprar los CDO (obligaciones de deuda garantizadas) que tenían la primera opción a los ingresos por intereses, ya que eran los menos riesgosos, mientras que los inversores que querían un mayor rendimiento podían comprar los que tenían menor prioridad a los ingresos por intereses de las CMO —y, por lo tanto, eran más riesgosos.

A priori parecía que las CDO que reclamaban primero el ingreso de las CMO serían menos arriesgadas que las CMO, mientras que las CDO que reclamaban sus ingresos en último lugar eran más arriesgadas. De alguna manera las agencias de calificación crediticia a partir de sus modelos, llegaron a la conclusión de que incluso las CDO que reclamaban en último lugar el ingreso de los CDO eran, sin embargo, menos riesgosas que la CMO. Este resultado parecía contra-intuitivo, y

después de la caída del mercado hipotecario, parecía que las agencias de calificación crediticia se habían basado en información sobre el grado de riesgo de los CDO que les había sido suministrada por los bancos de inversión que estaban ansiosos por satisfacer la demanda de los inversores de poder obtener valores que ofrecían altas tasas de beneficios y que, no obstante, no eran considerados como especialmente arriesgados. La demanda por cambiar cuatro pesetas por un duro nunca acaba.

Una de las consecuencias de la titulización fue que la cantidad de dinero disponible para las hipotecas aumentó debido a que estos valores relacionados con hipotecas eran más líquidos que las hipotecas individuales y, en consecuencia, las tasas de interés de las hipotecas eran menores. El aumento de la oferta de dinero disponible para las hipotecas significó que algunos prestatarios que tenían un historial de crédito poco atractivo

reunieran los requisitos para obtener hipotecas porque «el dinero estaba allí». Además hubo una innovación sustancial tanto sobre los pagos iniciales requeridos a los compradores de viviendas como sobre los pagos de intereses de hipotecas —había hipotecas con tasas ajustables o ARM e hipotecas con pago de sólo el interés, e hipotecas con amortización negativa (parte del pago de intereses que estaba programado que el prestatario debía hacer al prestamista se añadía al principal de la hipoteca)—. Además, muchas de estas hipotecas tenían «tipos de interés engatusador» —las tasas de interés que estaba programado que los prestatarios hicieran en los primeros dos o tres años eran excepcionalmente bajas y luego se incrementarían en dos o tres puntos porcentuales—. Estas innovaciones en términos de hipotecas estaban motivadas por el hecho de que la demanda de valores relacionados con hipotecas era significativamente mayor que la

oferta de préstamos de prestatarios solventes — típica de los últimos años de un ciclo de crédito expansivo.

Otra consecuencia de la titulización fue «la profundización del sistema financiero», la oferta de títulos relacionados con hipotecas aumentó más de dos veces más rápido que la oferta de hipotecas. Durante este proceso de profundización, los bancos de inversión llevaron grandes inventarios de hipotecas y de valores relacionados con hipotecas en sus «procesos de desarrollo de producción y distribución» mientras esperaban vender a los inversores; algunos de estos procesos duraban seis meses. Los bancos de inversión cargaban con el riesgo de crédito que estaba atado a estos préstamos, siempre y cuando se encontraran en los procesos de desarrollo, aunque posiblemente algunos cubrían este riesgo. Algunos de los bancos de inversión «vendieron» algunos de estos valores relacionados con hipotecas a sus

afiliados cautivos si es que no podían venderlos fácilmente a inversores no relacionados.

La titulización de las hipotecas también dio lugar a una relación anónima entre los propietarios de viviendas prestamistas y los prestatarios hipotecarios que reemplazaron a la relación tradicional, en la que los prestatarios conocían a los prestamistas, ya que compartían el mismo barrio. La nueva relación fue una invitación al fraude en el proceso de tramitación de hipotecas; algunos de los fraudes se dieron por parte de los prestatarios, quienes proporcionaban información incompleta o engañosa sobre sus ingresos, sus activos y sus historiales crediticios (también conocidos como préstamos mentirosos). Algunos de los fraudes fueron cometidos por los corredores de hipoteca, que animaron a los propietarios a asumir deudas que eran extremadamente elevadas en relación con sus ingresos. Algunos corredores hipotecarios no estaban preocupados por la

capacidad de los prestatarios para pagar debido a que el riesgo de crédito se transferiría a los demás en la línea de procesos de distribución de crédito. El afán de las agencias de calificación crediticia de que les pidieran que proporcionaran su clasificación de los distintos valores relacionados con hipotecas «nubló» su objetividad. Por otra parte, este anonimato complicó los «arreglos de pago», cuando los prestatarios tuvieron problemas para hacer sus pagos mensuales.

En algún momento era inevitable que los auges en el sector inmobiliario en los Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, España y otros países se terminaran, que los precios de los inmuebles bajaran, que la construcción de nuevas viviendas cayera, y, probablemente de manera brusca, que las recesiones siguieran a todo ello. Hubo un desacuerdo considerable sobre los impactos de la recesión y la desaceleración de la construcción sobre los precios de la vivienda y en si el impulso

alcista se estancaría o si, en lugar de eso, los precios de los bienes raíces disminuirían. Muchos prestamistas eran de la opinión de que los precios inmobiliarios no disminuirían porque, bueno, «los precios de bienes raíces de Estados Unidos nunca antes se habían reducido a nivel nacional». (Una versión de los hechos incorrecta, ya que estos precios habían disminuido durante la Gran Depresión.) La mayor parte de las personas involucradas en el sector inmobiliario creyeron que no habría una reducción significativa en el precio de la vivienda. Un segundo grupo mucho más pequeño —los miembros de la «escuela de reversión a la media»— creían que los precios disminuirían hasta que se restableciera la relación tradicional del valor de mercado de bienes raíces en Estados Unidos al PIB estadounidense, con un margen del 10 % por encima o por debajo. Un tercer punto de vista era que los precios inmobiliarios disminuirían de un 10 a un 15 % por

debajo de esta relación tradicional debido a la oferta excesiva de viviendas que se había desarrollado durante los años de la burbuja; estos descensos por debajo de la línea de tendencia serían más pronunciados en aquellas regiones que tuvieran el mayor exceso de oferta.

La construcción de viviendas comenzó a disminuir hacia finales del 2006, lo que contribuyó a la desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB de los Estados Unidos. Sin embargo, la disminución del PIB de los Estados Unidos en 2007 y los primeros ocho meses de 2008 fue modesto. El número de personas empleadas alcanzó su punto máximo en diciembre de 2006, y a partir de entonces el número se redujo de forma continua, pero con modestia. Durante el primer semestre de 2008 pareció como si los Estados Unidos tuvieran una desaceleración gradual que se prolongaría hasta que el exceso de oferta de casas y apartamentos hubiera sido casi absorbido —y

que la desaceleración no sería especialmente grave—. A continuación, la quiebra de Lehman el 15 de septiembre provocó la crisis más grave desde la Gran Depresión.

La experiencia japonesa en la década de 1990 sugiere que la disminución de los precios de los activos no tiene por qué llevar a una crisis o pánico, a pesar de que la métrica del aumento en la proporción del valor neto de los hogares y el PIB en Japón era más de diez veces mayor que en los Estados Unidos —tanto los precios de las acciones como los precios inmobiliarios en Japón habían aumentado en un factor de cinco a seis, mientras que los precios de bienes raíces de Estados Unidos habían aumentado en un 40 %—. Aunque los bancos y la mayoría de las otras instituciones financieras en Japón tenían un patrimonio neto negativo en cualquier ajuste al mercado significativo, nunca hubo una corrida en ningún banco japonés importante, a pesar de los

niveles muy bajos de seguro de depósito —por lo menos en el sentido formal.

Japón fue diferente porque se «entendía» que los depositantes del banco no incurrirían en pérdidas, ni aunque cerrara una gran institución financiera. La tradición en Japón es que muchas pérdidas, que en los Estados Unidos y en otros países industriales occidentales caerían sobre los individuos, se socializan: las pérdidas son compensadas por el gobierno y en última instancia por los contribuyentes. En efecto, Japón tenía una cobertura del seguro de depósitos al 100 % y las instituciones japonesas eran «demasiado grandes para quebrar» a pesar de que los accionistas en muchos de estos bancos eventualmente perderían la mayor parte o la totalidad de su dinero. El primer grupo afectado por la caída de los precios de bienes raíces de Estados Unidos fue el de aquellos que habían comprado casas en 2005 y 2006, a menudo personas que compraban vivienda

por primera vez, que tenían historiales de crédito irregulares y que realizaban unos pagos iniciales modestos, si es que hacían alguno. Si estos prestatarios tenían dificultades para hacer sus pagos mensuales, venderían sus propiedades y pagarían su deuda hipotecaria —siempre y cuando los precios inmobiliarios siguieran aumentando.

El porcentaje de las hipotecas subprime dentro del total de préstamos hipotecarios aumentó del 6 o 7 % de las hipotecas totales en 2003 y 2004, al 20 % en 2005 y 2006. Muchas de estas hipotecas de alto riesgo requerían el pago de intereses muy bajos en los primeros años. Una vez que los precios de las propiedades empezaban a bajar, muchas de las personas que habían comprado propiedades con unos pagos iniciales mínimos acababan con «hipotecas al revés»: su deuda de préstamos era mayor que el valor de mercado de sus casas. Estos propietarios tenían entonces tres opciones: podían seguir haciendo los pagos

mensuales de la hipoteca, podían participar en una venta corta, es decir, podían vender la propiedad con la esperanza de que el prestamista les «perdonara» el exceso de la deuda sobre sus ingresos de las ventas o podían participar en dación en pago —devolver las llaves a los prestamistas y marcharse, dejando a los prestamistas con los costos y las cargas de la ejecución hipotecaria—. Cuanto mayor sea la disminución de precios de la vivienda, mayor será la disminución en el patrimonio neto de los propietarios de viviendas, y mayor será el número de préstamos hipotecarios que pasen a estar en situación irregular.

El segundo grupo afectado por la disminución de los precios de los inmuebles fueron los agentes de valores que compraban los préstamos hipotecarios a los dueños de las casas con la intención de venderlos a los bancos de inversión, que tenían entre doce y dieciocho meses para

devolver estas hipotecas de nuevo a los agentes si los prestatarios dejaban de hacer sus pagos mensuales. Algunos especialistas en hipotecas que habían extendido préstamos a prestatarios de alto riesgo quebraron en 2005, y muchos más lo hicieron en los últimos meses de 2006. El hecho de que estos agentes quebraran hizo que los bancos de inversión se quedaran con los créditos morosos que habían adquirido recientemente y que habrían devuelto a los agentes si éstos no se hubieran ido a la quiebra.

Los bancos de inversión fueron el tercer grupo afectado por los impagos de los dueños de las casas, y fueron afectados en formas que iban más allá de haberse quedado atrapados con las hipotecas de morosos que habían adquirido recientemente. Una vez que los precios inmobiliarios comenzaron a disminuir, se hizo mucho más difícil vender valores relacionados con hipotecas, ya que eran mucho más difíciles de

valorar. A medida que iban aumentando los impagos de las hipotecas, los bancos de inversión registraron pérdidas en sus tenencias de decenas de miles de millones de hipotecas y valores relacionados con hipotecas, incluyendo algunas obligaciones hipotecarias garantizadas (CMO) y las obligaciones de deuda garantizadas (CDO) que no habían podido vender.

Una vez que un banco de inversión vendía embargos de valores relacionados con hipotecas, sus precios se reducían drásticamente. La convención del «ajuste a precio de mercado» era que las empresas que poseían valores idénticos tenían que valorarlos al precio reciente de mercado. Había una inmensa anomalía en el hecho de que los precios de mercado de estos títulos fueran mucho más bajos que los precios basados en sus flujos de caja actuales y futuros.

Posteriormente, los bancos comerciales que habían adquirido hipotecas significativas en

algunos estados fueron a la quiebra debido a las grandes pérdidas. La Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC por sus siglas en inglés) cerró los bancos que tuvieron pérdidas excepcionalmente grandes en relación con su capital; sus depósitos fueron vendidos a los bancos que tenían una posición de capital segura. Cerca de 200 bancos comerciales habían fracasado a finales de 2009. El dinero que había recaudado la FDIC de la prima de seguro que habían pagado los bancos se utilizó para asegurar que ningún depositante incurriera en una pérdida. Las reservas que se habían acumulado a partir de estos pagos de las primas se estaban agotando a un ritmo rápido.

La FDIC tenía una línea de crédito del Tesoro de los Estados Unidos de 500.000 millones de dólares; rara vez había retirado dinero de esta línea. Si esta línea se agotaba, el Congreso casi con total seguridad votaría a favor de otorgar más

fondos a la FDIC. En previsión de que las pérdidas serían mayores que sus pagos de la prima, la FDIC quería que los bancos efectuaran pagos de las primas por adelantado.

Varios de los fondos de cobertura administrados por Bear Stearns fracasaron en marzo de 2007; estos fondos tenían valores atados a hipotecas y estaban extensamente apalancados. Luego, a mediados de agosto, Countrywide Financial, el mayor prestamista hipotecario de Estados Unidos, tuvo un problema de liquidez: la empresa había tratado de aumentar rápidamente su participación en el mercado nacional de hipotecas, apoyándose sobre el dinero prestado en el mercado de papel comercial para financiar aproximadamente un tercio de las hipotecas que habían adquirido. Countrywide fue incapaz de renovar sus préstamos de papel comercial a medida que maduraban, e inicialmente sacó dinero de las líneas de crédito que tenía con los bancos

comerciales. A continuación, Countrywide vendió una nueva emisión de acciones preferentes a Bank of America, y unas semanas más tarde el Bank of America compró Countrywide. Casi al mismo tiempo, Northern Rock, el mayor prestamista hipotecario de Gran Bretaña, comenzó a pedir préstamos al Banco de Inglaterra, ya que tampoco fue capaz de volver a financiar sus pagarés (IOU) en papel comercial a medida que maduraban.

La doctrina Bagehot y los bancos insolventes

La doctrina Bagehot, discutida en el capítulo 11, decía que un banco central debería prestar libremente —pero a una tasa de interés de penalización— para anticiparse a la posibilidad de que una crisis de liquidez se convirtiera en una crisis de solvencia porque un banco comercial vendería activos para conseguir el dinero en efectivo necesario para cumplir las exigencias de los depositantes que quisieran su dinero. Los precios de estos activos disminuirían, y tal vez algunos de los bancos que

anteriormente habían estado bien capitalizados entonces podrían no tener el capital suficiente ya que el valor de los activos en su cartera habría caído.

La extensión de crédito del banco central a un banco que tiene escasez de liquidez es un «rescate» de sus accionistas; de otra forma, este banco se vería forzado a cerrar y sus accionistas perderían todo su dinero.

Lo más probable es que Bagehot hubiese aconsejado en contra de la extensión de ayuda financiera a un banco insolvente. Asumamos, sin embargo, que el banco Alpha Bank —o Lehman o el banco Royal Bank of Scotland— sea insolvente. ¿Debería el gobierno proveer asistencia financiera para asegurar que Alpha Bank continúe operando aunque su activo neto sea negativo —como hizo el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos con Fannie Mae y Freddie Mac—? Si el Alpha Bank se va a la quiebra, el procedimiento legal es que sus activos se vendan para conseguir el dinero para satisfacer a sus acreedores, los precios de esos activos bajarían y entonces algunas instituciones anteriormente solventes acabarían con muy poco capital.

La lógica que Bagehot utilizó para justificar por qué un banco central debería proveer crédito a un

banco sin liquidez solvente también justifica el motivo por el que el gobierno debería proveer asistencia financiera a un banco insolvente. Ambos argumentos se centran en los impactos del fracaso de una institución financiera sobre la solvencia de otras empresas financieras.

A principios del 2008, Bear Sterns, el sexto banco de inversiones más grande de los Estados Unidos, se vio sujeto a dos corridas bancarias, una sobre el precio de sus acciones por inversionistas que pensaron que la empresa podría irse a la quiebra y otra por los portadores de sus pagarés (IOU) a corto plazo, que estaban reacios a renovar sus préstamos a Bear. Bear fue adquirido por JP Morgan Chase, pero sólo después de que la Reserva Federal hubiese acordado que aceptaría 29.000 millones de pérdidas sobre algunos de los «desperdicios tóxicos» en la cartera de Bear. Después, durante la primera semana de septiembre, el Departamento del Tesoro de los

Estados Unidos asumió el control sobre Fannie Mae y Freddie Mac en lo que anunciaron sería una intervención. Se estimó que el costo que le supondría al Departamento del Tesoro de Estados Unidos sería de al menos 100.000 millones y tal vez de 200.000 millones para recapitalizar cada una de esas empresas.

En septiembre del 2008, Washington Mutual (WaMu), que era uno de los prestamistas hipotecarios más grandes y de más rápido crecimiento, fue sujeto a una corrida bancaria. La Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC por sus siglas en inglés) intervino y separó al banco de su sociedad matriz. El banco fue vendido a JP Morgan Chase sin que el FDIC tuviera que asumir coste alguno.

La posición financiera de Lehman Brothers era más que conocida, cosa que hizo difícil que la firma pudiera obtener más capital; los inversores potenciales no tenían forma de valorar muchos de

sus activos y, por ende, tampoco podían valorar la cantidad de capital que la empresa necesitaba. El gobierno de los Estados Unidos intentó facilitar la venta de Lehman a otras instituciones financieras —pero su declaración fue que el dinero del gobierno de Estados Unidos no estaría involucrado—. El secretario del Tesoro de los Estados Unidos posteriormente dijo que el acuerdo de vender Lehman al banco Barclay's Bank había sido prevenido por las autoridades financieras de Londres, quienes estaban preocupados de que el gobierno británico podría encontrarse en la necesidad de rescatar a Barclay's en el caso de que las pérdidas de Lehman y su necesidad de capital hubiesen sido infravaloradas.

Un día después del fracaso de Lehman, el gobierno de Estados Unidos intervino para prevenir el colapso de AIG, en aquel entonces la empresa de seguros más grande del mundo. AIG vendió cientos de miles de millones de dólares en

seguros de impago de deuda (CDS), en esencia una póliza de seguros para los compradores de bonos donde no incurrirían en pérdidas si las empresas que emitieron los bonos incumplían en sus pagos. Muchos de estos CDS fueron comprados por las empresas dueñas de los bonos. Algunos fueron comprados por terceros, que no tenían ningún interés directo asegurable; desde su punto de vista, la prima requerida para comprar un seguro de impago de deuda era baja en relación con los beneficios si el prestatario incumplía en sus pagos.

La historia financiera hubiese sido diferente si Lehman Bros no hubiera fracasado. Los oficiales del gobierno de Estados Unidos dijeron que no tenían la autoridad para prevenir el fracaso de Lehman —que no podían apoyar una institución que estaba en quiebra—. Eso puede que fuese cierto, pero tal vez podrían haber buscado algún tipo de arreglo temporal hasta que tuvieran la autoridad de hacerlo. Y muchos en el gobierno

estaban preocupados de que prevenir el fracaso de Lehman significaría que habría muchos más Bear Stearns, Lehman y Countrywide que estarían al borde del abismo en la próxima crisis financiera del 2015 o 2020.

«Demasiado grande para fracasar», los costos y la maldición del cliché

La implosión de toda burbuja inmobiliaria lleva al fracaso a un Lehman o a un Northern Rock, normalmente a una de las empresas que más rápido se había expandido durante los años de la burbuja.

El debate tradicional es entre los que creen que el gobierno no debe intervenir para salvar a empresas con problemas financieros; aquellos que promueven esta opinión creen que si los precios de los activos bajan de manera suficientemente

brusca, con el tiempo los mercados se estabilizarán y los inversores que estaban al margen de la situación comprarían entonces las instituciones que habían perdido la mayoría de su capital. Aquellos que apoyan esta opinión suscriben la posición de riesgo moral de que la próxima crisis financiera será aún más severa porque los prestamistas creerán que serán rescatados.

La contraposición a esta opinión es que cada una de estas crisis es diferente, y que el coste económico de no estabilizar el sistema es severo. Además, la posición de riesgo moral no distingue entre intervención gubernamental para estabilizar una sola empresa en riesgo de fracaso, y la intervención para estabilizar a un grupo de empresas cuando implosiona una burbuja inmobiliaria. ¿Es el fracaso o casi fracaso el resultado de decisiones administrativas incorrectas cuando el ambiente económico está

estable? En este caso, el fracaso es idiosincrático y refleja los problemas de administración. Por otro lado, si un gran número de instituciones financieras están en peligro a más o menos el mismo tiempo, los fracasos son sistemáticos y son el resultado de un cambio dramático en el ambiente financiero, y lo que se podría llamar caritativamente el mal manejo de la economía por parte de las autoridades monetarias.

Hay dos respuestas a la opinión de que el dinero público no debería utilizarse para estabilizar el sistema financiero. Una es que los costos en términos de desempleo, de empresas fracasadas y del aumento del endeudamiento gubernamental son altos. La segunda es que a la larga el gobierno cambiará su política haciendo un esfuerzo para estabilizar el sistema, y que hubiese resultado menos costoso si el gobierno hubiese intervenido más temprano en la crisis.

Si el gobierno decide intervenir para

estabilizar el sistema financiero antes de que los precios inmobiliarios se hayan reducido a sus niveles de equilibrio a largo plazo, entonces puede haber necesidad de llevar a cabo una serie de inyecciones de dinero del gobierno, a medida que la disminución de los precios de la propiedad conduce a la disminución progresiva en el capital del banco. Si por el contrario la intervención se demora demasiado, entonces la recesión de la economía llevará a los bancos a incurrir en pérdidas significativas sobre los préstamos. El saber cuándo intervenir es una especie de arte.

Tradicionalmente, los bancos tomaban prestado a corto plazo y prestaban a largo plazo — uno de los riesgos que adquirieron fue que las tasas de interés a corto plazo podían aumentar de manera significativa con respecto a las tasas de interés a largo plazo, y el otro era el riesgo de liquidez que los depositantes podían retirar su dinero y que sus acreedores podrían mostrarse

reacios a comprar más de sus pagarés (IOU) a medida que éstos iban venciendo. Se esperaba que los depositantes y los acreedores pondrían disciplina a las prácticas crediticias de los bancos.

La Corporación Federal de Seguro de Depósitos fue fundada en 1934 para reducir las corridas bancarias por los propietarios de pequeños depósitos que estaban preocupados de que podrían perder su dinero si su banco quebraba. En efecto, el gobierno de los Estados Unidos les proporcionó a estos depositantes una garantía contra la pérdida de su dinero si los bancos quebraban. Inicialmente, el límite máximo de los depósitos asegurados fue de 2.500 dólares, cifra que se elevó rápidamente a 5.000, y luego a 10.000 dólares en 1950, 20.000 en 1969, y 100.000 dólares en 1980. Las personas podían eludir fácilmente este límite máximo mediante la creación de cuentas en el mismo banco bajo los

nombres de distintos miembros de la familia y combinaciones diferentes de miembros de la familia, y abriendo cuentas en bancos diferentes. En efecto el seguro de depósitos era ilimitado a cualquiera que quisiera romper una gran cantidad de dinero en unidades de 100.000 dólares.

La innovación institucional del seguro de depósitos elimina la «disciplina» que los pequeños depositantes podrían imponer a los bancos, basada en la amenaza de que podrían correr a buscar su dinero, lo que significaría que los gerentes de los bancos serían supercautelosos; la creencia era que estos pequeños depositantes son poco sofisticados, y que serían de gatillo fácil. No había necesidad de asegurar los grandes depósitos porque se creía que sus propietarios eran sofisticados, y mucho menos propensos a desencadenar una corrida bancaria.

El problema práctico que implicaba la decisión de «salvar a Lehman» era cuál de las

partes interesadas en la empresa evitaría las pérdidas si la asistencia del gobierno conseguía que la empresa evitara la quiebra. Lehman era significativamente más grande que Bear. Lehman no era un banco comercial, y por lo tanto estaba regulado por la Comisión de Bolsa y Valores y no por la Reserva Federal, aunque después del rescate de Bear, la Reserva Federal había abierto su ventanilla de descuento a los bancos de inversión.

Una interpretación de «demasiado grande para fracasar» es que un banco tambaleante es tan grande que no hay otra institución que cuente con suficiente exceso de capital para adquirir la empresa, aunque Bear hubiera sido comprada por Morgan; de ahí que el gobierno debe proporcionar asistencia financiera a cualquiera de las cinco a diez empresas muy grandes debido a que su desaparición tendría consecuencias costosas tanto para los competidores como para la economía.

Una de las preocupaciones implícitas en el cliché de «demasiado grande para fracasar» es que los que tienen interés por el banco se benefician del proverbial «duro por cuatro pesetas» porque están protegidos contra las pérdidas en las que sus homólogos de las empresas más pequeñas habrían incurrido al quebrar. La mayor quiebra bancaria antes de la crisis de 2008 fue la de Continental Illinois Bank en 1984, que en aquel entonces era el séptimo banco más grande de Estados Unidos. Continental Illinois había incurrido en grandes pérdidas de préstamos, cuando el precio del petróleo se redujo drásticamente. Continental difería de la mayoría de los otros bancos, ya que tenía una base de depósitos nacional relativamente pequeña. En 1982 se había producido una corrida bancaria sobre Continental Illinois, pero había sido contenida; en 1984 la corrida comenzó tras un informe en el que se reflejaban unas ganancias muy débiles y se desencadenó en sus mercados

extraterritoriales. Inicialmente el banco consiguió un préstamo de la Reserva Federal, y luego fue rescatado por la FDIC.

Los propietarios de las acciones ordinarias de Continental Illinois perdieron todo su dinero y sus acciones acabaron teniendo un valor prácticamente nulo. Los altos ejecutivos y altos directivos perdieron sus posiciones y una gran parte de su patrimonio personal que fue invertido en acciones del banco —y sus reputaciones profesionales se vieron afectadas en gran medida—. Se acortaron las carreras profesionales de muchos directores que actuaban como banqueros. Los directores de Continental Illinois se fueron, avergonzados públicamente, y la mayor parte de ellos perdió dinero, ya que tenían acciones en la empresa.

¿Quién, entonces, fue «rescatado»? Los propietarios de los depósitos asegurados no incurrieron en pérdidas debido a la garantía de la FDIC —pero a estos depositantes se les habían

cobrado unas primas por los seguros de depósitos —. Los propietarios de los depósitos no asegurados también evitaron pérdidas, ya que retiraron casi todo su dinero antes de que el Continental Illinois fuera absorbido por la FDIC. Los propietarios de las obligaciones subordinadas que habían sido expedidas por la sociedad matriz del banco para el Continental Illinois fueron rescatados. (Existe un acuerdo general de que la FDIC cometió un error al ofrecer dinero para que los propietarios de los bonos emitidos por la sociedad matriz del banco no incurrieran en pérdidas.)

Para todos los propósitos prácticos, el Continental Illinois fracasó aunque siguiera operando. Es de suponer que la única manera de asegurarse de que los depositantes no asegurados recibieran un descuento habría sido cerrar el banco mientras todavía estuviera líquido.

Comparemos los costos y los beneficios de

«salvar a Lehman» con los costos y beneficios de «dejar que Lehman desapareciera». En agosto y septiembre de 2008, el secretario del Tesoro alentó a otras firmas financieras a que adquirieran Lehman, que invirtieran en Lehman, o que desarrollaran un acuerdo de cooperación con el que adquirieran algunos de los activos dudosos que Lehman tenía en propiedad —pero estaba totalmente en contra de proporcionarle a Lehman cualquier asistencia financiera del gobierno de los Estados Unidos porque no quería ser conocido como el «Sr. Rescate».

Hay varios modelos diferentes de cómo se podría haber salvado a Lehman. Uno de ellos era la compra de Bear por parte de Morgan; se habría encontrado un comprador para Lehman después de que la Reserva Federal acordó la adquisición de 40, 50 o 60 mil millones de dólares de sus valores relacionados con hipotecas que se creían más sensibles a impago. Los propietarios de las

acciones de Lehman recibirían un pago simbólico de 1 o 2 dólares por acción de la empresa compradora. A algunos de los altos ejecutivos de Lehman se les darían posiciones en la empresa compradora, a la mayoría no. Los propietarios de los préstamos (IOU) a corto plazo de Lehman estarían cubiertos y tal vez los dueños de sus bonos tendrían su dinero cubierto como los de Fannie y Freddie; de otra forma estos dueños de bonos podrían haber recibido una cantidad descontada. El nombre de Lehman desaparecería del mercado. El coste financiero para la Reserva Federal podría haber sido de 50.000, 60.000 o 70.000 millones de dólares, que se habrían utilizado para comprar los activos tóxicos, pero estos valores habrían tenido algún valor después de que la economía se estabilizara.

Un segundo modelo es el proporcionado por la inversión del Departamento del Tesoro de Estados Unidos en los bancos Citibank y Bank of America

con dinero del Troubled Assets Relief Program (Programa de Alivio de Activos Problemáticos o TARP por sus siglas en inglés); el gobierno de los Estados Unidos podría comprar 60 u 80 millones de nuevas acciones en Lehman a 1 dólar por acción —la cantidad necesaria para recapitalizar la empresa—. El coste financiero inmediato sería la cantidad que el Tesoro tendría que poner en la mesa para adquirir estas acciones.

Un tercer modelo es el proporcionado por la toma de control de Fannie Mae y Freddie Mac por parte del Tesoro de los Estados Unidos; Lehman también sería intervenido y el Tesoro de los Estados Unidos pasaría a ser su propietario. El Tesoro de los Estados Unidos prestaría dinero a Lehman. En algún momento, este préstamo se convertiría en acciones de nueva emisión, y más adelante, después de la crisis, estas acciones se venderían al público. La cantidad que el Tesoro tendría que invertir sería determinada por el

tamaño del «agujero» en la estructura de capital de Lehman.

Estimar el coste que habría supuesto para el gobierno de los Estados Unidos salvar a Lehman es conjetural e implica la valoración de sus hipotecas y de los valores relacionados con sus hipotecas en el período posterior a la crisis. (Durante la crisis, los valores de mercado de estos títulos serían altamente inciertos, y casi con seguridad estarían muy por debajo de su valor intrínseco, sobre la base de los flujos de efectivo en un ambiente estable.) Antes de su desaparición, Lehman tenía un patrimonio neto de 30 mil millones de dólares, y un apalancamiento de treinta años, por lo que sus activos estaban alrededor de 900.000 millones de dólares y sus pasivos en unos 870.000 millones de dólares. Si sus pérdidas crediticias eran tres veces su capital, entonces el coste para el Tesoro de Estados Unidos habría sido de 60.000 mil millones de

dólares.

A medida que Lehman se fue acercando a la bancarrota, era «dos empresas»; una empresa seguía generando ganancias operativas de 10.000 millones a 15.000 millones de dólares al año, mientras que la otra empresa tenía un capital negativo como consecuencia de la caída masiva en el valor de las hipotecas y de los valores relacionados con hipotecas que tenía. Una de las ventajas de la utilización de fondos públicos para recapitalizar la empresa es que el banco bueno podría seguir generando 10.000 millones o 15.000 millones de dólares de beneficios anuales de su comercio y de sus actividades de inversión, mientras que el banco malo contendría la mayor parte o la totalidad del papel hipotecario de baja calidad. La ventaja del segundo y del tercer enfoque es que el gobierno de Estados Unidos se beneficiaría de los ingresos de explotación de Lehman, cosa que compensaría parte de las

pérdidas.

El «coste adicional» —siempre señalado por aquellos preocupados por el argumento del riesgo moral— es que la próxima crisis sería más severa debido a que Lehman habría sido «rescatado». Independientemente del enfoque adoptado para evitar la quiebra de Lehman, los accionistas de Lehman hubieran sido aniquilados, los altos ejecutivos hubieran sido sustituidos y habrían perdido gran parte de su riqueza personal, y sus directores habrían sido humillados por su incapacidad para proteger a los accionistas. Dos grupos de interesados se habrían beneficiado si Lehman no hubiera fracasado —uno estaba formado por los empleados, tal vez algunos de los cuales tenían bonos, y el otro estaba formado por las contrapartes y los propietarios de bonos de Lehman.

AIG —una de las compañías de seguros más grandes del mundo— también estaba

experimentando una corrida al tiempo que se hacían esfuerzos para evitar la quiebra de Lehman. AIG había vendido miles de millones de seguros de impago de deuda (credit default swaps o CDS por sus siglas en inglés). En efecto AIG adquirió el riesgo de crédito de estos bonos a cambio de los ingresos por primas; los compradores de seguros de impago de deuda pensaron que las primas que se pagaban eran modestas en relación con el riesgo de crédito. La corrida sobre AIG fue como una corrida casi idéntica a la de Lehman, ya que AIG tendría que reembolsar a aquellos que habían comprado estos seguros para protegerse contra pérdidas en sus tenencias de bonos de Lehman cuando las empresas se declararan en quiebra.

La cuestión es determinar cómo se habría desarrollado la crisis si se hubiera salvado a Lehman. Hay cierta probabilidad de que la corrida podría haber sido desviada a otras empresas, tal

vez Merrill Lynch o Morgan Stanley. Una posibilidad es que esa corrida sobre AIG hubiera continuado, quizás con menor rapidez. Otra posibilidad es que el gobierno de los Estados Unidos hubiera dado a conocer en el momento en el que Lehman había sido rescatado que estaba preparado para ayudar a las grandes empresas que tenían problemas de liquidez, o que habían agotado su capital —que era esencialmente la política que se adoptó cuando AIG fue rescatada. Los términos de los «rescates» habrían incluido que los accionistas comunes y preferentes habrían perdido todo su dinero y que se habría sustituido a los altos cargos y a los directivos.

Si no se hubiera rescatado a AIG, entonces es muy probable que otras firmas financieras hubieran estado sujetas a corridas. Los precios de los activos se habrían reducido, y otras firmas financieras hubieran fracasado. Los prestamistas serían extremadamente cuidadosos en la toma de

nuevos préstamos, y en la renovación de créditos con vencimiento. La recesión en Estados habría sido mucho más intensa, y la economía estadounidense podría haber caído en la trampa de la deuda-deflación.

Por lo tanto las cantidades necesarias para salvar a Lehman —según la hipótesis— hubieran sido de 50.000 millones o de 100.000 millones de dólares, que habría sido el desembolso económico realizado por el Tesoro de los Estados Unidos menos cualquier recuperación y el costo incremental de la crisis financiera en el futuro debido a que los prestamistas se habrían dado cuenta de que había una mayor probabilidad de que iban a ser rescatados si seguían una estrategia de inversión más riesgosa; el coste adicional sería el coste de rescatar a otras grandes instituciones financieras que habían invertido de manera demasiado agresiva.

Este costo debe ser ajustado por los gastos

adicionales en los que el Tesoro de los Estados Unidos y la Reserva Federal incurrieron cuando intervinieron para salvar a AIG, Citibank, Bank of America, y a veinte o treinta otras empresas. Estimar esta cantidad es muy difícil —las corridas sobre instituciones individuales continuarían hasta que no quedara absolutamente ninguna duda de que ninguna institución quebraría por falta de liquidez—. El Departamento del Tesoro de los Estados Unidos invirtió más de 400.000 millones de dólares en otras instituciones financieras, y los datos sugieren que prácticamente todo este dinero será recuperado. (La inversión de dinero del TARP en GM y Chrysler es otro tema.)

El impacto inmediato que tuvo la decisión de no salvar a Lehman fue un ataque de pánico y una caída. Algunos de los costes de no haber salvado a Lehman se pueden estimar en términos de aumento del desempleo, la disminución del PIB de los Estados Unidos, y el aumento en el déficit fiscal

del gobierno de los Estados Unidos. En los primeros ocho meses de 2008, hubo un promedio de cuarenta mil empleos menos al mes; en los seis meses después de la quiebra de Lehman las cifras aumentaron a 600 mil empleos menos al mes.

El fenómeno que más llamó la atención fue el aumento de las tasas de interés sobre los activos de riesgo —sobre la tasa LIBOR en relación con los bonos del Tesoro estadounidense—. Aquellos bancos que tenían bastante dinero en efectivo ya no confiaban en la solvencia de los bancos que habían incurrido en grandes pérdidas de préstamos, que luego tuvieron que vender activos y reducir su tamaño; acumulaban dinero en efectivo. Aquellos bancos que estaban en una posición débil en cuanto a dinero en efectivo luego se vieron obligados a recaudar dinero de otras maneras y a reducir sus activos.

Los costos principales de no haber salvado a Lehman son aquellos asociados con la disminución

progresiva en PIB de los Estados Unidos, debido a la subida de las tasas de interés. En agosto de 2008, la Oficina de Presupuesto del Congreso proyectó que el déficit fiscal de Estados Unidos sería de 450.000 millones de dólares en el ejercicio 2009; seis meses más tarde, la proyección era de 1,5 billones de dólares, que era diez o quince veces mayor que la estimación más alta de los costos de ahorro de Lehman. La mayor parte del aumento en el déficit fiscal proyectado se debió a la fuerte caída de la actividad económica debido a la drástica reducción de la disposición a prestar, y porque los hogares y las empresas se resguardaron —a medida que el empleo se iba reduciendo drásticamente, el gasto se reducía— las personas tenían menos confianza en sus puestos de trabajo.

«Demasiado grande para fracasar» y el riesgo

moral

Un número significativo de grandes instituciones financieras habían fracasado antes de la corrida sobre Lehman; el gobierno de Estados Unidos había intervenido tanto con Bear Stearns como con Fannie Mae y Freddie Mac. ¿Por qué Lehman era diferente?

Los bancos, los corredores de hipotecas, las compañías de seguros y las otras instituciones financieras se pueden colocar en uno de los cuatro grupos en función de cómo les fue en la crisis de 2008. Un grupo está formado por aquellas empresas que cerraron sus negocios porque perdieron todo, o prácticamente todo su capital; los accionistas de estas empresas perdieron todo su dinero y estas empresas han desaparecido del mercado. Este grupo incluye a Indy Mac, Washington Mutual y Lehman Brothers. Cerca de 300 empresas de banca hipotecaria fracasaron.

Cerca de 200 de los bancos comerciales fueron cerrados por la Corporación Federal de Seguro de Depósitos. CIT se incluye en este grupo. Los altos ejecutivos perdieron sus puestos, y una gran parte de su fortuna personal, las carreras de muchos de estos individuos se acortó. Las juntas directivas de estas empresas fueron desacreditadas.

Un segundo grupo comprende aquellas empresas que incurrieron en pérdidas tan grandes que fueron adquiridas por otras empresas mejor capitalizadas, ya fuera con o sin asistencia financiera del gobierno de los Estados Unidos. Countrywide Financial se encontraba en este grupo, al igual que el banco Wachovia Bank y Bear Stearns. Merrill Lynch se encontraba en este grupo. Estas empresas desaparecieron del mercado y sus accionistas perdieron la mayor parte de su dinero, pero no todo. Del mismo modo la mayoría de los altos ejecutivos de estas empresas perdieron sus puestos, y sus carreras

fueron truncadas. En algunos casos, sin embargo, los altos funcionarios aún consiguieron marcharse con decenas de millones de dólares.

El tercer grupo incluye a las empresas que probablemente se habrían visto obligadas a cerrar sus puertas si no hubieran recibido la ayuda del Tesoro de los Estados Unidos o de la Reserva Federal. AIG, Citibank y Bank of America están en este grupo. También algunos de los bancos regionales. Los precios de las acciones de estas empresas se redujeron en un 80 a un 90 %; a pesar de esto, los precios aumentaron posteriormente, una vez que el gobierno de los Estados Unidos se convirtió en un accionista significativo, y la probabilidad de que las empresas quebraran disminuyó considerablemente.

El cuarto grupo está formado por las empresas que no tomaron ningún tipo de fondo del Tesoro de los Estados Unidos, o que tomaron esos fondos porque habían recibido instrucciones de Paulson,

el secretario de Estado, a pesar de que no querían el dinero del gobierno de los Estados Unidos. JP Morgan Chase está en este grupo, al igual que Goldman Sachs, ambos pertenecientes a lo que habían sido los bancos de inversión de más alto nivel de Estados Unidos. Varias de las empresas de este grupo fueron capaces de obtener financiación en los mercados privados; Morgan Stanley vendió nuevas acciones a Mitsubishi Bank.

¿Por qué la quiebra de Lehman llevó al pánico sin precedentes en los mercados de crédito? Una teoría es que las iniciativas del gobierno de Estados Unidos para evitar la quiebra de Bear Stearns y, posteriormente, de Freddie y Fannie, seguidas por la falta de voluntad para comprometer el dinero del gobierno para salvar a Lehman, significó que no parecía existir una política estatal coherente hacia la prestación de asistencia financiera a las grandes instituciones debilitadas. Si dos puntos determinan una línea,

entonces las medidas adoptadas por el gobierno de los Estados Unidos para hacer frente al problema de Bear y el problema de Freddie y Fannie estableció la política. Pero entonces la «política» fue invertida por no haber salvado a Lehman. Y si bien las iniciativas hacia la AIG representaban una nueva revocación de las medidas adoptadas, los participantes del mercado se vieron sacudidos por la inconstancia del enfoque del gobierno de los Estados Unidos.

¿Ajustes para todos?

Los principales interesados que se han beneficiado del uso de dinero del gobierno para estabilizar los bancos y otras instituciones financieras han sido los dueños de bonos y otras contrapartes, los acreedores no asegurados, y los altos directivos. Si estas empresas se hubieran ido a la quiebra como Lehman, los dueños de bonos hubieran recibido un ajuste y dependiendo de la severidad de las pérdidas, podrían haber perdido 30 o

50 % de su dinero. Los contratos de trabajo de los altos directivos ya no serían vinculantes si las empresas se iban a la quiebra, y los que esperaban grandes cantidades por su éxito en el mercado se encontrarían con que no eran más que otro grupo de acreedores no garantizados.

Si los dueños de bonos estuvieran sujetos a pérdidas si la empresa cerrara, entonces muchos venderían sus bonos en previsión de estas pérdidas. Las tasas de interés de estos bonos se incrementarían considerablemente, y los bancos no podrían vender nuevos bonos cuando los bonos existentes maduraran. Los bancos se verían obligados a reducir sus activos. Del mismo modo las entidades de contrapartida se mostrarían reacias a volver a financiar las posiciones existentes. La probabilidad de que se produjeran pérdidas en estos grupos podría provocar corridas.

Una teoría es que los instrumentos de deuda deben ser diseñados de modo que los dueños de bonos incurran en pérdidas si las empresas quiebran; y que después se ejerza una mayor disciplina sobre los altos directivos a fin de que sean más prudentes a la hora de llevar a cabo inversiones de riesgo. Tal vez. Las agencias de calificación crediticia ya evalúan el grado de riesgo de los bonos, y no es

obvio que el prospecto de ajustes pueda inducir a los inversores a ser más cautos al comprar los bonos de los bancos.

El costo oculto de una disciplina demasiado rígida es que los banqueros serían unos prestamistas extremadamente prudentes, y muchos proyectos valiosos tendrían dificultades para obtener financiación.

En principio el reto es asegurar que a las grandes empresas se les permita irse a la quiebra cuando las causas del fracaso son idiosincrásicas de una o dos instituciones en un entorno financiero estable. Cuando los fracasos son de carácter sistémico e involucran a un gran número de instituciones, el problema de la política es diferente; el fracaso tiene muchas más externalidades costosas. El capital de las instituciones financieras como grupo disminuye, y puede que haya una cantidad demasiado baja de capital en relación con los pasivos de estas instituciones. O bien los valores de los activos se reducirán hasta que la relación de los activos bancarios de capital bancario se encuentren en un nivel satisfactorio, o el gobierno deberá proporcionar inversiones financieras a los bancos. El quid de la cuestión es que el valor del capital del banco es muy sensible a los cambios en los precios

de los activos.

Supongamos que no hubiera habido ningún programa de rescate —ni dinero del TARP, ni inversiones de la Reserva Federal, y así sucesivamente. Entonces, otros bancos que habían dependido de dinero prestado a corto plazo para llevar activos de largo plazo habrían quebrado. Otros bancos que hubieran sido conservadores en sus políticas crediticias se habrían encontrado con grandes pérdidas de préstamos debido a que la recesión habría sido mucho más grave.

Demos un salto al 2020 o al 2025, el momento aproximado del próximo período importante de rápida expansión del crédito. Cuántos de los altos ejecutivos de las principales empresas financieras de Estados Unidos en ese momento echarán la mirada atrás, a la intervención del gobierno en la crisis de 2008, y llegarán a la conclusión de que pueden darse el lujo de asumir mayores riesgos en

la asignación del crédito debido a que muchas grandes instituciones financieras habían sido «rescatadas».

Estos ejecutivos observarían que los precios de las acciones y el valor de mercado de las empresas financieras, como grupo, había disminuido en un 90 % o más. Observarían que los altos ejecutivos de la mayor parte de estas instituciones fueron reemplazados, y que los consejeros también perdieron sus puestos. Se darían cuenta de que muchos directivos perdieron sus carreras.

La industria bancaria de inversión estadounidense había sido diezmada, y una empresa dominante había sobrevivido; otra de las grandes empresas tuvo que vender alrededor de un 20 % de sus acciones a una empresa japonesa.

El «Demasiado grande para fracasar» es un cliché pegadizo. Pero el lema esconde más de lo que revela. Y debido a la reticencia de los

funcionarios del gobierno a proporcionar ayuda financiera a Lehman para que la empresa evitara la bancarrota aunque sus accionistas perdieran todo su dinero, un ajuste del mercado provocó la crisis más severa en cien años.

LAS LECCIONES DE LA HISTORIA

Los últimos 400 años han estado llenos de crisis financieras, que a menudo siguieron a aumentos de las provisiones de crédito, a un mayor optimismo de los inversores, y a un crecimiento económico más rápido. Más y más personas compraron valores y activos para extraer beneficios a corto plazo de los aumentos en sus precios. Los precios de los activos aumentaron. La riqueza de los hogares creció, y con ella aumentó el gasto en consumo. Las empresas de negocios se volvieron más optimistas e invirtieron más. Le siguió el auge económico y luego aumentó la euforia. Se incrementó el suministro de crédito

dirigido a las burbujas de los precios de los bienes inmuebles y de las acciones, cuyos precios eran demasiado altos para ser sostenibles a largo plazo.

La singularidad de los últimos cuarenta años es que ha habido cuatro olas de crisis financiera; cada ola fue precedida por una ola de burbujas de crédito en la que participaron tres, cuatro, o en algunos episodios ocho o diez países. La similitud de los incrementos en los precios de los activos en muchos países al mismo tiempo sugiere una causa común. El patrón ha sido que los aumentos en los flujos de dinero a los países por lo general han provocado el aumento del valor de sus monedas y el incremento de los precios de sus bonos, acciones y bienes raíces.

La probabilidad de que estas cuatro olas de burbujas fueran independientes y sin relación es baja. En lugar de ello, parece plausible que exista una relación sistemática entre varias de estas olas

sucesivas, y que los flujos de dinero asociados a la implosión de una ola de burbujas contribuyan a la ola siguiente.

Los aumentos en el suministro de crédito, en general suelen tener su origen en los bancos. Sin embargo, los compradores de tulipanes durante la «Tulipmanía» holandesa de la década de 1630 podían pagar los precios cada vez más altos debido solamente a que los vendedores les proporcionaban crédito. Como los precios de los tulipanes subían, la exuberancia racional se transformó en una exuberancia irracional, la economía holandesa experimentó un auge, y luego, cuando se desplomaron los precios de los tulipanes, se desaceleró la tasa de crecimiento. Tanto la Burbuja de los Mares del Sur en Londres como la burbuja del Mississippi en París en 1720 fueron resultado de un rápido aumento en el suministro de crédito de los bancos de reciente creación. La coincidencia de estas dos burbujas

refleja que las innovaciones financieras en Londres fueron imitadas en París.

La «madre de todas las burbujas», en Tokio en la segunda mitad de la década de 1980, fue resultado del rápido crecimiento en la oferta de crédito y de la flexibilización de las regulaciones que habían limitado los préstamos bancarios para la compra de bienes raíces. Cuando los precios inmobiliarios comenzaron a aumentar entre un 20 y un 30 % en un año, hubo un incremento en la demanda de bienes raíces, ya que los beneficios anticipados de los nuevos aumentos en los precios de los edificios de apartamentos, de oficinas y de los terrenos eran mucho más altos que los rendimientos en otros sectores de la economía. Los bienes raíces fueron la garantía para los préstamos bancarios; a medida que subían los precios, el valor de la garantía era mayor, y la oferta de crédito para la compra de bienes inmuebles aumentó en respuesta al aumento de la demanda.

Las burbujas en los mercados inmobiliarios en Estados Unidos, Gran Bretaña, España, Irlanda e Islandia, que comenzó alrededor de 2002 como resultado de los aumentos en los flujos de dinero a cada uno de estos países, llevó a un aumento en el suministro de crédito para las compras de casas y propiedades comerciales. Los aumentos en los flujos de dinero a estos países en general, llevaron a los valores más altos de sus monedas.

El aumento de los precios de los activos en Estados Unidos, Gran Bretaña, México, Islandia y otros países durante cada una de estas olas fueron una parte integral del proceso de ajuste inducido por los flujos de dinero, que requirió de un correspondiente aumento de las importaciones netas de bienes. Los altos precios de los activos llevaron a un aumento en la riqueza familiar y a un mayor gasto tanto en bienes nacionales como extranjeros.

Las crisis financieras se desarrollaron cuando

algunos prestatarios ya no fueron capaces de pagar los intereses de su deuda pendiente. Las crisis en los siglos XVIII y XIX, a menudo iban seguidas de un fuerte descenso de los precios, que mermaba la capacidad de los agricultores de pagar los intereses de los préstamos que les habían permitido la compra de semillas y bienes raíces. En otras ocasiones, la crisis se desarrollaba en respuesta a la fuerte disminución en el precio de las acciones. Por lo general, las crisis son poco frecuentes, ocurren alrededor de una vez por generación: Estados Unidos sufrió una crisis en 1907, y luego otra muy severa en la década de 1930; sin embargo, en la primera mitad del siglo XIX se produjo una crisis casi cada diez años. Cuatro olas de crisis en los treinta años transcurridos desde la década de 1980, cada una con tres, cuatro o más países, son realmente excepcionales.

La burbuja de los precios de las acciones de

EE. UU. en la década de 1920 siguió a un auge económico que resultó de la subida de la producción de automóviles y de la ampliación de carreteras, la electrificación de millones de hogares, y la rápida expansión de la telefonía; hubo un notable aumento de optimismo inversor. Los precios de las acciones se multiplicaron por tres entre 1927 y 1929, en parte porque la Reserva Federal daba créditos con más facilidad para reducir la probabilidad de que el aumento de la productividad condujera a una disminución en el nivel de precios. Los precios inmobiliarios tendían a aumentar, aunque no tan rápidamente como los precios de las acciones.

El aumento en las tasas de interés de los valores en dólares de EE. UU. en 1928 condujo a una reducción de las compras estadounidenses de bonos extranjeros y a complicar la capacidad de los bancos centrales de Europa y de América Latina para mantener las paridades de sus

monedas, porque no tenían dinero para financiar su déficit comercial. Una serie de crisis monetarias seguidas en la década de 1930; inicialmente la presión iba dirigida a los chelines austríacos. La depreciación del chelín provocó un efecto contagio, lo que derivó en presiones especulativas dirigidas al marco alemán y poco después a la libra esterlina, y luego al dólar americano. Después del establecimiento de un nuevo precio en dólares para el oro, a 35 dólares, la presión especulativa se dirigió a las monedas de los países del «bloque del oro», el franco francés, el franco suizo, la lira italiana y el florín holandés, cuya convertibilidad en oro fue suspendida en 1936.

Entre 1940 y la década de 1970 apenas hubo crisis de divisas, ya que los inversores eran cada vez más escépticos acerca de que los gobiernos incurrieran en los costos requeridos para mantener las paridades de sus monedas, que se habían establecido al final de la Segunda Guerra Mundial.

Los patrones de producción y comercio habían sido interrumpidos por la destrucción masiva de las fábricas y de las infraestructuras durante la guerra. Muchos países europeos devaluaron sus monedas en septiembre de 1949 para un ajuste más rápido del aumento de sus niveles de precios que en el nivel de precios de EE. UU. durante y después de la Segunda Guerra Mundial. El franco francés fue devaluado en un 10 % en 1959. La libra británica fue objeto de presiones especulativas en 1964, y se devaluó en el otoño de 1967. El marco alemán se revaluó en 1969 y el franco francés se devaluó más o menos al mismo tiempo. Entonces, la presión especulativa fue dirigida hacia el dólar americano; los inversionistas previeron que o las monedas de otros países industrializados se revaluarían o se apreciarían, o que el precio en dólares americanos del oro se incrementaría.

La mayoría de las crisis monetarias en los

años 1950 y 1960 fueron el prelude de las devaluaciones de las monedas de un 10 a un 20 %; ninguna se asoció a una crisis bancaria. Las presiones especulativas no dieron lugar a cambios demasiado grandes en los valores de las monedas en relación con los valores proyectados de las diferencias en las tasas de inflación.

Lo singular del período transcurrido desde la década de 1980 es que casi todas las crisis bancarias han ido asociadas a las crisis monetarias. La principal excepción es que la crisis financiera de Japón en la primera mitad de la década de 1990 no se asoció a una crisis sobre el valor del yen. Otra excepción es que la crisis bancaria en Irlanda en 2008 y 2009 no se asoció a una crisis monetaria, ya que Irlanda era un miembro de la Unión Monetaria Europea. La crisis financiera que implicaba la deuda del gobierno griego en la primavera de 2010 se centró en la capacidad del gobierno griego para reducir su

déficit fiscal y hacer sus pagos de servicio de la deuda de manera oportuna, y por lo tanto era una crisis de crédito; sin embargo, el euro se depreció debido a que algunos inversionistas estaban preocupados por su viabilidad.

Las olas de flujos transfronterizos de capitales que comenzaron en la década de 1970 eran demasiado grandes para ser soportadas, ya que la deuda externa de los países aumentó mucho más rápidamente que su PIB. Cuando los flujos de dinero a estos países disminuyeron, sus monedas se depreciaron. A menudo, las depreciaciones fueron extremadamente fuertes, ya que los inversores trataron de sacar el dinero de los países que anteriormente habían recibido dinero del extranjero.

La coincidencia de las olas de la banca y de las crisis monetarias desde principios de 1980 refleja que el dinero fluye a distintos países conducidos a la apreciación de sus monedas, y

contribuye al aumento de los precios de sus activos. El crédito interno a menudo se expandió a un ritmo rápido, ya que la apreciación de sus monedas disminuía las presiones inflacionarias en el mercado de bienes y permitía a los bancos centrales continuar sus políticas expansivas.

Cuando los flujos de dinero a los países se ralentizaron y sus monedas se depreciaron, algunos de los prestatarios de estos países vendieron los activos por miedo, porque no podían obtener el dinero para pagar los intereses por préstamos de más dinero. Sus ventas bajaron los precios de los activos. Además, la reducción de los flujos de dinero llevó a un aumento en las tasas de interés, lo que contribuyó a la disminución de los precios de los bienes raíces y de las acciones. Los hogares y las empresas que tenían préstamos en dólares americanos, francos suizos, o alguna otra moneda extranjera, a menudo se declararon en quiebra debido a la depreciación de sus monedas,

conduciendo a grandes pérdidas en la revalorización de sus préstamos extranjeros. Las quiebras de los bancos —la crisis financiera— fueron seguidas por las grandes pérdidas sufridas por las empresas y por los individuos ampliamente endeudados; el valor de las garantías prometidas a los bancos se redujo considerablemente con respecto al valor de los préstamos.

Las crisis financieras internas se han vuelto menos frecuentes en los últimos cien años después de que los bancos centrales se establecieran para actuar como prestamistas de último recurso, capaces y dispuestos a ofrecer dinero a los bancos en respuesta a la fuerte disminución de la demanda de los inversores por los activos especulativos.

La característica de las crisis del siglo XX fue que los bancos centrales a menudo tenían que elegir entre si debían dar prioridad al mantenimiento del valor de sus monedas, o en su lugar dar prioridad a la estabilidad financiera

nacional. Inicialmente, muchos bancos centrales aumentaron las tasas de interés para convencer a los inversores de que tenían un compromiso inquebrantable con sus paridades; las mayores tasas de interés llevaron a menudo a fuertes caídas en los precios de los activos y de la actividad económica. Entonces los bancos centrales cambiaron sus prioridades. El efecto contagio en la década de 1930 fue provocado por la mala alineación inicial de las monedas y los niveles de precios; la secuencia de las crisis cambiarias refleja que los inversores estaban preocupados de que los bancos centrales no mantuvieran su paridad después de que uno de sus principales socios comerciales hubiera devaluado. Entonces, cada banco central concluyó que los costes de mantener su paridad eran demasiado altos en términos de quiebras de empresas y desempleo.

El efecto de contagio de la década de 1990 fue provocado por la fuerte depreciación del baht

tailandés; los inversores se dieron cuenta de que el dinero que fluía a los vecinos de Tailandia y a otros países de mercados emergentes se reduciría drásticamente y que los bancos centrales de estos países ya no podrían apoyar sus monedas, porque el dinero se derivaría de estos países a la espera de las depreciaciones subsiguientes. Inmediatamente, la presión especulativa pasó a una o varias monedas que aún conservaban sus valores previos a la crisis.

Esta secuencia de descensos en los valores de las monedas, tanto en la década de 1930 como luego en la segunda mitad de la década de 1990, lleva a la cuestión de si un prestamista internacional de último recurso habría permitido a los países evitar el ciclo de deflación-devaluación. Los prestamistas nacionales de último recurso pueden proporcionar abundante crédito para reducir la probabilidad de que las crisis de liquidez deriven en crisis de solvencia.

El problema, tanto en los años 1930 como en la década de 1990, fue que las monedas no estaban alineadas apropiadamente con los niveles de precios nacionales, y que una vez un país devaluaba o permitía que su moneda se depreciara, la presión especulativa era desviada a las monedas de sus socios comerciales.

La pregunta contrafactual es si en el aumento de la oferta de activos de reservas internacionales en la década de 1920, cuando la posible escasez de oro fue reconocida por primera vez, se obviaron algunos de los cambios en el valor de la moneda en el período de entreguerras. Los niveles de precios nacionales aumentaron mucho más rápidamente en algunos países que en otros durante y después de la Primera Guerra Mundial, con el resultado de que los valores de las monedas no se ajustaron a los niveles de precios. Un mayor volumen de activos de reservas internacionales habría hecho posible que el ajuste de los valores

de las divisas se produjera durante un período más largo. Pero ni un mayor volumen de activos de reservas internacionales, ni un prestamista internacional de último recurso habrían evitado la necesidad del ajuste de los valores de las monedas. Sin embargo, un volumen más grande — o tal vez un volumen muchísimo más grande— podría haber reducido la frecuencia y severidad de los ataques especulativos.

Durante el periodo de entreguerras, los bancos centrales se comprometieron a vincular sus monedas al oro, en un principio en sus paridades anteriores a la guerra, mientras que el punto de vista general desde la década de 1970 es que las monedas deben flotar, aunque los bancos centrales de algunos países de Asia han intervenido extensamente para limitar la apreciación de sus monedas.

La gran variabilidad de los precios de los activos y de los valores de las monedas y del

número y la gravedad de las crisis bancarias desde principios de 1980 sugieren que las lecciones del período de entreguerras han sido pasadas por alto, si es que siquiera se recordaron. Una de las lecciones es que los movimientos transfronterizos de dinero a menudo distorsionan la competitividad nacional a corto y medio plazo, de tres, cuatro o más años. Otra fue que los valores de las monedas a largo plazo se «sobrevalorizaban» y «subvalorizaban» a menos que los bancos centrales se comprometieran ya sea a las paridades de sus monedas o a limitar la variabilidad de los valores de las divisas. Una tercera es que algunos países manipulaban los valores de sus monedas para obtener ventajas competitivas en el mercado de bienes, a menos que se vieran limitados por acuerdos o normas internacionales. La «subvalorización permanente» es una forma de proteccionismo sobre la moneda e invita a las respuestas críticas de sus socios

comerciales.

Las tres décadas desde el decenio de 1980 han sido las más tumultuosas en la historia monetaria en cuanto al número, alcance y gravedad de las crisis financieras. Los sistemas bancarios nacionales se desplomaron más que en cualquier otro período comparable anterior, las pérdidas de préstamos de los bancos de Japón, Suecia, Noruega, Finlandia, Tailandia, Malasia, Indonesia, México (dos veces), Brasil, Argentina, Estados Unidos, Gran Bretaña, Islandia e Irlanda fueron del 10 al 50 % de sus activos. En algunos países, los costos de los contribuyentes para cumplir con las garantías gubernamentales implícitas y explícitas sobre los depósitos bancarios y otros pasivos bancarios ascendían al 15 y al 20 % de su PIB. Las pérdidas de préstamos en muchos países eran mucho mayores que las de Estados Unidos en la Gran Depresión de la década de 1930.

En ocasiones, la quiebra de un banco es

específicamente empresarial; el Franklin National Bank de Nueva York y luego el Herstatt AG de Colonia perdieron las grandes apuestas que habían hecho con los cambios en el valor de la moneda. Sin embargo, la mayoría de las quiebras bancarias desde principios de 1980 han sido eventos sistémicos que han ocurrido en oleadas y en los que han participado un gran número de prestamistas de los diferentes países, debido a los cambios dramáticos en el ambiente financiero internacional. En algunos episodios, prácticamente todos los bancos de un país han quebrado. Por lo general, estos países experimentaron fuertes caídas en los valores de bienes raíces después de períodos en los que estos precios habían aumentado rápidamente.

El patrón dominante, evidente en México, Argentina, Tailandia, Malasia, Rusia y en muchos otros países, es que las crisis bancarias y monetarias se presentaban juntas. Estas crisis

siguen a períodos en que el dinero fluye a estos países conduciendo a aumentos en el valor de sus monedas y en los precios de los activos nacionales. A menudo, las fuertes depreciaciones subsiguientes de las monedas al mismo tiempo llevaron a crisis deflacionarias mientras las tasas de interés subían, y a crisis inflacionarias cuando los precios de los bienes negociables remontaban.

A principios de la década de 1980 muchos bancos en Texas, Oklahoma y Luisiana quebraron cuando los precios del petróleo descendieron marcadamente, mientras los bancos pequeños de Iowa, Kansas y otros estados del sector agrícola del Medio Oeste también caían debido a los fuertes descensos en los precios de los cereales que llevaron a porcentaje aún mayor de disminución en el valor real de las fincas agrícolas. La quiebra de estos prestamistas fue resultado de la reversión de la política monetaria de EE. UU. en el otoño de 1979 y la consiguiente

disminución fuerte de las tasas previstas de inflación de EE. UU. y mundiales. Varias instituciones de ahorro americanas quebraron en la década de 1980 cuando subieron las tasas de interés a corto plazo. Muchos bancos de Tailandia, Corea del Sur e Indonesia quebraron en la crisis financiera asiática; a finales de 1990, poco después de la debacle financiera de Rusia, Long-Term Capital Management, el mayor fondo de cobertura de EE. UU., se derrumbó, y habría quebrado si la Reserva Federal no hubiera ordenado a sus mayores acreedores que invirtieran capital en la empresa.

El rango de movimiento en los valores de la moneda desde principios de 1970 ha sido mucho mayor que en cualquier período anterior. Además, este rango era mucho mayor de lo que habían propuesto los defensores de la moneda flotante; creían que permitir que los valores de las monedas se ajustaran a las diferencias en las tasas de

inflación nacional y a otras calamidades era preferible a forzar el ajuste de las economías nacionales a fin de que las paridades establecidas pudieran mantenerse. Estas grandes oscilaciones en el valor de la moneda inicialmente se atribuyeron a la falta de familiaridad de los participantes en el mercado con tipos de cambio flotante. Entonces, los grandes cambios en el valor de la moneda derivan de que los retrasos inherentes antes de la entrega de bienes comerciables podrían aumentar en respuesta a los cambios en la relación entre los precios internos y externos y los costes.

Además, el ámbito de la sobrevalorización y subvalorización del valor de la moneda fue mucho mayor que en cualquier período anterior. Así, la apreciación del marco alemán y del yen japonés a finales de 1970 fue mayor que los aumentos pronosticados basados en el exceso de la tasa de inflación de EE. UU. sobre las tasas de inflación

de Alemania y de Japón. Luego, en la década de 1980, las dos monedas se depreciaron fuertemente, aunque la tasa de inflación de EE. UU. siguió siendo mayor que sus propias tasas de inflación. A finales de 1990 las tasas de inflación europeas y norteamericanas eran similares, pero el euro de reciente creación —el sucesor del marco alemán, el franco francés, la lira italiana y las monedas de los países que ingresaron en la Unión Monetaria Europea— se depreció un 30 % después de su creación a principios de 1999.

La sobrevalorización y la subvalorización son una parte integral del proceso de ajuste en respuesta a los movimientos transfronterizos de dinero cuando las monedas son flotantes. Los cambios en el movimiento transfronterizo de dinero deben ir acompañados de los correspondientes cambios en la circulación transfronteriza de bienes y de las balanzas comerciales. Los países que experimentan grandes

flujos de dinero desarrollan un mayor déficit comercial, que resulta del aumento del gasto de consumo atribuible a mayores niveles de riqueza y a la apreciación de sus monedas.

Los aumentos en los flujos de dinero a los países son como el aumento de los ahorros disponibles en estos países, que se pueden ajustar por el aumento equivalente en consumo de los hogares, la inversión empresarial, y un mayor déficit del gobierno. Las cuentas de consumo de los hogares oscilan entre el 60 y el 70 % del PIB en la mayoría de los países; como resultado, la mayoría de los aumentos de flujos de dinero implican un aumento en el consumo de los hogares, o lo que es lo mismo, la reducción del ahorro de los hogares. El aumento de la disponibilidad de ahorro externo sube los precios de los activos y genera más gasto de consumo y por lo tanto disminuye el ahorro interno.

Las grandes oscilaciones en los valores de las

monedas son resultado de la reversión en la dirección de los flujos transfronterizos de capitales. Los aumentos en los flujos de dinero a los países a menudo conducen a la apreciación real del 20 o 30 %, y por lo tanto, a la sobrevalorización. Entonces, cuando se da el impacto y el dinero sale de los países, estas monedas pueden depreciarse en un 40 o un 50 %. Por lo tanto, los flujos de dinero inicial a varios países y los retrocesos inevitables dan lugar a burbujas en los valores de la moneda.

Los aumentos en los flujos de dinero a los países a menudo derivaron de una innovación institucional, incluyendo la relajación de las regulaciones financieras. Estos movimientos podían haber sido reforzados porque las apreciaciones de las monedas aumentaron las tasas previstas de rentabilidad de los inversores que estaban dispuestos a incurrir en riesgos transfronterizos. Sin embargo, como grupo, estos

inversores no tuvieron en cuenta el final del juego, y que el hecho de que las monedas se depreciaran con el tiempo sería porque el endeudamiento de los prestatarios había aumentado demasiado rápido.

Así, las crisis financieras derivaron de la reversión en el patrón de los flujos transfronterizos de dinero después de uno, dos o más años en los que estos flujos se incrementaron rápidamente. Cuando los movimientos transfronterizos de dinero disminuyeron, algunos de los que habían pedido prestado para financiar las compras de bienes raíces o acciones o algunos otros bienes se convirtieron en vendedores por miedo, ya que tenían que pagar los intereses de su deuda. Los valores del peso mexicano, el cruzeiro brasileño, el peso argentino y las monedas de muchos países en desarrollo se desplomaron a principios de 1980 cuando los flujos de dinero disminuyeron bruscamente. La depreciación de estas monedas

provocó la pérdida de revalorización de las empresas que tenían pasivos en dólares americanos. Cuando estas empresas se declararon en quiebra, los bancos de estos países sufrieron grandes pérdidas de préstamos.

El ámbito de la sobrevalorización y subvalorización de las monedas de los países con mercados emergentes ha sido aún mayor que la de los países industrializados. El peso mexicano perdió casi la mitad de su valor durante la transición presidencial de ese país a finales de 1994 y principios de 1995. Los valores de baht tailandés, el ringgit malasio, la rupia indonesia y el won surcoreano se redujeron de un 50 a un 70 % en los últimos seis meses de 1997. El rublo ruso se depreció fuertemente en agosto de 1998. El peso argentino perdió más de dos tercios de su valor en enero de 2001.

Hubo más olas de crédito y burbujas de precios de los activos entre 1970 y 2010 que en

cualquier otro período comparable. La primera ola implicó aumentos de los préstamos bancarios a los gobiernos y a las empresas propiedad del gobierno de México, Brasil, Argentina y otros países en desarrollo en la década de 1970; su deuda externa aumentó de 125.000 millones a 800.000 millones de dólares americanos. Entonces los precios de los bienes raíces y los precios de las acciones en Japón aumentaron más de cinco veces en la década de 1980; la riqueza de los hogares aumentó, y floreció la economía. Finlandia, Noruega y Suecia también experimentaron burbujas en los mercados de bienes raíces y en sus mercados de valores más o menos al mismo tiempo. La tercera ola implicó burbujas en los mercados de bienes raíces y acciones en Tailandia, Malasia, Indonesia y varios países vecinos del sudeste asiático en la primera mitad de la década de 1990; en la mayoría de estos países, las burbujas en bienes raíces engendraron burbujas en las acciones porque muchas de las

empresas que cotizaban en las bolsas de valores poseían grandes cantidades de bienes. La riqueza del mercado de valores norteamericano se duplicó en la década de 1990 y los valores de mercado de las acciones de las empresas de la industria tecnológica, de la información y de Internet se multiplicaron por cuatro. La cuarta ola implicó grandes aumentos en el valor de mercado de bienes raíces en los Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, España, Islandia y Sudáfrica a partir de 2002.

Una de las características de cada una de estas olas de burbujas es que el endeudamiento de un grupo grande —a veces gobiernos, con mayor frecuencia inversionistas en bienes raíces, incluyendo los propietarios de viviendas— aumentó de un 20 a un 30 % al año durante tres, cuatro o más años. El rápido aumento del endeudamiento permitió a los prestatarios usar el dinero de los nuevos préstamos para pagar los

intereses de sus préstamos pendientes. El endeudamiento de los prestatarios podría aumentar más rápidamente que su PIB durante unos cuantos años, pero finalmente los prestamistas se volvieron más prudentes en la concesión de préstamos nuevos, y algunos de los prestatarios luego tuvieron que luchar para conseguir el dinero para pagar los intereses. Dado que la mayoría de estas olas de burbujas implicaban flujos transfronterizos de dinero, la disminución de los flujos de dinero a los países llevó a la depreciación de sus monedas.

Las burbujas en el sector inmobiliario y los mercados bursátiles y la quiebra de los bancos fueron sistemáticamente relacionadas con la sobrevalorización y la subvalorización de las monedas, y resultan de los cambios en la cantidad y dirección de los flujos transfronterizos de capitales. Las cuatro olas de crisis llegaron después de las fuertes depreciaciones de las

monedas, que automáticamente condujeron a un aumento en el endeudamiento de las empresas nacionales que tenían deudas denominadas en dólares americanos, francos suizos o alguna otra moneda extranjera. El casi universal aumento en las tasas de interés mientras las monedas se depreciaban provocó fuertes caídas en los valores de bienes raíces y de las reservas durante la fase de caída del ciclo financiero. La mayoría de estas crisis eran «previsibles», ya que la cada vez mayor dependencia del dinero de los nuevos préstamos extranjeros para pagar los intereses de la deuda externa pendiente no era sostenible; la incertidumbre es inherente a la nitidez de los descensos en los valores de las monedas cuando la afluencia de dinero disminuye. Por lo tanto, la fase de manía de las expansiones en México y otros países en desarrollo en la década de 1970, y de nuevo en la década de 1990, y en Tailandia y Malasia e Indonesia en la década de 1990 no

podía continuar porque el endeudamiento de los prestatarios aumentó demasiado rápido en relación con sus ingresos. Era inevitable que los prestamistas se volvieran más cautelosos con las concesiones de préstamos a estos deudores, aunque los detalles y el calendario de estas medidas no se podían predecir. A medida que el flujo de efectivo de los nuevos préstamos disminuyó, los prestatarios necesitarían una nueva fuente de dinero para el pago de intereses. La probabilidad de que estos países se ajustaran a la disminución de la afluencia de dinero sin la depreciación de sus monedas era muy baja. Del mismo modo, en algún momento era inevitable que los precios de los bienes inmobiliarios japoneses dejaran de aumentar; muchos de los que habían recibido préstamos recientemente para comprar propiedades se encontrarían con escasez de efectivo debido a que el pago de los intereses de sus préstamos sería mayor que sus ingresos por

alquiler.

Las causas del tumulto financiero

El tumulto financiero desde principios de los años setenta fue resultado de los impactos de las crisis monetarias y las crisis del mercado de crédito en la dirección y el alcance de los flujos transfronterizos de capitales. Las crisis monetarias implicaron cambios no anticipados en las tasas de crecimiento de la oferta monetaria y el impacto subsiguiente en las tasas de inflación previstas y en las tasas de interés. Las crisis de los mercados de crédito implicaron la relajación de las regulaciones financieras, que permitió a los bancos aumentar sus préstamos a grupos específicos de prestatarios, que luego se hicieron más atractivos para los prestamistas. En varios

casos, la crisis monetaria y la de crédito ocurrieron al mismo tiempo, y tuvieron efectos complementarios sobre los flujos de dinero a través de las fronteras nacionales.

Los aumentos en los flujos de dinero a los países indujeron tanto al aumento de los valores de sus monedas como al de los precios de sus activos, que sobrepasaron sus valores de equilibrio a largo plazo. Los flujos de dinero no podían mantenerse indefinidamente; la disminución de los flujos casi siempre conduce a una depreciación de estas monedas y provoca caídas en los precios de los activos del 50 al 60 % o más.

El primer impacto importante de este período fue el aumento de la tasa de inflación anual de EE. UU. al rango del 5 y el 6 % en la segunda mitad de la década de 1960; en los veinte años previos, esta tasa casi siempre estuvo por debajo del 3 %, y por lo general siempre por debajo de las tasas de inflación en Alemania y de sus vecinos

de Europa Occidental. El déficit anual de pagos de EE. UU. aumentó a finales de la década de 1960, ya que parecía cada vez más probable que los precios de las monedas europeas y del yen japonés se incrementarían. Los inversores y las empresas sacaron el dinero de los Estados Unidos para evitar pérdidas y obtener beneficios de estos cambios previstos en las paridades. Debido a que Estados Unidos se mostró reacio a aumentar el precio en dólares americanos del oro, y a que Alemania, Francia y Japón no estaban dispuestos a revaluar sus monedas, los desequilibrios en los pagos se hicieron más grandes, y los activos de reserva internacional propiedad de Alemania y Japón y otros países con excedentes de pagos se incrementaron más rápidamente. Luego, en 1971, cuando la economía de EE. UU. se desaceleró y se redujo la tasa de inflación, la Reserva Federal adoptó una política monetaria más expansiva, y la disminución en las tasas de interés de los títulos en

dólares llevó a los grandes flujos de dinero de Nueva York a centros extranjeros.

La inflación global en los primeros años de la década de 1970 fue un acontecimiento sin precedentes en tiempos de paz, que derivó de la combinación de la aceleración del crecimiento de las fuentes de dinero en EE. UU. después de que la política monetaria se relajara, y del crecimiento más rápido de las fuentes de dinero en Alemania y en Japón, en respuesta a sus excedentes de pagos cada vez mayores. El aumento más rápido de la tasa de inflación de EE. UU. significó que era inevitable un reajuste de los valores de las monedas nacionales. Debido a que la tasa de inflación de EE. UU. superaba la tasa de inflación en Alemania en más de un 2 %, el sistema de Bretton Woods de paridades ajustables ya no era viable y derivó en el inevitable abandono de las paridades del marco alemán, el yen japonés y las monedas de otros países industrializados.

Las tasas de interés de los valores en dólares americanos aumentaron, mientras subía la tasa de inflación de EE. UU.; sin embargo, las tasas de interés sobre los depósitos de demanda en dólares estadounidenses estaban sujetos a límites máximos que la Reserva Federal había impuesto para limitar la competencia entre bancos. Estos límites no se aplicaban a las tasas de interés en dólares americanos en Londres y en otros centros financieros extranjeros, así aumentaron los inversores y éstos movieron sus fondos internos a los centros financieros extraterritoriales. El rápido aumento en el crecimiento de la masa monetaria de los Estados Unidos y otros países industrializados en la década de 1970 contribuyó a un fuerte aumento de la demanda de productos primarios, y de los precios del petróleo, el trigo y otras materias primas. Las tasas de crecimiento del PIB en los países productores de estos productos primarios aumentaron. El embargo de Arabia

Saudita sobre los embarques de petróleo a los Estados Unidos y los Países Bajos después de la Guerra del Yom Kippur de octubre de 1973 provocó un fuerte aumento de la demanda de petróleo, y su precio subió. La disminución de los suministros de petróleo tras la invasión iraquí de Irán en 1979 tuvo un impacto mucho mayor en el precio del petróleo y en la inflación global. Los inversores aumentaron sus compras de metales preciosos, oro y otros objetos de colección, bienes raíces y otros activos como defensas contra la inflación.

La primera ola de burbujas de crédito

El aumento en las tasas de crecimiento económico en los países de producción primaria en la década de 1970 llevó a un crecimiento,

durante unos diez años, del 30 % de los préstamos bancarios a los gobiernos y a las empresas propiedad del gobierno de México, Brasil, Argentina y otros países en desarrollo; la deuda externa de estos países aumentó en un 20 % al año. Bancos con sede en Canadá, varios países europeos y Japón utilizaban dólares americanos que pidieron prestados en los mercados de depósitos exteriores de Londres, Zúrich y Luxemburgo para financiar estos préstamos y «cazar furtivamente» en lo que había sido territorio de los bancos de EE. UU. Los bancos de EE. UU. respondieron agresivamente para minimizar la disminución de sus cuotas de mercado. Por otra parte, los bancos de EE. UU. y los extranjeros querían burlar la normativa que limita el crecimiento de sus préstamos domésticos y de sus activos. El aumento de los flujos de dinero a México, Brasil, Argentina y a otros países en desarrollo les permitió financiar un mayor

déficit comercial.

El cambio en los procedimientos operativos de la Reserva Federal en octubre de 1979 (el llamado «Volcker shock») fue la siguiente crisis más grande. Anteriormente, la Reserva Federal había estabilizado las tasas de interés, y las fuerzas del mercado determinaban el crecimiento del crédito; bajo la nueva política, la Reserva Federal trató de limitar el crecimiento del crédito, y las fuerzas del mercado determinaron las tasas de interés, que subieron. El precio del dólar americano de oro alcanzó un máximo diez semanas después de este cambio de política; las previsiones de que la tasa de inflación seguiría aumentando se hicieron añicos. El gasto de inversión se redujo, siguió una recesión, y los precios del petróleo y otras materias primas disminuyeron bruscamente.

La combinación de las tasas de interés mucho más altas de los valores denominados en dólares americanos y la fuerte reducción de la tasa

esperada de inflación de EE. UU. llevó a un aumento de la demanda de los inversores de valores en dólares americanos, y el marco alemán, el yen japonés y otras monedas se depreciaron. México y otros países en desarrollo fueron presionados por el aumento de las tasas de interés en sus préstamos del exterior y por la disminución tanto de los volúmenes como de los precios de sus exportaciones. Los bancos de Texas se vieron afectados de manera similar por las tasas de interés más altas y los menores precios del petróleo. Las tasas de interés pagadas por las instituciones de ahorro norteamericanas de sus depósitos a corto plazo se incrementaron rápidamente y en muchos casos comenzaron a superar a las tasas de interés de sus préstamos hipotecarios a largo plazo.

La segunda ola de burbujas de crédito

La apreciación del yen japonés, que comenzó en la primavera de 1985, indujo al Banco de Japón a comprar dólares americanos para frenar el fortalecimiento de la moneda; las reservas del banco central de valores en dólares americanos aumentaron, lo que condujo a un rápido incremento en la oferta de dinero. El sistema financiero japonés había sido ampliamente regulado con la intención de proporcionar préstamos a las empresas prestatarias con tasas de interés muy bajas. Por otra parte, la orientación administrativa requería que estos bancos otorgaran préstamos a las empresas de las industrias que los burócratas del gobierno creían que eran de importancia estratégica. Uno de los motivos de la liberalización financiera es que la demanda industrial de los préstamos bancarios disminuyó de modo que ya no era necesaria para asignar el crédito de los prestatarios sobre una base

preferencial; otro fue que las autoridades de EE. UU. exigían que los bancos y otras empresas financieras norteamericanas tuvieran acceso a los mercados bancarios y de capital en Tokio en términos comparables a los del acceso a disposición de los bancos japoneses en Nueva York.

La desregulación financiera permitió a los bancos con sede en Tokio y en Osaka aumentar sus préstamos de bienes raíces a un ritmo rápido. Debido a restricciones a la construcción y al tiempo empleado en el montaje de grandes lotes para la construcción, el aumento de la demanda de bienes raíces tuvo un impacto mucho mayor en el precio del suelo que en el suministro de espacio para vivir y para oficinas. Muchas de las empresas que cotizaban en la Bolsa de Valores de Tokio eran sociedades de inversión inmobiliaria; los aumentos de los precios inmobiliarios contribuyeron a un fuerte incremento del valor de

sus activos y de los precios de sus acciones.

Las restricciones a la inversión extranjera de los bancos japoneses y de las empresas se relajaron en un esfuerzo para limitar la presión al alza sobre el yen. Estos bancos aumentaron rápidamente el número de sus sucursales y filiales en Londres, Nueva York, Zúrich, y otros centros financieros. El flujo de ahorro de Japón a EE. UU. y a varios países europeos subió; el lema, tanto en Nueva York como en Tokio era «¿De dónde obtendrá el Tesoro de EE. UU. el dinero para financiar su déficit fiscal si los japoneses dejan de comprar títulos del gobierno de EE. UU.?». Estas sucursales de bancos japoneses recién establecidas en el extranjero aumentaron sus préstamos en los países de acogida con los fondos obtenidos en el mercado de depósitos en el exterior; estas ramas recién creadas cobraban menores tasas de interés que sus competidores del país de acogida, ya que querían aumentar sus

cuotas de mercado. Por otra parte, los inversionistas japoneses empezaron a comprar bienes raíces —edificios de oficinas, edificios de apartamentos, campos de golf y pistas de esquí— en los Estados Unidos y en otros países industrializados; la mayoría de estas compras fueron financiadas con dinero prestado por las sucursales de los bancos japoneses en Londres, Zúrich, y otros centros financieros exteriores.

La liberalización financiera en Finlandia, Noruega y Suecia permitió a los bancos con sede en estos países devolver los préstamos internos con los préstamos del mercado exterior. Los precios de las acciones y los precios inmobiliarios en estos países aumentaron de forma pronunciada en respuesta a la afluencia de dinero. La decisión del recién nombrado Presidente de la Junta Directiva del Banco de Japón a principios de 1990 de limitar el crecimiento de los préstamos bancarios a bienes raíces pinchó la burbuja de

precios de los activos; los prestatarios muy endeudados ya no podían obtener suficiente dinero de nuevos préstamos para los pagos programados de intereses. Los precios de las acciones se redujeron en un 30 % en 1990 y en un 25 % en 1991. El crecimiento de la economía japonesa se redujo de manera drástica. El yen japonés se apreció mientras las exportaciones aumentaron en relación con las importaciones. Las empresas japonesas respondieron a los efectos negativos del aumento de la rentabilidad del yen mediante el incremento de sus inversiones en instalaciones de fábricas en China y Tailandia y en otros países del sudeste asiático, que se utilizaban principalmente como fuente de abastecimiento para los mercados de Japón, Estados Unidos y otros países industrializados. Los bancos japoneses aumentaron rápidamente sus préstamos en estos países.

La tercera ola de burbujas de crédito

El desarrollo de los bonos Brady en 1989 y 1990 permitió a México y a otros países en desarrollo convertir los préstamos bancarios impagados en bonos a largo plazo, garantizados en parte por el gobierno de EE. UU., que puso fin a su aislamiento financiero («la década perdida») del mercado de capitales global. México comenzó a prepararse para la adhesión al Acuerdo de Libre Comercio de Norteamérica; el Banco de México adoptó una política monetaria contractiva para reducir la tasa de inflación, cientos de empresas de propiedad estatal fueron privatizadas, y las regulaciones gubernamentales sobre el comercio internacional y las prácticas empresariales se liberalizaron. La inversión extranjera directa en México aumentó mientras las empresas de EE. UU., Europa, y Japón aumentaron rápidamente sus instalaciones de manufactura en México. El

mercado monetario norteamericano compró títulos en pesos debido a que las tasas de interés eran altas y atractivas. Los fondos de pensiones de EE. UU. y los fondos de inversión aumentaron sus compras de acciones de una nueva clase de activos: «acciones de mercados emergentes». El déficit en cuenta corriente de México aumentó a un 6 % de su PIB.

Del mismo modo se produjo un incremento de los flujos de dinero a Brasil, Argentina, Tailandia, Malasia y a otros países de mercados emergentes (que habían sido rebautizados después de ser conocidos como países en desarrollo durante varias décadas). Sus monedas se apreciaron en términos reales, y aumentó su déficit comercial y de cuenta corriente.

Luego, a principios de 1994, varios incidentes políticos —un levantamiento indígena en la provincia más al sur y luego el asesinato del candidato presidencial del partido político

dominante— llevaron a una disminución en el flujo de dinero a México, lo que significó que el Banco de México ya no podía financiar su gran déficit comercial y de cuenta corriente con los flujos de dinero, y el peso se depreció fuertemente. El flujo de dinero a Tailandia disminuyó significativamente a finales de 1996, porque las compañías financieras no bancarias que habían sido establecidas por los bancos para eludir las disposiciones de los préstamos de consumo estaban incurriendo en grandes pérdidas de préstamos, que en efecto fueron, a su vez, pérdidas de los propios bancos. El Banco de Tailandia fue incapaz de mantener el valor del baht tailandés, una vez sus activos de reservas internacionales se habían agotado a principios de julio de 1997. La depreciación de la moneda local provocó un efecto contagio que recorrió los países asiáticos, así como Brasil, Argentina y Rusia; las importaciones de este grupo de países se redujeron

en relación con sus exportaciones en 150.000 mil millones de dólares americanos. Varias de estas crisis fueron verdaderas sorpresas: los acontecimientos políticos en México en los primeros meses de 1994 no podían preverse. Sin embargo, el déficit de cuenta corriente de México era demasiado grande para ser sostenible y finalmente algún desencadenante conduciría a una disminución en la afluencia de dinero. También los déficits en cuenta corriente de Tailandia y Malasia en 1996 eran demasiado grandes para ser sostenibles. Algunos eventos provocaron la disminución de los flujos de dinero, aunque el catalizador de estas disminuciones no se pudo prever. La implosión de las burbujas de los precios inmobiliarios y los precios de los valores de Tailandia y Malasia hicieron inevitable que el flujo de dinero a estos países disminuyera.

La cuarta ola de burbujas de crédito

La característica más destacada del período comprendido entre 2002 y 2007 fue el fuerte aumento en los precios de los bienes raíces residenciales y comerciales de los Estados Unidos, Gran Bretaña, España, Irlanda, Islandia, Sudáfrica, Nueva Zelanda, y varios otros países. Los precios de los bienes raíces residenciales en varios de estos países llegaron a duplicarse. El aumento de los precios de bienes raíces residenciales en los Estados Unidos fue menor que en otros países; sin embargo, estos incrementos se produjeron sobre todo en una tercera parte de los estados, los que se encontraban en el sur y a lo largo de ambos litorales, y los precios en algunos de estos estados llegaron a aumentar más del doble.

Cada uno de estos países experimentaron un aumento de los flujos de dinero y sus monedas se

apreciaron, a excepción de España e Irlanda, que eran miembros de la Unión Monetaria Europea. Una vez más, la tasa de aumento de la deuda era demasiado grande para ser sostenida. Cuando el dinero fluyó hacia los Estados Unidos y dejó de hacerlo hacia Gran Bretaña, el suministro de crédito para compras de bienes raíces cayó, y cayeron los precios de los bienes raíces. Los precios de los valores relacionados con las hipotecas se redujeron, y muchas instituciones financieras de EE. UU. y Gran Bretaña quebraron. Irlanda experimentó un auge de la construcción masiva; sus bancos quebraron cuando la burbuja estalló. Islandia experimentó un aumento espectacular de los precios de las acciones durante los años en que hubo grandes flujos de dinero; cuando estos ingresos se detuvieron, los precios de las acciones se redujeron drásticamente y la moneda perdió casi la mitad de su valor.

Los precios de los bienes raíces de EE. UU.

empezaron a descender a principios de 2007. Uno de los grandes bancos de inversión se fusionó con uno de los mayores bancos comerciales con una dote para la boda que podría llegar a casi 30.000 millones de dólares americanos, dependiendo de las pérdidas de su préstamo. A mediados de septiembre de 2008, dos de los grandes prestamistas de hipotecas patrocinados por el gobierno que poseía el 50 % de las hipotecas de EE. UU. fue absorbido por el Tesoro de EE. UU.; los propietarios de su capital social y sus acciones preferenciales perdieron todo su dinero. Los propietarios de los bonos de estos prestamistas hipotecarios fueron «rescatados» por el Tesoro de EE. UU., de lo contrario habrían incurrido en pérdidas de varios cientos de millones de dólares. Varios días después, Lehman Brothers, el quinto mayor banco de inversión de EE. UU., quebró; los esfuerzos para negociar la venta de la empresa no tuvieron éxito. Le siguió el pánico masivo de los

créditos y el colapso; las tasas de interés de los bonos corporativos aumentaron en relación con la tasa de interés de los bonos del Tesoro de EE. UU. Unos meses más tarde se vieron afectados los bonos de los gobiernos de Grecia y Portugal. El déficit fiscal del gobierno griego superaba el 12 % de su PIB y su deuda total era de más del 125 % de su PIB. Los grandes bancos internacionales estaban dispuestos a adquirir los bonos de los gobiernos, lo que les permitió financiar los déficits fiscales, que eran demasiado grandes para ser sostenibles. La deuda total del gobierno griego había aumentado en parte debido a que uno o varios gobiernos anteriores no habían sido totalmente transparentes con la información sobre su endeudamiento total. Sin embargo, el endeudamiento de los gobiernos había aumentado debido a que el «dinero estaba allí»; los bancos estaban dispuestos a comprar los bonos, cosa que permitió a los gobiernos financiar los grandes

déficits. Luego la crisis se produjo cuando los prestamistas del banco se convirtieron de repente en mucho más cautelosos, y los gobiernos no tenían suficiente dinero para pagar los intereses de su deuda y cumplir con las nóminas del gobierno.

Los patrones en los datos

La identidad de los prestatarios en cada una de las olas de burbujas de crédito es diferente. Los prestatarios en la primera ola fueron los gobiernos y las empresas propiedad del gobierno en México y en otros diez países en desarrollo. Los prestatarios en la segunda ola fueron los dueños de casas y compañías de bienes raíces en Japón; de manera similar, los prestatarios en Finlandia, Noruega y Suecia fueron los bancos y los dueños de casas. Los prestatarios en la tercera ola fueron

a menudo los bancos de los países de mercados emergentes, que utilizaron fuentes externas de financiación porque eran menos costosas que los recursos internos. Los prestatarios de la cuarta ola eran principalmente los dueños de casas y los promotores inmobiliarios.

En más de una ola los prestamistas fueron varios grandes bancos. Bancos con sede en los Estados Unidos, Canadá, Japón, Gran Bretaña y Francia estuvieron entre los prestamistas de la primera ola. Los bancos japoneses eran los principales prestamistas bajo la burbuja de bienes raíces nacionales de la década de 1980. Los bancos de EE. UU., así como los bancos con sede en Gran Bretaña, Irlanda, Islandia y España se encuentran entre los prestamistas en la cuarta ola. Varios de los bancos de EE. UU. que sufrieron grandes pérdidas durante esta ola también las habían sufrido en la primera ola.

A pesar de las diferencias en la identidad de

los prestatarios y los prestamistas en estas distintas olas, hubo similitudes importantes en el patrón de los flujos de efectivo. La mayoría de los países que fueron identificados con las burbujas de crédito también experimentaron una apreciación de sus monedas y el aumento de su déficit en cuenta corriente. Japón es una excepción, ya que tenía superávit de cuenta corriente; sin embargo, el yen se apreció y sus superávits comercial y de cuenta corriente se redujeron cuando la burbuja de crédito se expandió. Los aumentos en los flujos de dinero a estos países contribuyeron a la subida de los precios de los activos.

La apreciación de las monedas de estos países y el aumento de precios de los activos fueron las respuestas al incremento de los flujos de dinero y los componentes del problema de ajuste internacional; el consumo interno tuvo que aumentar para asegurar que el incremento de las importaciones coincidía más o menos con la

afluencia de dinero. Los mayores niveles de gasto de consumo inducidos por el elevado precio de los activos llevaron a los auges económicos. Los gobiernos de algunos de estos países —entre ellos, el de EE. UU. a finales de 1990— reconocieron los excedentes fiscales en respuesta a los auges del gasto, aunque varios gobiernos aumentaron su gasto casi tan rápidamente como llegó el aumento de sus ingresos.

El patrón de flujo de efectivo entre prestamistas y prestatarios en cada ola fue propio de un esquema Ponzi: la tasa de aumento del endeudamiento de los prestatarios fue varias veces superior a la tasa de interés sobre su deuda. Durante tres, cuatro o más años, los prestatarios no incurrieron en la carga de su servicio de la deuda, ya que tenían dinero en efectivo de los nuevos préstamos más que suficiente para pagar los intereses de su deuda. Sin embargo, el patrón de flujos de efectivo no era sostenible, en algún

momento era inevitable que los prestamistas se volvieran más cautos sobre la concesión de préstamos nuevos, tal vez porque sus préstamos a este grupo de prestatarios alcanzaban una proporción mayor que sus carteras de préstamos. Cualquier desaceleración en el crecimiento de los préstamos transfronterizos a este grupo de prestatarios daría lugar a la depreciación de sus monedas, lo que podría contribuir a la mayor cautela de los prestamistas. Los prestatarios incurrirían en la carga del servicio de la deuda por primera vez cuando la tasa de crecimiento del endeudamiento disminuyera por debajo de la tasa de interés, entonces tendrían que encontrar alguna otra fuente de dinero para el pago de intereses. Los gobiernos tendrían que aumentar sus impuestos en relación con sus gastos para obtener el dinero para hacer frente al pago de intereses, o no pagarían.

En un mundo con una previsión perfecta, los prestamistas habrían previsto que la inevitable

depreciación de las monedas de los prestatarios daría lugar a pérdidas masivas para los prestatarios, lo que podría extenderse a grandes pérdidas para los prestamistas. Las pérdidas de los prestamistas eran tan grandes que la conclusión razonable es que los prestamistas estaban muy lejos de haber hecho una previsión perfecta; se olvidaron de preguntar: «¿De dónde van a obtener dinero los prestatarios para pagar los intereses de la deuda pendiente, si no hay suficientes nuevos préstamos que proporcionen dinero?».

Existe una alta probabilidad de que varias de estas olas de burbujas no sean eventos independientes, sino que exista una relación sistemática entre la implosión de una ola y el inicio de la siguiente. Cuando la primera ola de burbujas implosionó en la década de 1980, las monedas de México y otros países en desarrollo se depreciaron fuertemente, y su balanza comercial derivó en superávit. Los países que desarrollaron

grandes excedentes comerciales cuando las burbujas de crédito estaban en expansión experimentaron la apreciación real de sus monedas y la disminución de sus excedentes comerciales.

Los japoneses se mostraron reacios a aceptar la disminución de su superávit comercial en la segunda mitad de la década de 1980 debido a los impactos adversos sobre los beneficios y el empleo en sus industrias de exportación; la intervención del Banco de Japón para frenar la apreciación del yen dio lugar al aumento de las reservas de los bancos japoneses y al de la oferta de dinero. Las regulaciones que limitaban las operaciones nacionales y extranjeras se liberalizaron para limitar la apreciación del yen y los bancos fueron capaces de aumentar la oferta de crédito disponible para la compra de bienes raíces, lo que llevó a los precios inmobiliarios a subir más.

Cuando la burbuja de bienes raíces y precios

de las acciones implosionó en Japón, el yen se apreció, las empresas japonesas incrementaron sus inversiones en Tailandia, Malasia y los países vecinos en previsión de que los costos de producción de bajo valor añadido estarían por debajo de los costos internos. Casi al mismo tiempo, el dinero fluyó a los países con mercados emergentes rápidamente, porque los bancos de inversión habían descubierto «nuevas acciones de los mercados como una nueva clase de activos». Muchos países han participado en extensas actividades de privatización, que atrajeron a las empresas radicadas en los países industrializados.

Cuando las burbujas de Tailandia y sus vecinos implosionaron, sus monedas se depreciaron fuertemente y su déficit comercial se transformó en un superávit comercial. La contrapartida fue que hubo un aumento en el flujo de dinero hacia Estados Unidos mientras éstos reducían su endeudamiento externo, lo que

contribuyó al aumento del déficit comercial y a la burbuja de los precios de valores de EE. UU.

Después de la burbuja de precios de valores de EE. UU., que estalló en la primavera de 2000, el dólar americano comenzó a depreciarse. El flujo de dinero a Estados Unidos, Gran Bretaña y otros países aumentó alrededor de 2002, y las monedas de estos países se apreciaron, y también aumentaron los precios de los activos. Así, los grandes cambios en el dinero de los flujos transfronterizos llevaron a grandes cambios en el valor de la moneda y en los precios de los activos, y estos cambios contribuyeron de manera significativa a las burbujas de las monedas y los precios de los activos. Las burbujas de bienes raíces que se desarrollaron en Estados Unidos, Gran Bretaña y otros países después de 2002 fueron una respuesta a los aumentos de los flujos de dinero. Es como si hubiera habido una reserva de dinero internacional que pudiera ser

aprovechada por los prestatarios de varios países, cuando llegaron a la conclusión de que los gastos netos por intereses eran más bajos que los costos de obtención de fondos en sus mercados nacionales. Muchos de estos prestatarios incurrieron en la exposición de moneda, pero presumiblemente concluyeron que la reducción en sus pagos de interés compensaba el riesgo.

Los impactos de las crisis monetarias y las crisis del mercado de crédito

La característica más destacada de los últimos cuarenta años ha sido la variabilidad de los flujos transfronterizos de dinero. El marco alemán y el yen japonés se apreciaron en la mayor parte de la década de 1970 y luego sufrieron una fuerte depreciación en la primera mitad de la década de

1980. Cuando el dinero fluía a México en la década de 1990 y su economía estaba en auge, el peso mexicano se apreció de manera significativa después del ajuste por diferencias en las tasas de inflación, y el déficit comercial de México alcanzó el 6 % de su PIB. Cuando el dinero fue retirado de México a finales de 1994, el peso mexicano se depreció fuertemente y el superávit comercial de México alcanzó un 4 % de su PIB. Este cambio en los flujos transfronterizos de capitales fue masivo y repentino, y produjo fuertes impactos en el valor del peso mexicano, la tasa de inflación de México, los precios de los títulos en pesos, y los activos reales y la solvencia de las empresas mexicanas, las familias y los bancos.

Los acontecimientos del mercado financiero en Tailandia, Noruega, Indonesia, Islandia y muchos otros países fueron similares a los de México. La historia de Minsky de la variabilidad cíclica del suministro de crédito en las economías nacionales

es dramáticamente evidente, en la economía mundial, en la variabilidad de los flujos transfronterizos de capitales. En las economías nacionales, el aumento de la oferta de crédito contribuye a la expansión económica y a la euforia, que a su vez conducen a los inversores a ser más optimistas y alienta a los prestamistas a conceder más créditos. Los aumentos de los flujos de dinero a los países llevaron a la apreciación de sus monedas y al dramático aumento en los precios de los valores y otros activos. El optimismo de los inversionistas llevó a los prestamistas a dar más crédito a los prestatarios nacionales y entonces a menudo llegaba el auge económico.

Algunas de las crisis de los mercados de crédito y monetarias llevaron a un aumento en los flujos de dinero a los países y al aumento de los precios de las materias primas, divisas, acciones y bienes raíces. Mientras las monedas se apreciaban y los precios de los activos se elevaban, las tasas

de rendimiento de estas monedas y títulos era alto e iba en aumento; el optimismo sobre el futuro económico se incrementó. Luego, otra crisis provocaría una disminución o reversión de los flujos transfronterizos de capitales; y los precios de las divisas, de los valores y otros activos caerían.

Estas crisis de tipo maníaco fueron resultado de grandes cambios en las preferencias de los inversionistas en cuanto a valores y otros activos denominados en diferentes monedas. Los inversionistas se preocuparon de que la tasa de inflación en EE. UU. se incrementara en la década de 1970; se vendieron valores en dólares americanos y se compraron valores denominados en el marco alemán, el franco suizo y la libra esterlina, y estas monedas se apreciaron mucho más que el exceso de la tasa de inflación de EE. UU. sobre las tasas de inflación externa. Durante el mismo período, el precio en dólares

americanos del oro aumentó «porque el oro era una buena cobertura contra la inflación», aunque los porcentajes de aumento anual en el precio del oro en la segunda mitad de la década de 1970 fueron mucho más grandes que los porcentajes de aumento del nivel de precios de EE. UU. A principios de 1980 los inversores se convencieron de que la tasa de inflación de EE. UU. se reduciría; vendieron valores denominados en marcos alemanes y otras monedas extranjeras, y las monedas de estos países se depreciaron rápidamente.

Una explicación para la mayor variabilidad de los flujos transfronterizos de capital en los últimos treinta años es que las crisis, y especialmente aquellas que implican cambios en la orientación de la política monetaria, han sido mayores que en períodos anteriores, cuando las monedas estaban vinculadas o cuando hubo un compromiso de paridades de monedas nacionales. Uno de los

principales argumentos en el caso de los tipos de cambio flotante es que los bancos centrales tendrían entonces una mayor independencia para cambiar su política monetaria, las tasas de crecimiento de sus ofertas de dinero y sus tasas de interés para alcanzar sus objetivos económicos nacionales. En efecto, los compromisos de las paridades de las monedas nacionales limitaban los cambios en las políticas monetarias de los bancos centrales y, especialmente, la adopción de políticas monetarias más expansivas; estos compromisos derivaban en que las tasas nacionales de inflación no difirieran significativamente de las tasas de inflación de los países socios comerciales más importantes. En ausencia de un compromiso con la paridad, las políticas adoptadas por los bancos centrales llevaron a cambios en las tasas de inflación actuales y previstas, que a su vez indujeron grandes cambios en los flujos transfronterizos de

dinero. Por lo tanto, la variabilidad mucho mayor en los flujos transfronterizos de dinero refleja en parte esos cambios en las políticas monetarias nacionales, y los cambios en las tasas de inflación prevista han sido mayores que cuando las monedas se han vinculado.

La variabilidad mucho mayor en los flujos transfronterizos de dinero, en parte, refleja que las crisis monetarias son mayores que cuando las monedas eran fijas; estas crisis llevaron a cambios en las estimaciones de los inversores sobre las tasas de inflación en los diferentes países, y por lo tanto, en el valor de la moneda prevista en diferentes fechas futuras. La expansiva política monetaria de EE. UU. de las décadas de 1960 y 1970 llevó a los inversores a revisar al alza sus estimaciones de la tasa de inflación de EE. UU. y también a revisar al alza sus estimaciones de los valores previstos para el marco alemán y el yen japonés. Los inversionistas vendieron títulos de

EE. UU. en dólares y compraron valores denominados en el marco alemán, el franco suizo y la libra esterlina, lo que condujo a la fuerte apreciación de estas monedas.

Si, como grupo, los inversores aumentaran la proporción de sus carteras de valores en monedas que no sean el dólar americano, entonces EE. UU. desarrollaría un mayor superávit en cuenta corriente (o un menor déficit en cuenta corriente), lo que requeriría que el marco alemán —o el euro como su sucesor—, el yen japonés y otras monedas extranjeras se apreciaran menos rápidamente de lo que se deduce de la diferencia en las tasas de inflación nacional. Estas monedas extranjeras sobrevalorizan los valores inferidos de las diferencias en las tasas de inflación nacionales, siempre y cuando los inversores aumentaran la velocidad a la que adquirirían valores extranjeros.

La adopción de una política monetaria más contractiva por EE. UU. en el otoño de 1979 llevó

a los inversionistas a reducir sus estimaciones de la tasa de inflación de EE. UU. y a revisar a la baja sus estimaciones de los valores del marco alemán, el yen japonés y otras monedas extranjeras. Sus compras de títulos en dólares americanos llevaron a la depreciación del marco y del yen.

La sobrevalorización es inevitable siempre que los inversores deseen incrementar sus tenencias de valores denominados en una divisa en particular; de manera similar, la subvalorización es inevitable siempre que los inversores deseen reducir sus tenencias de valores denominados en esa moneda. Los tópicos anteriores aplicados a las grandes y rápidas desviaciones entre los valores de las monedas y a las coherentes con las diferencias en las tasas de inflación nacional —el «círculo vicioso y virtuoso» y la «especulación desestabilizadora»— reflejan el impacto de los cambios repentinos en la dirección de los flujos

transfronterizos de dinero. Los cambios en la tasa de inflación prevista —o más precisamente, los cambios en el diferencial de la tasa de inflación nacional— llevan a la sobrevalorización y a la subvalorización porque el impacto de los cambios en estas diferencias en los valores de las monedas previstos inducen a cambios en los flujos transfronterizos de dinero.

Debido a que la burbuja en las acciones y los bienes raíces japoneses atrajo más dinero desde el extranjero, el yen se apreció. La crisis del mercado de crédito impactó en los valores de las monedas individuales, y esto afectó a la demanda de los inversores de valores denominados en diferentes monedas. Las crisis de los mercados de crédito en los últimos treinta años han tenido un gran impacto en los valores del peso mexicano, el baht tailandés, y muchas otras monedas, ya que llevaron a cambios en los importes de los valores denominados en estas monedas que los

inversionistas querían mantener.

Una segunda explicación complementaria para la mayor variabilidad de los flujos de dinero transfronterizos es que cuando las monedas no son fijas, una crisis de una magnitud dada en la forma de un aumento de la demanda de valores denominados en una moneda tiene un mayor impacto inmediato en el PIB del país como resultado del aumento de los precios de sus valores y bienes raíces. Cuando las monedas eran fijas, el impacto inmediato del aumento de los flujos de dinero a los países provocaba que la tenencia de reservas de activos internacionales de los bancos centrales aumentaran y sus pasivos monetarios aumentaran consecuentemente. El precio de los valores disponibles en el país también aumentaba en respuesta a las compras de los inversores extranjeros.

Cuando las monedas no eran fijas, un aumento similar en la demanda extranjera de valores

denominados en estas monedas iniciaba el proceso de ajuste para asegurar que balanzas de mercado de los países cambiaban las cantidades que correspondían a los aumentos en los flujos de dinero. La mano invisible operaba para asegurar que los efectos inmediatos de los incrementos en los flujos de dinero fueran que aumentara el gasto en inversión interna, mientras el costo del capital se reducía y el gasto del consumo aumentaba en respuesta a mayores niveles de riqueza de los hogares. El gasto de consumo del hogar era de tres a cuatro veces mayor que el gasto de inversión en la mayoría de los países, y representaba la mayor parte del incremento en el gasto total. El resultado inevitable del proceso de ajuste fue que el ahorro interno disminuyó en los países que habían recibido grandes flujos de dinero transfronterizos.

La mano invisible llevó a un aumento en los valores de las monedas de los países que experimentaron mayores entradas de dinero y al

aumento en el valor de los activos en estos países. Además, la mano invisible llevó a mayores tasas de crecimiento del PIB, al aumento de precios de los activos y al incremento del gasto en consumo. Así, el aumento de la variabilidad en las proporciones de los cambios en la balanza comercial y el PIB que resultó del incremento inicial de los flujos de dinero a los países indujo cambios en el proceso de ajuste que llevaron a mayores tasas de rendimiento de los valores y otros activos en estos países. El aumento de la riqueza contribuyó al auge económico. En efecto, existe un mecanismo de retroalimentación de los aumentos iniciales en los flujos de dinero a las tasas de retorno más altas que indujo a una mayor entrada de dinero. El auge económico era prolongado y omnipresente; muchos de los participantes pudieron no haberse dado cuenta de que el patrón de los flujos de dinero transfronterizos no se podía sostener. Uno de los

patrones en los datos es que los aumentos en los flujos de dinero a los países iban asociados a períodos de auge económico, que fueron evidentes en México y otros países en desarrollo en la década de 1970, en México, Tailandia y otros países asiáticos en la primera mitad de la década de 1990, y en EE. UU. en la segunda mitad de la década de 1990. La apreciación de sus monedas redujo las presiones inflacionarias asociadas a una robusta expansión económica, y el aumento de los precios de exportación en relación con los precios de importación llevó a mayores tasas de crecimiento económico. Los flujos de dinero también se asociaron a un patrón no-sostenible de los flujos de efectivo debido a que algunos de los prestatarios de estos países obtuvieron de nuevos préstamos el dinero para pagar los intereses a sus acreedores. La prolongación de la expansión económica puede explicar por qué los prestamistas —por lo menos un gran número de ellos— no

reconoció que con el tiempo habría costosos ajustes.

¿Podría un prestamista internacional de último recurso convertirse en una diferencia significativa?

¿Podría el tumulto financiero de los últimos treinta años haberse mitigado si hubiera operado un prestamista internacional de último recurso? Los bancos centrales se establecieron como prestamistas de último recurso para reducir la probabilidad de que el aumento de la demanda de dinero llevara a la ventas forzadas de los activos y estallara una crisis de solvencia; estos bancos incrementarían la oferta de dinero en respuesta al aumento excepcional de la demanda. Durante la fase de expansión del ciclo, los inversionistas

corrieron mayores riesgos en previsión de una mayor rentabilidad, y redujeron sus estimaciones de riesgos asociados a diversas garantías. Y al mismo tiempo, muchos prestamistas se volvieron menos cautelosos en el esfuerzo por aumentar su participación en los mercados de hipotecas y de préstamos a empresas y gobiernos.

¿Podría un prestamista internacional de último recurso haber significado una diferencia fundamental y reducir la frecuencia y el alcance de las crisis financieras desde la década de 1980? ¿O es posible que un prestamista internacional de último recurso más activo hubiera producido una gran diferencia? La fuente del problema —una fuente del problema— es que los flujos transfronterizos de capitales han sido mucho más grandes que cuando las monedas estaban sujetas a la paridad, y más altamente variables. ¿Podría un prestamista internacional de último recurso haber moderado el volumen de los flujos transfronterizos

de capitales que llevaron a un aumento excepcional de las concesiones de créditos, o es posible que la demanda de valores extranjeros de los inversionistas hubiera sido aún mayor, ya que habría una mayor confianza en que los bancos centrales serían más ambiciosos en sus esfuerzos por moderar los cambios en el valor de la moneda? La respuesta depende de las responsabilidades y los recursos financieros disponibles para el prestamista internacional de último recurso y su voluntad de extender el crédito a los bancos centrales cuyas monedas se pueden depreciar considerablemente, tal vez debido a la disminución de los flujos de dinero. ¿El prestamista internacional de último recurso tiene la autoridad suficiente y está dispuesto a advertir a los bancos centrales sobre el volumen y la variabilidad de los flujos transfronterizos de capitales?

Esta variante del argumento del riesgo moral

es que los esfuerzos para estabilizar los cambios en los valores de las monedas en respuesta a las variaciones bruscas de los movimientos transfronterizos de dinero podría llevar a los inversores a incurrir en grandes riesgos transfronterizos, ya que habría una mayor confianza en que el rango de movimiento en el valor de la moneda fuera menor. El prestamista de última instancia podría tratar de moderar los flujos de dinero a diversos países, pero la probabilidad de que los países estuvieran de acuerdo en que el prestamista pudiera poner límites a las entradas de dinero parece baja. El prestamista podría estar facultado para proporcionar declaraciones de advertencia de que los flujos transfronterizos no son sostenibles. Parece más probable que los gobiernos nacionales aceptaran un acuerdo que permitiera que tuvieran acceso a más dinero de un prestamista internacional para moderar la subvaloración cuando la dirección de los flujos de

dinero se invierte, si se pusieran de acuerdo sobre el origen del dinero para el prestamista internacional.

La mayoría de las crisis monetarias desde principios de 1980 han resultado de la reversión de los flujos transfronterizos de capitales. En casi todos estos casos el ritmo de los flujos de dinero de estos países era demasiado alto para ser sostenible porque el endeudamiento de los prestatarios aumentó muy rápidamente. Durante la fase maníaca, las monedas se apreciaron —y se sobrevalorizaron— en respuesta al aumento de los flujos de dinero. La primera señal inevitable de una modesta desaceleración en el ritmo de los flujos de dinero llevó a la depreciación de las monedas, que podría retroalimentar una disminución mucho más acusada de las entradas y luego llevar a depreciaciones masivas.

Sobrevalorizar y subvalorizar era una parte inevitable del proceso de adaptación a los

cambios en el volumen y la dirección del movimiento transfronterizo de dinero. En algunos países, la depreciación temporal severa de la moneda asociada a su subvalorización pondría en peligro la solvencia de las empresas nacionales que tenían deudas en moneda extranjera, debido a los fuertes aumentos en el equivalente en moneda nacional de sus pagos de intereses. La quiebra de estas empresas podría poner en peligro la solvencia de los bancos y otras instituciones financieras.

Un prestamista de último recurso puede en ocasiones hacer declaraciones públicas para poner de manifiesto que los precios de las acciones aumentan demasiado rápido y que el mercado se está caracterizando por la exuberancia irracional. Podría hacer declaraciones similares sobre los precios en los mercados de bienes raíces residenciales y comerciales; el banco central podría asesorar a los bancos para limitar el

aumento de sus préstamos de bienes raíces. La contrapartida es que un prestamista internacional de último recurso podría proporcionar declaraciones privadas e incluso públicas de que los aumentos en la deuda externa de uno o varios países son demasiado rápidos para ser sostenibles y que el ajuste final a valores sostenibles podría ser muy costoso y complicado. Y los inversores y otros participantes del mercado sacarían sus propias conclusiones sobre las implicaciones de estas declaraciones.

El Fondo Monetario Internacional se creó en la década de 1940 para ayudar a los países a financiar sus déficits de balanza de pagos y reducir así la presión sobre los países para devaluar sus monedas debido a la escasez de fondos para financiar su déficit cíclico o sus déficits temporales de pagos. El motivo para el establecimiento del Fondo Monetario Internacional fue la creencia de que gran parte de la

inestabilidad financiera en la década de 1920, y especialmente en la década de 1930, se podrían haber evitado o mitigado si hubiera habido un prestamista internacional de último recurso. El personal del Fondo visita a cada uno de los países miembros una o dos veces al año para discutir las políticas económicas del país. El Fondo es un gran depósito de datos y experiencias de los países sobre los cambios en los precios de los activos y los cambios en el endeudamiento internacional de los países individuales. Rara vez ha sonado la alarma de que la deuda externa de los países miembros aumente muy rápidamente —que su déficit en cuenta corriente sea demasiado grande, y que la transición hacia los valores sostenibles de los saldos en cuenta corriente pudiera ser costoso en términos de estabilidad económica— y de que haya más probabilidades de que se efectúe un «aterrizaje duro» que un «aterrizaje suave». Tampoco el FMI ha sido capaz de proporcionar

los créditos en el momento de la crisis para evitar extensas y extenuantes subvaloraciones.

Muchos de estos países utilizaron el dinero del FMI para limitar la depreciación de sus monedas después de la llegada de la crisis monetaria. Algunos países se mostraron reacios a aceptar el dinero del FMI debido a que se imponían condiciones para deflactar sus economías.

El Tesoro de EE. UU. se convirtió en un prestamista de último recurso para México en el momento de la crisis financiera de ese país a finales de 1994, debido a que los recursos financieros del FMI eran demasiado pequeños para lo que necesitaba México. El FMI y varios gobiernos extranjeros también prestaron ayuda. El anuncio de que ese dinero estaría disponible limitó la depreciación del peso. Si una iniciativa similar se hubiera tomado una o varias semanas antes, la subvalorización del peso habría sido menor, y los efectos negativos de la depreciación del peso en la

economía mexicana habrían sido menos graves.

Si el déficit en el desempeño del FMI en relación con las ambiciones que inspiraron su creación es o no resultado de errores de análisis o de política o de la truculencia de sus países miembros es un tema para otro libro.

EPÍLOGO 2010-2020

La crisis económica mundial que comenzó en 2008 condujo a un amplio debate sobre los cambios en la normativa que impedirían una serie de eventos similar y reducirían la probabilidad de que el gobierno de EE. UU. y los gobiernos de otros países tuvieran que «rescatar» a sus grandes bancos en 2020 o 2025. La mayoría de las propuestas de reforma reflejan una visión — implícita si no explícita— sobre la causa o causas de la crisis. Los temas estándar incluyen la burbuja en el sector inmobiliario y las hipotecas de alto riesgo resultado de la codicia, la concesión imprudente de créditos, los acuerdos de

compensación sesgada para los banqueros, o los fallos en la regulación.

El preludio al pánico y a la caída que se inició en septiembre de 2008 fue una rápida expansión del crédito que empezó en 2002, que financió las compras de bienes raíces en Estados Unidos, Gran Bretaña, Sudáfrica, e Islandia y los grandes déficit fiscales en Grecia, Portugal y España. Los precios de los bienes raíces alcanzaron en EE. UU. su punto máximo a finales de 2006; la subsiguiente disminución de la construcción de viviendas llevó a una recesión que comenzó en enero de 2008. En el verano de 2007 empezaron a quebrar las instituciones financieras; tanto Countrywide Financial como Northern Rock necesitaron ayuda financiera en agosto de 2007.

Posteriormente cayeron Bear Stearns en febrero de 2008 y Lehman Brothers en agosto y septiembre de 2008. Después de que Lehman quebrara a mediados de septiembre, los mercados

de crédito se congelaron, y otras instituciones financieras fueron arrastradas, efecto que sólo disminuyó después de que los gobiernos se comprometieron a apoyar a estas empresas con créditos públicos. El dinero que el gobierno extendió a estas empresas fue visto como un «rescate» y el cliché de «demasiado grandes para quebrar» dominó la discusión, aunque los accionistas de estos bancos, así como los accionistas de AIG perdieron del 90 al 95 % de su dinero, y las empresas quedaron bajo la tutela del gobierno y sus directivos fueron sustituidos. Las ayudas del gobierno de EE. UU. estaban destinadas a impedir la implosión de los pagos globales y de los EE. UU., que habrían llevado al fracaso de muchos bancos y empresas de otra manera solventes y a un fuerte aumento del desempleo. Los beneficiarios inmediatos de la ayuda financiera del Gobierno fueron los tenedores de bonos y otros acreedores no

garantizados de los bancos, así como al público en general.

Un grupo de propuestas de reforma tiene por objeto limitar las cantidades y tipos de activos que las empresas que se benefician del seguro de depósito de la administración pueden adquirir. Por ejemplo, estas empresas tendrían limitadas sus inversiones en fondos de cobertura y de firmas de capital privado. Otro grupo de propuestas limitarían las transacciones de los bancos hacia sus propias cuentas en diversos tipos de derivados. Otra propuesta es que las transacciones bancarias de derivados podrían ocurrir sólo en un mercado organizado al igual que los mercados de futuros en divisas y en oro, en lugar de en el mercado de acciones no cotizadas en bolsa.

Un amplio conjunto de propuestas se dirigiría a la estructura de capital de los bancos. Una propuesta genérica es aumentar el requisito de capital del banco, que es la idea central de la

próxima actualización de los Acuerdos de Basilea («Basilea III»). Una variante es que el capital necesario de cada banco dependerá de la composición de los activos del banco: cuanto mayor sea la proporción de los «activos de riesgo», mayor será el capital necesario. Otra variante es que los requisitos de capital se adecuaran a la tasa de crecimiento de los activos bancarios; a mayor tasa, mayor exigencia. Un enfoque diferente es que los bancos tengan «capital contingente»: si las pérdidas por préstamos llevaran a una disminución del capital por debajo del mínimo regulado, a continuación, algunos de los bonos emitidos por los bancos se convertirían en acciones. Por lo tanto, cada titular de bonos —o los titulares de ciertos tipos de bonos que habían sido emitidos por los bancos— sería accionista de activos contingentes.

Un tercer grupo de propuestas se centra en cambios en la estructura institucional de la banca y

la industria de servicios financieros. Una de las recomendaciones genéricas (el «Plan Volcker») es que las actividades de inversión de los bancos deben ser separadas de sus actividades tradicionales de banca comercial, distinción que se había legislado en la Ley Glass-Steagall de 1933. Otra propuesta es que los bancos más grandes se «empequeñecieran», de modo que a partir de entonces ningún banco fuera tan grande como para que su quiebra pudiera arrastrar a la quiebra a otros bancos.

Un conjunto de propuestas se centra en la necesidad de cambiar la ubicación institucional de los reguladores bancarios. La premisa es que los reguladores no cumplieron las reglas, ya sea porque fueron «capturados» por las empresas que se suponía que debían regular o por la indolencia burocrática; la regulación parece superflua en tiempos de bonanza, así las personas que quieren una vida tranquila se convierten en reguladores.

La regulación de los bancos comenzó cuando fueron auditados por primera vez por los gobiernos: quedaron sujetos a diversas restricciones a cambio del privilegio de producir dinero. El patrón es la regulación incremental; cada crisis lleva a la adopción de nuevas regulaciones para evitar la posibilidad de que el mismo tipo de crisis pueda repetirse. Los bancos están sujetos a las regulaciones de cartera, a requerimientos de capital, a requisitos de liquidez, a restricciones de ramificación, a máximos de tasas de interés, a seguros de depósitos. Las regulaciones limitan la autocontratación de los banqueros y los préstamos a los propietarios de los bancos y funcionarios.

En EE. UU., la Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor requiere que los bancos tengan reservas de capital mayores y que el mismo requisito se aplique a las sociedades de cartera de los bancos. Estipula

restricciones en los pagos de compensación para los originadores de hipotecas, que están obligados a tener una reserva equivalente al 5 % de las hipotecas que se originan. Estipula límites en la cantidad de participaciones en fondos de cobertura y firmas de capital privado que los bancos pueden poseer, y también límites a su participación en algunas operaciones con derivados de riesgo. Además, la Oficina de Control del Ahorro se une a la Oficina del Contralor de la Moneda.

¿Habría sido diferente la historia financiera de los últimos diez años si las regulaciones de la legislación Dodd-Frank se hubieran adoptado en el año 2000? ¿El aumento extraordinario de los precios de los bienes raíces residenciales y comerciales norteamericanos que tuvieron lugar durante los siguientes siete años habría sido significativamente menor?

La burbuja en el mercado inmobiliario de EE. UU. fue el resultado de un incremento

extraordinario en la oferta de crédito, o lo que es lo mismo, de un aumento extraordinario de la demanda de hipotecas y de valores relacionados con hipotecas. Parte de esta demanda era de empresas extranjeras, incluidos los bancos centrales de Asia, y parte de la demanda fue de los prestamistas patrocinados por el gobierno de EE. UU., Fannie Mae y Freddie Mac, y de la Federal Home Loan Banks. Los agentes de Freddie y Fannie alentaron a los bancos centrales a creer que sus pagarés estaban garantizados eficazmente por el Tesoro de EE. UU.; que resultó ser cierto. Parte del incremento en la oferta de crédito fue de los fondos de pensiones de EE. UU. y las empresas de seguros de EE. UU. Por otra parte, los bancos de inversión de EE. UU. habían adquirido decenas de miles de millones de dólares en hipotecas que finalmente titulizarizaron, que se mantuvieron en los inventarios hasta que pudieron ser transferidos a los fideicomisos que emitirían los títulos

respaldados por hipotecas.

Los bancos comerciales de EE. UU. no suponían más del 20 % del aumento de la oferta de crédito para bienes raíces. Las pérdidas masivas de préstamos de los bancos entre 2007 y 2010 se debieron a que sus juicios sobre la tendencia de los precios inmobiliarios estaban equivocados; estas empresas —y los reguladores financieros— subestimaron los riesgos de crédito unidos a las hipotecas y a los valores relacionados con las hipotecas porque no creían que el precio de los inmuebles residenciales pudiera disminuir, tal vez porque creían que los precios nunca antes se habían reducido a nivel nacional. (Los prestamistas no se dieron cuenta de que los precios de bienes raíces disminuyeron a nivel nacional durante la Gran Depresión.) Las pérdidas que los bancos habían sufrido en sus operaciones en derivados esotéricos —a excepción de los vinculados con valores relacionados con hipotecas

— eran pequeñas. Estas transacciones tuvieron un impacto significativo en la solvencia de una sola empresa, AIG, que era principalmente un conglomerado de seguros (aunque AIG tenía un pequeño banco). AIG necesitaba cantidades cada vez mayores de dinero en efectivo como margen para los intercambios de deuda por capital que se vendieron mientras las agencias de calificación crediticia rebajaban su perfil de riesgo. La razón de ser de la ayuda masiva del gobierno a AIG era que si quebraba, también caerían muchas de las contrapartes que habían comprado los intercambios vendidos por AIG.

La oferta de crédito disponible para la compra de hipotecas y el alcance de la burbuja inmobiliaria que comenzó en 2002 puede haber sido ligeramente más fuerte a causa de la creencia de que los bonos de Fannie Mae y Freddie Mac estaban garantizados eficazmente por el Tesoro de EE. UU. Del mismo modo, la oferta de crédito

puede haber sido ligeramente mayor porque las agencias de calificación crediticia fueron corrompidas por los bancos de inversión en sus evaluaciones de riesgo de los diversos valores relacionados con hipotecas. Por otra parte, la oferta de crédito puede haber sido ligeramente mayor debido a que algunas de las empresas que originaron las hipotecas que se titulizaron fueron menos meticulosas en la evaluación de los riesgos de crédito que si hubieran previsto mantener las hipotecas en sus carteras, de ahí la exigencia de que los originadores mantengan el 5 % del riesgo de crédito.

Uno de los hechos comprobados es que las burbujas de crédito se expanden, los prestamistas otorgan créditos a los prestatarios que son cada vez menos atractivos en términos de su historial de pago y su capacidad y voluntad de respetar los contratos. El aumento de la proporción de préstamos de alto riesgo del 6 al 20 % del total

del mercado de hipotecas de bienes raíces residenciales que se produjo entre 2004 y 2005 se debió a que no había suficientes hipotecas de alto riesgo para satisfacer la demanda de valores relacionados con hipotecas. Algunos de los prestamistas querían mayores tasas de retorno asociadas a valores relacionados con hipotecas. Los prestatarios al límite de ser solventes eran capaces de obtener dinero porque no había macrorrestricciones vinculantes para el aumento de la oferta de crédito. Muchas empresas, incluidas Countrywide Financial, Washington Mutual y Northern Rock, aceptaron más riesgos crediticios porque querían aumentar sus cuotas de mercado, mientras que muchos de sus competidores se mostraron renuentes a ceder cuota de mercado, con el resultado de que los estándares de crédito se redujeron.

La legislación Dodd-Frank incrementará los costos de los bancos. Una de las características

estándar del desarrollo del mercado financiero es que cuando los costos de la regulación impuesta a varias empresas son significativos, las instituciones desarrollan otros nuevos que eluden estas normas. El sistema financiero paralelo se ha desarrollado junto con el sistema tradicional, en respuesta a las regulaciones impuestas a los bancos tradicionales, por lo que los fondos del mercado monetario, la banca extraterritorial y las entidades de inversión con fines específicos son los componentes de este sistema. Fannie Mae y Freddie Mac tenían una ventaja en cuanto a costes sobre los prestamistas hipotecarios tradicionales debido a la garantía implícita del gobierno sobre sus obligaciones, pero también tenían otra ventaja más, ya que tenían requerimientos de capital mucho más bajos. Durante la crisis financiera, los fondos del mercado monetario fueron puestos bajo el paraguas de las garantías de seguro de depósito federal para detener salidas de dinero incipientes:

una comida gratuita para los propietarios de los fondos del mercado monetario y para las empresas que emitían estos pagarés.

Es demasiado pronto para determinar si el aumento de los costos de la regulación que se deriven de la Ley Dodd-Frank conducirán o no a una expansión significativa de los roles de las empresas en el sistema financiero paralelo. Algunas de estas nuevas empresas no reguladas pueden ser propiedad de las instituciones reguladas. No hay nada en la ley Dodd-Frank que impida un aumento en la oferta de crédito a disposición de los bienes raíces o un aumento de los precios inmobiliarios comparable al que se produjo después de 2002; o un aumento aún mayor. La proporción de créditos de los bancos regulados sería algo menor debido a las regulaciones. Sin embargo, cuando la burbuja inmobiliaria de 2020 implote, algunos bancos incurrirán en pérdidas por préstamos tan grandes que se verán obligados

a cerrar o a buscar un socio para una fusión recapitalizadora, mientras que otros estarán protegidos por el mayor nivel de capital requerido. Cuántos bancos se verán obligados a cerrar dependerá del alcance del aumento de los precios inmobiliarios durante la burbuja en relación con el aumento de capital de los bancos. Cuando los precios inmobiliarios empiezan a bajar, es inevitable el contagio hacia las empresas en el sistema bancario paralelo, al igual que les ocurrió a los bancos de inversión y a los fondos del mercado monetario y a los grandes bancos aseguradores en 2007, 2008 y 2009. Antes y durante los años de la burbuja, los reguladores dijeron: «No vamos a pagar la fianza o a prestar otro tipo de apoyo a los prestamistas que han eludido la regulación». Tal vez las autoridades en el momento de la crisis se adhieran a este compromiso, pero la lección de la historia es que no lo harán, y que si las instituciones que se han

desarrollado para eludir la regulación recibieran ayuda financiera del gobierno durante la crisis para subsanar sus pérdidas sería algo muy costoso para las instituciones reguladas, ya que los precios de la mayoría de los activos —con excepción de los bonos del gobierno— se reducirían.

La premisa para muchos de los cambios propuestos en la regulación financiera y las características principales de la legislación Dodd-Frank es que la causa de la crisis financiera tuvo su origen en la demanda y la concesión imprudente de créditos de los bancos individuales y otras empresas. La opinión de la competencia es que la causa de la crisis fue que la oferta de crédito aumentó a un ritmo demasiado rápido en Estados Unidos, Gran Bretaña, Irlanda, España, Islandia y Sudáfrica. De manera similar, la oferta de crédito disponible para la compra de bonos de los gobiernos de Grecia y Portugal se incrementó a un ritmo demasiado rápido. Los préstamos

irresponsables y la avaricia sólo tuvieron un impacto menor en la oferta de crédito; los prestamistas respondieron al rápido aumento de la oferta de crédito. Los bancos fueron uno de los canales de los flujos de crédito. La oferta de crédito habría sido satisfecha de alguna otra manera si los bancos hubieran sido más cautelosos en la compra de hipotecas y valores relacionados con hipotecas.

El inconveniente de las propuestas de reforma financiera y la legislación Dodd-Frank es que no afectan a la oferta de crédito y al aumento de la demanda de valores relacionados con hipotecas. Existe una probabilidad alta de que si el régimen de regulación financiera de EE. UU. se hubiera reestructurado en el año 2000 mediante las líneas de la legislación Dodd-Frank, la historia monetaria de los próximos diez años no habría sido muy diferente.

APÉNDICES

Un perfil simplificado de las crisis financieras, de 1618 a 2008

Año	1618-1623	1636-1637	1690-1696
Países (ciudad)	Sacro Imperio Romano Germánico	República Holandesa	Inglaterra
Relacionada con	Guerra de los Treinta años	Auge en la guerra contra España	Gloriosa Revolución, 1688; guerra contra Francia, 1689-1697
Especulación precedente con	Moneda subsidiaria, intercambio de malo por bueno	Participaciones de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, bienes raíces, bulbos de tulipán exótico, bulbos de tulipán común, canales	Compañía de las Indias Orientales, tesoro, nuevas compañías, loterías
Expansión monetaria de	Degradación de monedas por peso, finura, denominación	Ninguno (?), caída de los pagos en especies	Degradación de la moneda, Banco de Inglaterra establecido en 1694
Pico especulativo	Febrero de 1622	Febrero de 1637	1695
Crisis (caída, pánico)	Febrero de 1622	Febrero de 1637	1696
Pretramista de último recurso	Ninguno	Ninguno	Ninguno

	1720	1763	1772	
Países (ciudad) Relacionada con	Inglaterra Tratado de Utrecht, 1713	Francia Muerte de Luis XIV, 1715	Ámsterdam Fin de la Guerra de los Siete Años	Gran Bretaña Guerra de los Siete Años (10 años después)
Especulación precedente con	Acciones de la Compañía de los Mares del Sur	Compañía del Mississippi, Banque Générale, Banque Royale	Productos básicos, especialmente azúcar (?)	Vivienda, carreteras, canales
Expansión monetaria de	Sword Blade Bank	John Law Banks	<i>Wisselbank</i> (cadena de pagarés)	<i>Wisselbank</i> ; Banco de Ámsterdam
Pico especulativo	Abril de 1720	Diciembre de 1719	Enero de 1763	Junio de 1772
Crisis (caída, pánico)	Septiembre de 1720	Mayo de 1720	Septiembre de 1763	Enero de 1773
Prestatista de último recurso	Banco de Inglaterra	Ninguno	Banco de Inglaterra	Banco de Inglaterra Ciudad de Ámsterdam

Año	1792	1793	1797	1799	1810	1815-1816
Países (ciudad) Relacionada con	EE. UU. Se adopta la Constitución, 1789	Inglaterra Reino del Terror (Francia)	Inglaterra Colapso de los <i>assignats</i> , desembarco de Francia, Fishguard	Hamburgo Rotura del Bloqueo continental	Inglaterra Campana de Wellington en la Península	Inglaterra Fin de las Guerras Napoleónicas
Especulación precedente con	Recuperación de bonos de EE. UU.	«La manía del canal»	Valores, canales	Productos básicos	Exportaciones a Brasil (y Escandinavia)	Exportación de productos básicos, Contínente y EE. UU. Bancos
Expansión monetaria de	El Tesoro aceptó títulos públicos a la par que las acciones del Banco de EE. UU.	Flujos de capital desde Francia	Bancos locales	<i>Wechseltreier</i>	Bancos locales	
Pico especulativo Crisis (caída, pánico)	Enero de 1792 Marzo de 1792	Noviembre de 1792 Febrero de 1793	1796 Febrero-junio de 1797	1799 Agosto-noviembre de 1799	1809 1810-enero de 1811	1815 1816
Prestamista de último recurso	El Tesoro de EE. UU. abre mercado de compras, aplaza la recaudación aduanera	Papel moneda emitido por el Gobierno y sujeto a intereses	Papel moneda emitido por el Gobierno y sujeto a intereses, abandono del oro	Papel moneda del Almirantazgo	Papel moneda emitido por el Gobierno y sujeto a intereses	?

Año	1819	1825	1828	1836	1837	1838
Países (Ciudad) Relacionada con	Inglaterra EE. UU.	Inglaterra	Francia	Inglaterra	EE. UU.	Francia
Especulación precedente con	Waterloo (cinco años después) Productos básicos, valores	Éxito de préstamo de Baring; disminución de las tasas de interés Bonos latinoamericanos, minas, algodón	Disminución de las tasas de interés Canales, algodón, construcción	Auge del sector textil	Presidencia de Jackson	Monarquía, julio, 1830
Expansión monetaria de	Fabricación de espaldas al embargo Banco de EE. UU.	Bonos vendidos a plazos, bancos locales	Bancos de París	Algodón, ferrocarril Sociedades anónimas bancarias	Algodón, tierras Bancos no sujetos a la regulación federal; retención de plata	Algodón, construcción Bancos regionales
Pico especulativo	Diciembre de 1818	Principios de 1825		Abril de 1836	Noviembre de 1836	
Crisis (caída, pánico)	Ninguna	Diciembre de 1825	Diciembre de 1836	Diciembre de 1836	Septiembre de 1837	Junio de 1837
Prestamista de último recurso	No se necesitó	Banco de Inglaterra	París, bancos de Basilea, Francia, bancos	El Banco de Francia y el Banco de Hamburgo ayudaron al Banco de Inglaterra	El Banco de Francia y el Banco de Hamburgo ayudaron al Banco de Inglaterra	El Banco de Francia y el Banco de Hamburgo ayudaron al Banco de Inglaterra

Año	1847	1848	1857
Países (ciudad) Relacionada con	Inglaterra Hambre por la escasez de la patata de 1846; quebra del trigo	Continente Hambre por la de 1846; quiebra del trigo	Inglaterra Final de la guerra de Crimea
Especulación precedente con	Ferrocarril, trigo	Ferrocarril, trigo, construcción (Colonia)	Ferrocarril, trigo
Expansión monetaria de	Venta a plazos de valores del ferrocarril	Bancos regionales	Fusiones bancarias, Cámara de compensación alemanes
Pico especulativo Crisis (caída, pánico)	Enero de 1847 Octubre de 1847	Marzo-abril de 1848 Marzo de 1848	Marzo de 1857 Octubre de 1857
Pretramista de último recurso	Suspensión de la Ley de Bancos de 1844	Préstamo del Banco de Inglaterra al Banco de Francia; Rusia compra <i>rentes</i> a Francia	Noviembre de 1857 <i>Silberzug</i> (Hamburgo)

Año	1864	1866	1873	1882
Países (ciudad) Relacionada con	Francia Final de la Guerra Civil	Inglaterra/Italia Pasivos limitados	Alemania/Austria Indemnización franco-prusiana	Francia Expansión en el sudeste de Europa
Especulación precedente con	Algodón, compañías navieras en general	Algodón, compañías navieras en general	Construcción, ferrocarril, valores, productos básicos	Ferrocarril, terrenos cedidos por el Estado a los colonos, Chicago (construcción)
Expansión monetaria de	Crédit Mobilier	Casas de descuento (sociedades anónimas)	Nuevos bancos industriales, bancos bursátiles, bancos hipotecarios de la construcción	Valores comprados en margen
Pico especulativo Crisis (caída, pánico)	1863 Enero de 1864	Julio de 1865 Mayo de 1866	Otono de 1872 Mayo de 1873	Diciembre de 1881 Enero de 1882
Preamista de último recurso	Vencimiento de facturas de compra extendidas	Suspensión de la Ley de Bancos; Italia abandonó la paridad fija	Ninguno	Ayuda limitada de los bancos de París

Año	1890	1893	1927	1920-1921
Países (ciudad)	Inglaterra	EE. UU.	Australia	Francia/Italia
Relacionada con	Compensación argentina de las tierras del sur; Brasil, café; Chile, nitratos; Sudáfrica, oro	La Ley de la Plata de 1890	Crecimiento de las ciudades	Final del auge de la posguerra
Especulación precedente con	Valores argentinos, empresas privadas convertidas en públicas	Plata, oro	Tierra, minas de oro	Valores, barcos, materias primas, existencias
Expansión monetaria de	La conversión Gorschen	Contratación	Flujo de capital	Bancos
Pico especulativo	Agosto de 1890	Diciembre de 1892	1891	Verano de 1920
Crisis (caída, pánico)	Noviembre de 1890	Mayo de 1893	Primavera de 1893	Marzo de 1906
Prestatista de último recurso	Descubiertos de pasivos garantizados; Banco de Francia; Rusia presta oro a Gran Bretaña	Derogación de la Ley Sherman sobre la plata, de 1893	Ninguno	Agosto de 1906
			100 millones de dólares de flujo de capital desde Gran Bretaña	Agosto de 1907
				1907
				Italia
				Verano de 1920
				Primavera de 1921
				Ninguno
				Gran Bretaña

Año	1929	1931-1933	1950-1970	1974-1975
Países (ciudad) Relacionada con	EE. UU. Final del prolongado auge de la posguerra	Europa EE. UU. deja de conceder préstamos al exterior	Global Convertibilidad sin coordinación macroeconómica	EE. UU./Global Quiebra de Bretton Woods; subida de precios de la OPEP de 1973
Especulación precedente con	Tierras hasta 1925, valores en 1928 y 1929	No aplicable	Cambio extranjero	Valores, edificios de oficinas, petroleros, Real Estate Investment Trust (inversiones a gran escala de bienes inmuebles), aviones Boeing 747
Expansión monetaria de Pico	Valores vendidos en margen Septiembre de 1929	Préstamos de EE. UU. 1929	No aplicable «Especulación en divisas de:»	Inundación de eurodólares en el mercado de 1970-1971 1973
Crisis (caída, pánico)	Octubre de 1929	Austria, mayo de 1931; Alemania, junio de 1931; Gran Bretaña, septiembre de 1931; Japón, diciembre de 1931; EE. UU., marzo de 1933	(edición Ariel, 1991) Francia, 1958; Canadá, 1962; Italia, 1963; Gran Bretaña, 1964; Francia, 1968; EE. UU., 1973, etc.	1974-1975
Preramista de último recurso	Operaciones de mercado abierto del Banco de la reserva Federal de Nueva York (inadecuadas)	Débiles esfuerzos de EE. UU., Francia	Red de intercambio del Banco de Pagos Internacionales	Red de intercambio del Banco de Pagos Internacionales

Año	1979-1982	1982-1987
Países (ciudad) Relacionada con	EE. UU./Global Préstamos bancarios sindicados al Tercer Mundo, subida de precios del petróleo de la OPEP de 1979 en aceite, bienes raíces en suroeste de Estados Unidos, tierras de labranza de EE. UU., dólar	EE. UU. Mercado de valores, viviendas de lujo, edificios de oficinas, dólar
Expansión monetaria desde el pico especulativo Crisis (calda, pánico)	1979 Dólar, 1979; tierras de labranza, 1979; petróleo, 1980; Deuda del Tercer Mundo, 1982	Flujo de capitales en dólares, 1985; valores, 1987; bienes raíces, 1987 Valores, 19 de octubre de 1987
Prestamista de último recurso	FMI, Banco Federal de la Reserva de Nueva York, gobierno de EE. U. U. para la deuda de México, Farm Loan Bank Board (Administradores del sistema de créditos agrícolas)	Banco Federal de la Reserva de Nueva York, bancos de operaciones de mercado abierto, Federal Deposit Insurance Corporation, Federal Savings and Loan Insurance Corporation

Año	1990	1994-1995	1997-1998	2007-2008
Países (ciudad)	Japón	México	Tailandia, Indonesia, Malasia, Corea, Rusia, Brasil	EE. UU., Gran Bretaña, España, Irlanda, España, Grecia
Relacionada con	Índice Nikkei; bienes raíces	Desregularización: flujos de capital y retirada de capitales; auge económico interno	Desregularización: flujos de capital y retirada de capitales; préstamos al extranjero	Bienes raíces; valores (Islandia); préstamos gubernamentales (Grecia); flujos de capital
Expansión monetaria de	Reducción de las tasas de interés de 1986	Flujos de capital, préstamos bancarios, los nuevos bancos nacionales de 1991, la nacionalización de la banca privatizada de 1991	Préstamos bancarios, auge de la construcción, capitalismo amiguista	Flujos de dinero
Pico especulativo	Primera mitad de 1989	1994-1995	1997-1998	Finales de 2006
Crisis (caída, pánico)	Enero de 1990	1994-1995	1997-1998	Septiembre de 2008
Preamista de último recurso	El Ministerio de Hacienda y el Banco de Japón tardan en reaccionar	Fondo de Estabilización de EE. UU.; FMI; Banco Internacional de Desarrollo	FMI; Banco Mundial; Asian Development Bank; préstamos bilaterales entre países	FMI

Notas

1. La crisis financiera: perennemente presente

[1]. Ezra Vogel, *Japan as Number One: Lessons for America* (Boston: Harvard University Press, 1979).

[2]. C. P. Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, 2.a ed. (Berkeley: University of California Press, 1986).

[3]. Ver Robert D. Flood y Peter W. Garber, *Speculative Bubbles, Speculative Attacks and Policy Switching* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1994), quienes creen en «fundamentos» como determinar el comportamiento económico, a menos que los gobiernos cambien las reglas. Un cambio en particular en el último cuarto del siglo XX fue la desregularización de los mercados financieros.

[4] . Edward Shaw, *Financial Deepening in Economic Development* (Nueva York: Oxford University Press, 1973); y Roland I. McKinnon, *Money and Capitalism in Economic Development* (Washington, DC: Brookings Institution, 1973). Un estudio detallado de la regulación en los países desarrollados es «A Survey of Financial Liberalization» de John Williamson y Molly Mohar, *Essays in International Finance*, n. 221 (Princeton, NJ: International Finance Section, noviembre de 1998).

[5]. *Recent Innovations in International Banking* (Basel: Bank for International Settlements, 1986).

[6]. Ver Kindleberger, «Panic of 1873», en *Historical Economics* (Nueva York: Harvester Wheatsheaf, 1990), pp. 310-25; ídem, «International Propagation of Financial Crises»; Henrietta M. Larson, *Jay Cooke, Private Banker* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1936); y Matthew Simon, *Cyclical Fluctuations in the International Capital Movements of the United States, 1865-1897* (Nueva York: Arno, 1979).

2. Anatomía de una crisis típica

[1] . Joseph A. Schumpeter, *Business Cycles: a Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process* (Nueva York: McGraw-Hill, 1939), vol. 1, cap. 4, pp. 161.

[2] . Hyman P. Minsky, *John Maynard Keynes* (Nueva York: Columbia University Press, 1975); y ídem, «The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behavior of the Economy», en C. P. Kindleberger y J.-P. Laffargue, eds, *Financial Crises: Theory, History and Policy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1982), pp. 13-29. Para una perspectiva del trabajo de Hyman Minsky en el contexto histórico, ver Perry Mehrling, «The Vision of Hyman P. Minsky», en el *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 39 (1999), pp. 125-58.

[3]. Ver R. C. O. Matthews, «Public Policy, and Monetary Expenditure», en Thomas Wilson y Andrew S. Skinner, eds., *The Market and the State: Essays in Honour of Adam Smith* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1976), p. 336.

[4]. Ver James B. Stewart, *Den of Thieves* (Nueva York: Touchstone Books [Simon & Schuster], 1991, 1992), p. 97: «Lo que realmente alimentó el auge de las compras [en los años ochenta] fue ver que otras personas hacían dinero, mucho dinero, comprando y vendiendo empresas».

[5]. Ver C. P. Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, 2.a ed. (Berkeley: University of California Press, 1986), pp. 1-3.

[6] .Robert D. Flood y Peter W. Garber, *Speculative Bubbles, Speculative Attacks and Policy Switching* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1964), pp. 73-4, 85, 96, 98, etc.

[7]. Alvin Hansen, *Business Cycles and National Income* (Nueva York: W. W. Norton, 1957), p. 226.

[8]. Los periódicos comprobaron que la George Soros's Quantum Fund tuvo unos beneficios de 1.000 millones yendo en corto con la libra esterlina y la lira italiana en 1992-93 y perdió 600 millones de dólares yendo en corto con el yen en la primavera de 1994.

3. Las manías especulativas

[1]. John F. Muth, «Rational Expectations and the Theory of Price Movements», *Econometrica*, vol. 29 (Julio 1961), pp. 313-35.

[2] . Harry G. Johnson, «Destabilizing Speculation: a General Equilibrium Approach», *Journal of Political Economy*, vol. 84 (Febrero de 1976), p. 101.

[3]. Milton Friedman, «The Case for Flexible Exchange Rates», en *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press, 1953). En una ocasión, Friedman se movió a una posición diferente: «la especulación desestabilizadora es una posibilidad teórica, pero no conozco ninguna evidencia empírica que haya tenido lugar incluso en un caso especial, y no digamos entonces como regla general». Milton Friedman, «Discussion» de C. P. Kindleberger, «The Case for Fixed Exchange Rates, 1969», en Federal Reserve Bank of Boston, *The International Adjustment Mechanism* (Boston: Federal Bank of Boston, 1979), pp. 114-15.

[4]. Ver Fernand Braudel, *The Structures of Everyday Life*, vol. 1 de *Civilization and Capitalism: the Limits of the Possible*, trad. Siân Reynolds (Nueva York: Harper and Row, 1981), pp. 220, 221, 281, 315, 318, 335, etc.

[5]. H. M. Hyndman, *Commercial Crises of the Nineteenth Century* (1892; 2.^a ed. [1932], Nueva York: Augustus M. Kelley, 1967), p. 96.

[6]. Walter Bagehot, *Lombard Street: a Description of the Money Market* (1873, Londres: John Murray, 1917), p. 18.

[7]. Sir John Clapham, *The Bank of England: a History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), vol. 2, p. 326.

[8]. Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776, Nueva York: Modern Library, 1937), pp. 703-4.

[9]. Alfred Marshall, *Money, Credit and Commerce* (1923, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1965), p. 305.

[10]. Cada vez más teóricos económicos se alejan de la confianza inquebrantable del supuesto de que los actores del mercado sean uniformemente inteligentes, informados, y de pensamiento independiente, introduciendo conceptos como información asimétrica (diferentes conocimientos para diferentes actores), disonancia cognitiva (supresión inconsciente de información que falla al fijar visiones a priori), comportamiento gregario, procrastinación que impide actuar a tiempo, y más. Los interesados deberían consultar especialmente el trabajo de George Akerlof y Richard Thaler. Para estudios relevantes, ver Frederic S. Miskin, «Asymmetric Information and Financial Crises: a Historical Perspective», en R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crises* (Chicago: University of Chicago Press, 1991), pp. 69-108; y Thomas Lux, «Herd Behavior, Bubbles and Crashes», *Economic Journal*, vol. 105 (julio 1995), pp. 881-96.

[11]. Gustav LeBon, *The Crowd: a Study of the Popular Mind* (London: T. Fischer, Unwin, 1922).

[12] . Charles Mackay, *Memoirs of Extraordinary Delusions and the Madness of Crowds* (1852, Boston: L. C. Page Co., 1932).

[13] . John Carswell, *The South Sea Bubble* (Londres: Cresset Press, 1960), p. 161.

[14] . David Cass y Karl Shell, «Do Sunspots Matter?» *Journal of Political Economy*, vol. 91, n.º 2 (abril 1983), pp. 193-227. Este concepto de un acontecimiento completamente extraño se incluyó en la primera edición más o menos al azar. Desde 1983, sin embargo, las «*sunspots*» se han convertido en una palabra del arte de cubrir incertezas generales en contraposición a «fundamentos» de esa característica en las expectativas racionales.

[15]. Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*, 2.a ed. (Nueva York: Macmillan, 1911), cap. 1; Knut Wicksell, *Interest and Prices* (Londres: Macmillan, 1936).

[16]. Henrietta M. Larson, *Jay Cooke, Private Banker* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1934).

[17]. John Berry McFerrin, *Caldwell and Company: a Southern Financial Empire* (Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1939; reimpression, Nashville: Vanderbilt Press, 1969).

[18]. Peter Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* (Nueva York: W. W. Norton, 1976), pp. 90-3.

[19]. Joan Edelman Spero, *The Failure of the Franklin National Bank: Challenge to the International Banking System* (Nueva York: Columbia University Press, 1980).

[20]. Bagehot, *Lombard Street*, pp. 131-2.

[21] . George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: an Analytical Study* (Nueva York: Columbia University Press, 1953), p. 31.

[22]. R. C. O. Matthews, *A Study in Trade-Cycle History: Economic Fluctuations in Great Britain, 1832-1842* (Cambridge: Cambridge University Press, 1954), pp. 49, 110-11; y M. C. Reed, *Investment in Railways in Britain: a Study in the Development of the Capital Market* (Londres: Oxford University Press, 1976).

Las señoras y los clérigos —en la jerga americana, «viudas y huérfanos»— más bien pertenecen a una tercera etapa cuando los valores han madurado en el mercado. Los franceses llaman a tales inversiones «adecuadas para padres de familia». Charles Wilson, en *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), incluye una serie de variaciones en los grupos de inversores: en los Países Bajos, «solteros, viudas, oficiales de la marina y del ejército jubilados, magistrados, comerciantes retirados, párrocos y funcionarios de orfanatos» (p. 118); «cientos de otros comerciantes... así como miles de funcionarios, magistrados, viudas y huérfanos e instituciones benéficas» (p. 135); «viudas, párrocos, funcionarios de orfanatos, magistrados y funcionarios civiles» (p. 162); «aristócratas, burgueses ricos y funcionarios de Ámsterdam, viudas y solteras ricas» (p. 181); «solteros, teólogos, almirantes, funcionarios, comerciantes, especuladores profesionales, y las inevitables viudas y huérfanos» (p. 202). En la cita de Bagehot que constituye uno de los epígrafes de este libro,

los propietarios del capital ciego que carecían de la sabiduría para invertir adecuadamente fueron descritos como «señoras tranquilas, clérigos rurales y avaros del país» y otra vez como «rectores, autores, abuelas». Ver Bagehot, «Essays on Edward Gibbon», citado en Theodore E. Burton, *Financial Crises and Periods of Industrial and Commercial Depression* (Nueva York: Appleton, 1902), pp. 321-2. En su ensayo sobre lord Brougham (1857), Bagehot cita su tema sobre la crisis de 1814: «El frenesí, no puedo llamarlo de otra manera... descendió hasta las personas de extracto más humilde, y los más rápidos fueron eliminados por su afán comercial... No sólo empleados y obreros, sino también funcionarios de baja categoría, participaron con las pequeñas sumas que habían ahorrado para vejez y enfermedades... Los grandes especuladores quebraron; los de medio pelo se arrastraron a una precaria existencia, privados de todos los medios para continuar sus negocios ni en casa ni en el extranjero; los pobres embaucados perdieron sus reservas secretas y se fueron a la parroquia». (Norman St John-Stevás, ed., *Bagehot's Historical Essays* [Nueva York: New York University Press, 1966], pp. 118-19). Otra expresión británica para los ingenuos e inocentes que fueron arrastrados en las últimas fases de la burbuja es «fruteros y sirvientas». Las categorías americanas de 1929 eran de «limpiadores y camareros», y una caracterización más

moderna es «pintores de brocha gorda y chicas de oficina» (John Brooks, *The Go-Go Years* [Nueva York: Weybright and Talley, 1973, p. 305]). Los actuales inversores aficionados y mal aconsejados de EE. UU. son los médicos de éxito, los dentistas y los atletas profesionales.

[23]. Max Wirth, *Geschichte der Handelskrisen*, 4.^a ed. (1890, Nueva York: Burt Franklin, 1968), p. 480.

[24]. Ilse Mintz, *Deterioration in the Quality of Bonds Issued in the United States, 1920-1930* (Nueva York: National Bureau of Economic Research, 1951).

[25] . Benjamin Stein, «The Day Los Angeles's Bubble Burst», *New York Times*, 8 de diciembre de 1984.

[26]. «For Investors, Condo Craze Ends: Once Hot Market Makes Do Without Speculators», *Boston Globe*, 14 de febrero de 1988.

[27]. Homer Hoyt, *One Hundred Years of Land Values in Chicago* (Chicago: University of Chicago Press, 1933), p. 136.

[28]. Johnson H. G., «Destabilizing Speculation», p. 101.

[29] . Larry T. Wimmer, «The Gold Crisis of 1869: Stabilizing or Destabilizing Speculation under Floating Exchange Rates», *Explorations in Economic History*, 12 (1975), pp. 105-22.

[30]. Christina Stead, *House of All Nations* (Nueva York: Knopf, 1938).

[31]. Carswell, *South Sea Bubble*, pp. 131, 199.

[32]. *Ibid.*, p. 120.

[33]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 20. Hyndman, socialista, atribuye sarcásticamente este ejemplo a la década de 1820: «Los desatinos más ridículos fueron cometidos por la clase que se suponía que operaría en el beneficio general. Se enviaron braseros a ciudades de los trópicos, y Sheffield envió patines para disfrutar del tiempo libre a lugares donde nunca habían visto el hielo. El mejor cristal y la porcelana más fina se envió sin empaquetar» (Ver H. M. Hyndman, *Commercial Crises of the Nineteenth Century* [1892; 2.ª ed., 1932, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1967], p. 39.). Clapham tiene razón y Hyndman se equivoca. La fuente para ambos es J. R. McCullough, y sus *Principles of Political Economy*, 2.ª ed. (Edinburgo, 1830), en los que se refiere a 1810 y no a 1825. El anuncio de la formación de la Compañía de los Mares del Sur en mayo de 1711 produjo las expectativas de una fuerte demanda de productos británicos en América Latina, que proporcionaría «una solución triunfante al problema financiero [británico] y la necesidad de expansión para el apoyo de nuestra forma de vida». Los mercados en auge Booming se anticiparon en «Bahías de Colchester [un tipo de vestimenta], pañuelos de seda, medias de estambre, cera de lacre, especias, relojes de pared y de pulsera, queso Cheshire, encurtidos, escalas y balanzas para oro y plata» (ver Carswell, *South Sea Bubble*, p. 55).

[34]. William Smart, *Economic Annals of the Nineteenth Century* (1911, Nueva York: Augustus M. Kelly, 1964), vol. 2, p. 292.

[35]. Matthews, *Trade-Cycle History*, p. 25.

[36]. D. Morier Evans, *The History of the Commercial Crisis, 1857-1858, and the Stock Exchange Panic of 1859* (1859, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1969), p. 102.

[37] .Max Wirth, «The Crisis of 1890», *Journal of Political Economy*, vol. 1 (marzo de 1893), p. 230.

[38]. P. L. Cottrell, *Industrial Finance, 1830-1914: the Finance and Organization of English Manufacturing Industry* (Londres: Methuen, 1980), p. 169. Cottrell señala que la refluotación de Guinness fue de 6 millones de libras, manejadas por Baring y rebasadas muchas veces.

[39]. A. C. Pigou, *Aspects of British Economic History, 1918-25* (Londres: Macmillan, 1948).

[40]. J. S. Mill, *Principles of Political Economy, with some of their Applications to Social Philosophy* (1848; 7.a ed., Londres: Longmans, Green, 1929), p. 709.

[41]. Maurice Lévy-Leboyer, *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIXe siècle* (Paris: Presses Universitaires de France, 1964), p. 715.

[42] . Charles Wilson, *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), p. 25. Para una serie desde principios del s. XVII, ver J. G. Van Dillen, «The Bank of Amsterdam», en *History of the Principal Public Banks* (The Hague: Martinus Nijhoff, 1934), p. 95.

[43]. Para 1822 y 1824, ver Smart, *Economic Annals*, vol. 2, pp. 82, 215. Para 1888, ver W. Jett Lauck, *The Causes of the Panic of 1893* (Boston: Houghton Mifflin, 1907), p. 39.

[44] . A. Andréadès, *History of the Bank of England* (London: P. S. King, 1909), pp. 404-5, ver también p. 249.

[45] . O. M. W. Sprague, *History of Crises under the National Banking System* (1910, Nueva York: Augustus M. Kelly, 1968), pp. 35-6.

[46] . Great Britain, *Parliamentary Papers (Monetary Policy, Commercial Distress)*, «Report of the Select Committee on the Operation of the Bank Acts and the Causes of the Recent Commercial Distress, 1857-59» (Shannon: Irish University Press, 1969), vol. 4; Consular report from Hamburg, n.º 7, 27 January 1858, p. 438.

[47] . Esta declaración aparece en cursiva en el libro ficcionalizado de Donald H. Dunn's, *Ponzi, the Boston Swindler* (Nueva York: McGraw-Hill, 1975), p. 98.

[48]. *The Collected Works of Walter Bagehot* , ed. Norman St John Stevas (Londres: *The Economist*, 1978), vol. 11, p. 339.

[49]. Wirth, *Handelskrisen*, p. 109.

[50]. Wirth, «Crisis of 1890», pp. 222-4; Alfred Pose, *La monnaie et ses institutions* (París; Presses Universitaires de France, 1942), vol. 1, p. 215. Lauck calcula el costo de la operación de rescate en 25 millones de francos de los principales bancos y 100 millones de francos del Banco de Francia; ver *Causes of the Panic of 1893*, p. 57.

[51] . Ronald I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development* (Washington, DC: Brookings Institution, 1973).

[52] . Carlos F. Diaz-Alejandro, «Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash», *Journal of Development Studies*, vol. 18, n.º 1 (sept-oct 1985), pp. 1-24.

[53]. Ronald I. McKinnon y Donald J. Mathieson, «How to Manage a Repressed Economy», *Essays in International Finance*, n.º 145 (Princeton, NJ: International Finance Section, Princeton University, 1981).

[54]. Wirth, *Handelskrisen*, p. 519. Un evidente paralelo puede encontrarse en una gran exposición en Melbourne, Australia, para celebrar el centésimo aniversario del asentamiento europeo, que impulsó brevemente la economía de la ciudad. Ver Geoffrey Searle, *The Rush To Be Rich: a History of the Colony of Victoria* (Melbourne: Melbourne University Press, 1971), pp. 285-7.

[55]. J. W. Beyen, *Money in a Maelstrom* (Nueva York: Macmillan, 1959), p. 45.

[56]. La expresión es de Gerald Malynes en 1686, citado por Violet Barbour en su *Capitalism in Amsterdam in the 17th Century* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1963), p. 74.

[57]. William R. Scott, *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720*, 3 vols. (Londres: 1922), como resume J. A. Schumpeter en *Business Cycles* (Nueva York: McGraw-Hill, 1939), vol. 1, p. 250.

[58]. Carswell, *South Sea Bubble*, p. 139.

[59]. Hans Rosenberg, *Die Weltwirtschaftskrise von 1857-59* (Stuttgart-Berlin: W. Kohlhammer, 1934), p. 114.

[60]. David Divine, *Indictment of Incompetence: Mutiny at Invergordon* (Londres: Macdonald, 1970).

[61]. C. P. Kindleberger, «The Economic Crisis of 1619 to 1623», *Journal of Economic History*, vol. 51, n.º 1 (marzo 1991), pp. 149-75.

[62]. Wirth, *Handelskrisen*, p. 92.

[63]. Ibid., p. 458.

[64]. Bertrand Gille, *La Banque et le crédit en France de 1815 à 1848* (Paris: Presses Universitaires de France, 1959), p. 175.

[65]. Lévy-Leboyer, *Banques européennes*, p. 673.

[66]. Gille, *Banque et crédit*, p. 304.

[67]. Honoré de Balzac, *César Birotteau* (Paris: Livre de Poche, 1972), pp. 13-14.

[68]. Leland H. Jenks, *The Migration of British Capital to 1875* (Nueva York: Knopf, 1927), p. 34.

[69]. Rosenberg, *Weltwirtschaftskrise*, pp. 50, 100-1. Ver también Stewart L. Weisman, *Need and Greed: the Story of the Largest Ponzi Scheme in American History* (Syracuse: University of Syracuse Press, 1999).

* James K. Glassman y Kevin A. Hassett, *Dow 36,000: the New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market* (Random House, 1999); David Elias, *Dow 40,000: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History* (McGraw-Hill, 1999); Charles W. Kadlec, *Dow 100,000: Fact or Fiction* (Prentice Hall, 1999).

[70]. Carswell, *South Sea Bubble*, p. 171.

[71]. Ibid., pp. 140, 155.

[72]. Ibid., p. 159.

[73] . Guy Chaussinand-Nogaret, *Les financiers de Languedoc au XVIIIe siècle* (París: S.E.V.P.E.N., 1970), p. 146. Este autor observó que los financieros eran mucho más realistas que John Law, estimulando la especulación (*agiotage*), pero manteniéndose al margen de la fiebre y arruinando el sistema mediante la conversión de sus billetes cuando juzgaron que el momento era más favorable. *Ibíd.*, p. 129.

[74]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 239.

[75]. T. S. Ashton, *Economic Fluctuations in England, 1700-1800* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1959), p. 151.

[76]. *Ibid.*, p. 127.

[77] . Ver el artículo de Johannes van der Voort, *De Westindische Plantage van 1720 tot 1795* (Eindhoven: De Witte, 1973), en *Journal of Economic History*, vol. 36 (junio 1976), p. 519.

[78] . Wilson, *Anglo-Dutch Commerce*, pp. 169-87; Ashton, *Economic Fluctuations*, pp. 127-9; Clapham, *Bank of England*, vol. 1, 242-9; Martin G. Buist, *At Spes non Fracta, Hope & Co., 1770-1815: Merchant Bankers and Diplomats at Work* (The Hague: Martinus Nijhoff, 1974), pp. 21 y siguientes.

[79]. Arthur D. Gayer, W. W. Rostow y Anna J. Schwartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), vol. 1, p. 92.

[80] . Ruth Benedict, *Patterns of Culture* (Boston: Houghton Mifflin, 1934).

[81] . Ver Herman van der Wee, *The Growth of the Amsterdam Market and the European Economy* (The Hague: Martinus Nijhoff, 1963), vol. 2, p. 202; J. A. van Houtte, «Anvers», en Amintore Fanfani, ed., *Città Mercanti Dottrine nell' Economia Europea* (Milan: A. Guiffre, 1964), p. 311; Simon Schama, *The Embarrassment of Riches: an Interpretation of Dutch Culture of the Golden Age* (Berkeley: University of California Press, 1988), pp. 347-50; Ernest Baasch, *Holländische Wirtschaftsgeschichte* (Jena: Gustav Fischer, 1927), p. 240, citando a Büsch.

[82]. Schama, *The Embarrassment of Riches*, pp. 503, 505.

[83] . Clément Juglar, *Des crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*, 2.a ed. (1889, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1967).

[84]. Theodore E. Burton, *Financial Crises and Periods of Industrial and Commercial Depression* (Nueva York: D. Appleton, 1902), pp. 39-41.

[85]. Los precios reales de las tierras de Australia pasaron de 100 en 1870 a 450 en 1895, cayeron a unos 360 antes de 1900, y luego despegaron de nuevo hasta 600 en 1905. Ver Kevin H. O'Rourke y Jeffrey G. Williamson, *Globalization and History* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1999), Figura 3.1.

[86]. Francis W. Hirst, *The Six Panics and Other Essays* (Londres: Methuen, 1913), p. 2.

[87]. Michel Chevalier, *Lettres sur l'Amérique du Nord*, 3.^a ed. (Bruselas: Société belge du librairie, 1838), vol. 1, pp. 261-2.

[88]. Ibid., vol. 2, pp. 151 ff.

[89]. Andréadès, *Bank of England*, p. 404.

[90]. Louis Wolowski et al., *Enquête sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire* (Paris: Imprimerie impériale, 1867), vol. 2, p. 398.

[91]. Wilson, *Anglo-Dutch Commerce*, p. 77, citando a Isaac de Pinto en su *Jeu d'Actions* (s. XVIII).

[92]. Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire* (Londres: Allen & Unwin, 1977), p. 500, citando a Constantin Franz en 1872.

[93] . Oskar Morgenstern, *International Financial Transactions and Business Cycles* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1959), p. 550.

[94]. Robert Bigo, *Les banques françaises au cours du XIXe siècle* (Paris: Sirey, 1947), p. 262.

[95]. Stead, *House of All Nations*, p. 233.

[96]. Ibid., p. 244.

4. Alimentando el fuego: la expansión del crédito

[1]. Hablando a partir de fuentes limitadas, en el momento de la burbuja, normalmente, los vendedores no tenían bulbos y algunos (¿muchos?) compradores dieron anticipos en posesiones personales o productos básicos, presumiblemente porque no tenían líquido. La diferencia entre el valor de los anticipos y el precio negociado eran préstamos personales. Ver N. W. Posthumus, «The Tulip Mania in Holland in the Years 1636 and 1637», *Journal of Economic and Business History*, vol. 1 (1928-29), reimpresso por W. C. Scoville y J. C. LaForce, eds., *The Economic Development of Western Europe*, vol. 2, *The Sixteenth and Seventeenth Centuries* (Lexington, Mass.: D. C. Heath, 1969), p. 142; Simon Schama, *The Embarrassment of Riches: an Interpretation of Dutch Culture in the Golden Age* (Berkeley: University of California Press, 1987), p. 358; Robert P. Flood y Peter M. Garber, *Speculative Bubbles, Speculative Attacks and Policy Switching* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1994), p. 60.

[2]. Peter Temin, *The Jacksonian Economy* (Nueva York: W. W. Norton, 1969), pp. 79-82.

[3]. Jean Bouvier, *Le Krach de l'Union Générale, 1878-1885* (Paris: Presses Universitaires de France, 1960), pp. 129-34.

[4] . «Kuwait's Great \$70 Bn Paper Chase», *Financial Times*, 25 de septiembre de 1982; «Kuwait Aide Says Speculators Own "Price of Follies"», *International Herald Tribune*, 29 de octubre de 1982; «Kuwaitis Try a New Exchange», *New York Times*, 16 de diciembre de 1984.

[5]. Milton Friedman, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays* (Chicago: Aldine, 1969), pp. 1-50.

[6]. Jacob Viner, *Studies in the Theory of International Trade* (Nueva York: Harper, 1937), pp. 232-3.

[7]. J. G. Van Dillen, «The Bank of Amsterdam», en *History of the Principal Public Banks* (The Hague: Martinus Nijhoff, 1934), pp. 79-123.

[8]. Eli F. Heckscher y J. G. Van Dillen, eds., «The Bank of Sweden in Its Connection with the Bank of Amsterdam», en *ibíd.*, p. 169.

[9]. Walter Bagehot, «The General Aspect of the Banking Question», n.º 1, carta al editor de *The Economist*, 7 de febrero de 1857, en *The Collected Works of Walter Bagehot*, ed. Norman St John Stevas (Londres: *The Economist*, 1978), vol. 9, p. 319.

[10] . Great Britain, Committee on the Working of the Monetary System, *Report* (Radcliffe Report), Cmnd 827 (Londres: H. M. Stationery Office, agosto de 1959), pp. 133-4, 391-2.

[11]. *Ibid.*, pp. 134, 394.

[12]. James S. Gibbons, *The Banks of New York, Their Dealers, the Clearing House and the Panic of 1857* (New York: D. Appleton, 1859), pp. 376-7.

[13]. J. S. Mill, en *Westminster Review*, vol. 41 (1844), pp. 590-1, citado por Jacob Viner en sus *Studies in International Trade*, p. 246.

[14]. Ver Benjamin M. Friedman, «Portfolio Choice and the Debt-to-Income Relationship», *American Economic Review*, vol. 75, n.º 2 (mayo de 1985), pp. 338-43; e ídem, «The Roles of Money and Credit in Macro-economic Analysis», en James Tobin, ed., *Macroeconomics, Prices, and Quantities: Essays in Memory of Arthur Okun* (Washington, DC: Brookings Institution, 1983), pp. 161-89.

[15]. Samuel L. Clemens (Mark Twain) y Charles Dudley Warner, *The Gilded Age: a Tale of Today* (Nueva York: Harper & Brothers, 1873; 10 vols, 1915), vol. 1, p. 263.

[16]. Para una discusión más amplia ver C. P. Kindleberger, «The Quality of Debt», en D. B. Papadimitriou, ed., *Profits, Deficits and Instability* (Basingstoke: Macmillan, 1992); reimpresso en ídem, *The World Economy and National Finance in Historical Perspective* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1995), pp. 117-30.

[17] . Ver Hyman P. Minsky, «The Financial-instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy», en C. P. Kindleberger y J. P. Laffargue, eds., *Financial Crisis: Theory, History and Policy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1982).

[18]. Ver los comentarios sobre Minsky de J. S. Flemming, Raymond W. Goldsmith, y Jacques Melitz, en *ibíd.*, pp. 39-47.

[19]. «Revco Drugstore Chain in Bankruptcy Filing», *New York Times*, 29 de julio 1988.

[20]. Henry Kaufman, *Interest Rates, the Markets and the New Financial World* (Nueva York: Times Books, 1986).

[21]. Alfred Marshall señaló que el papel moneda se usaba en China 2000 años antes de su escritura, y que el término *flying money* se aplicaba a la letra de cambio hace 1000 años. Ver Apéndice E, «Notes on the Development of Banking, with Special Reference to English Experience», en *Money, Credit and Commerce* (1923, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1965), p. 305n. En Europa la letra de cambio fue desarrollada por los comerciantes italianos para las cuentas de saldo en las ferias. Los deudores netos al final de las transacciones pagaban en letras en una feria en un lugar diferente, o en la siguiente feria en el mismo lugar. Este «dinero privado» era necesario porque no había suficientes monedas (dinero del príncipe) para cuadrar las cuentas. Ver Marie-Thérèse Boyer-Xambeu, Ghislain Deleplace, y Lucien Gillard, *Private Money and Public Currencies: the 16th-Century Challenge* (Armonk, NY: M. W. Sharpe, 1984).

[22]. T. S. Ashton, «The Bill of Exchange and Private Banks in Lancashire, 1790-1830», en T. S. Ashton y R. S. Sayers, eds., *Papers in English Monetary History* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), pp. 37-8.

[23] . Francis C. Knowles, *The Monetary Crisis Considered* (1827), en referencia al House of Lords Committee on Scottish and Irish Currency de 1826; citado por J. R. T. Hughes, en su *Fluctuations in Trade, Industry and Finance: a Study of British Economic Development, 1850-1860* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1960), p. 267.

[24]. Ibid., p. 258.

[25]. Kurt Samuelsson, «International Payments and Credit Movements by Swedish Merchant Houses, 1730-1815», *Scandinavian Economic History Review*, vol. 3 (1955), p. 188.

[26]. Para un ejemplo temprano de tales actitudes, ver la discusión hipotética de la junta de directores del Banco de Nueva York en la década de 1850, de James S. Gibbons, *The Banks of New York, Their Dealers, the Clearing House, and the Panic of 1857*, p. 50. Un director suplica la solicitud de préstamo del señor Black, «rico más allá de cualquier contingencia», que quiere construir una casa nueva en la Quinta Avenida por 60.000 dólares y gastarse 40.000 dólares en amueblarla, y propone ampliar su línea de descuento en el banco para el monto total. Otro director objeta:

Señor Presidente, mi idea es que no tenemos derecho a descontar nada en la Junta pero sí a conceder pagarés negociables *bona fide* a pagar en su debido momento. Y por encima de esto el endosante debe ser capaz de asumirlo por sí mismo, si el librador quebrara o muriera. ¿No ven que estamos descontando estos efectos negociables para pagar la casa y los muebles del señor Black, sólo para su propio disfrute? ¡Esto no es un efecto negociable, señor! Es un pagaré de favor en el más claro sentido.

El libro de Gibbon, que incluye capítulos dedicados a diversos aspectos de la labor de un banco, es el precursor de mediados del siglo XIX del libro de Martin Mayer *The Bankers* (Nueva York: Ballantine Books, 1974).

[27]. R. G. Hawtrey, *The Art of Central Banking* (Londres: Longmans, Green, 1932), pp. 128-9.

[28]. Ver Herman E. Krooss, ed., *Documentary History of Banking and Currency in the United States* (Nueva York: Chelsea House, 1969), vol. 1, p. 31.

[29]. Viner, *Studies in International Trade*, pp. 245, 249-50.

[30]. Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776, Nueva York: Modern Library, 1937), pp. 293-7.

[31]. R. G. Hawtrey, *Currency and Credit*, 3.^a ed. (Nueva York: Longmans, Green, 1930), p. 224.

[32]. Arthur D. Gayer, W. W. Rostow, y Anna Jacobson Schwartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), vol. 1, p. 105.

[33] . Great Britain, *Parliamentary Papers (Monetary Policy, Commercial Distress)*, «Report of the Select Committee on the Operation of the Bank Acts and the Causes of the Recent Commercial Distress, 1857-59» (Shannon: Irish University Press, 1969), vol. 4, p. 113, pregunta 1661, and p. 115, pregunta 1679.

[34]. Albert E. Fr. Schäffle, «Die Handelskrise von 1857 in Hamburg, mit besonderer Rücksicht auf das Bankwesen», in Schäffle, *Gesammelte Aufsätze* (Tubinga: H. Haupp'schen, 1885), vol. 2, p. 31.

[35]. Wirth, *Handelskrisen*, p. 91.

[36]. Ver C. P. Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, 2.a ed. (Berkeley: University of California Press, 1986), p. 133 y notas.

[37]. Bouvier, *Le Krach*, pp. 130-1.

[38]. Después de la disolución del banco, el fiscal francés de Bontoux escribió que hubo graves irregularidades en la emisión de las acciones y en los aumentos de capital. Las suscripciones al capital las hizo el banco tanto en su propio nombre como a nombre de clientes suscriptores ficticios. Un banco rival, el Banque de Lyon et de la Loire, formado en abril de 1881 con un capital de 25 millones de francos (aumentados a 50 millones en noviembre) y con una cuarta parte de su capital pagado teóricamente, fue igualmente una burbuja. De las 50.000 acciones originalmente emitidas, más de la mitad no fueron pagadas cuando se debía, y el banco tenía menos de la mitad de los 6,5 millones de francos de capital reclamado desde el principio. La Union Générale también compró sus propios valores en el mercado abierto y, como veremos, prestó dinero a otros para comprarlos. (Bouvier, *Le krach*, pp. 123, 164-5, 167.)

[39]. *Ibid.*, p. 131.

[40]. *Ibíd.* Para precios, ver tablas 7 y 8, pp. 136 y 144; para el déficit, ver p. 144.

[41]. *Ibíd.*, Tablas 7 y 8, pp. 136, 144, 145.

[42] . John Carswell, *The South Sea Bubble* (Londres: Cresset Press, 1960), p. 171.

[43]. Bouvier, *Le krach*, pp. 112, 113.

[44] . Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics* (Washington, DC: Junta de Gobernadores del Sistema Federal de la Reserva, 1943), p. 494.

[45] . Alexander Dana Noyes, *The Market Place: Reminiscences of a Financial Editor* (Boston: Little, Brown, 1937), p. 353.

[46]. Peter H. Lindert, *Key Currencies and Gold, 1900-1913*, Princeton Studies in International Finance, n.º 24 (agosto de 1969).

[47]. Jeffrey G. Williamson, *American Growth and the Balance of Payments, 1830-1913: a Study of the Long Swing* (Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1964).

[48] . Alvin H. Hansen, *Business Cycles and National Income* (Nueva York: W. W. Norton, 1957), caps. 13, 15.

[49] . A. C. Pigou, *Industrial Fluctuations* (London: Macmillan, 1927), pt. 1, cap. 7, y p. 274.

[50]. Milton Friedman y Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1963). El capítulo 10 del libro se publicó por separado como *The Great Contraction, 1929-1933* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1965).

[51] . Esta afirmación es de Thomas A. Mayer en un seminario sobre dinero y la Gran Depresión, University of California, Berkeley, 11 de mayo de 1977.

[52]. Peter Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* (Nueva York: W. W. Norton, 1976).

[53] . Ben S. Bernanke, «Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression», *American Economic Review*, vol. 73, n.º 3 (junio de 1983), pp. 237-76.

[54]. Frederic S. Miskin, «Illiquidity, Consumer Durable Expenditure, and Monetary Policy», *American Economic Review*, vol. 66 (septiembre de 1976), pp. 642-54.

[55]. Ver la reseña de Minsky sobre Temin, in *Challenge*, vol. 19, n.º 1 (septiembre/octubre de 1976), pp. 44-6; y ver Milton Friedman, «The Monetary Theory and Policy of Henry Simons», en Friedman, *Optimum Quantity of Money*, pp. 81-93.

[56]. Henry Simons, *Economic Policy for a Free Society* (Chicago: University of Chicago Press, 1948).

[57]. Friedman, «Henry Simons», p. 83.

[58]. Ver Friedrich A. Hayek, «Choice in Currency: a Way to Stop Inflation», Occasional Paper n.º 48 (Londres: Institute of Economic Affairs, 1982); Roland Vaubel, «Free Currency Competition», *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 113 (1977), pp. 435-59; Richard H. Timberlake, «Legislative Construction of the Monetary Control Act of 1980», *American Economic Review*, vol. 75, n.º 2 (mayo de 1985), pp. 97-102; Leland B. Yeager, «Deregulation and Monetary Reform», *American Economic Review*, vol. 75, n.º 2 (mayo de 1985), pp. 103-7; Lawrence H. White, *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate* (Nueva York: Cambridge University Press, 1984); George Selgin, *The Theory of Free Banking* (Totowa, NJ: Rowan and Littlefield, 1989). Para una defensa de los bancos centrales, ver Charles Goodhart, *The Evolution of Central Banks* (Cambridge: Cambridge University Press, 1989).

[59]. «The Post-1990 Surge in World Currency Reserves», *Conjuncture*, año 26, n.º 9 (octubre de 1996), pp. 2-12.

[60] .Pascal Blanqué, «US Credit Bubble.com», *Conjuncture*, año 29, n.º 4 (abril de 1999), pp. 12-21.

[61]. Graciela L. Kaminsky y Carmen W. Reinhart, «The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems», *American Economic Review* (junio de 1999), pp. 433-500.

[62]. Gayer, Rostow, y Schwartz, *Growth and Fluctuation*, vol. 1, p. 300.

[63]. Hughes, *Fluctuations*, p. 12.

[64]. Ibid., p. 261.

[65]. Elmer Wood, *English Theories of Central Banking Control, 1819-1858, with Some Account of Contemporary Procedures* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1939), p. 147.

[66] . A. Andréadès, *History of the Bank of England* (Londres: P. S. King, 1909), pp. 356-7.

[67]. Wirth, *Handelskrisen*, p. 463.

[68]. Ibid., pp. 515-16.

[69] . E. Victor Morgan, *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), pp. 184-5.

[70] . O. M. W. Sprague, *History of Crises under the National Banking System* (1910, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1968), p. 241.

[71]. Gibbons, *Banks of New York*, p. 375.

5. El momento crucial: cuando la burbuja está a punto de estallar

[1]. *The Collected Works of Walter Bagehot* , ed. Norman St John Stevas (Londres: *The Economist*, 1978), vol. 9, p. 273.

[2] . Milton Friedman, «In Defense of Destabilizing Speculation», en *The Optimum Quantity of Money and Other Essays* (Chicago: Aldine, 1969), p. 288.

[3]. Harry G. Johnson, «The Case for Flexible Exchange Rates, 1969», en Federal Reserve Bank of St Louis, *Review*, vol. 51 (junio 1969), p. 17.

[4] . John Carswell, *The South Sea Bubble* (Londres: Cresset Press, 1960), p. 139.

[5]. W. R. Brock, *Lord Liverpool and Liberal Toryism, 1820-1827* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), p. 209.

[6]. R. C. O. Matthews, *A Study of Trade-cycle History: Economic Fluctuations in Great Britain, 1832-1842* (Cambridge: Cambridge University Press, 1954),

[7]. Maurice Lévy-Leboyer, *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIXe siècle* (Paris: Presses universitaires de France, 1964), pp. 618-20.

[8]. *Ibíd.*, p. 713.

[9]. Wladimir d'Ormesson, *La grande crise mondiale de 1857: L'histoire recommence, les causes, les remèdes* (Paris-Suresnes: Maurice d'Hartoy, 1933), p. 110.

[10]. Hans Rosenberg, *Die Weltwirtschaftskrise von 1857-59* (Stuttgart: Verlag von W. Kohlhammer, 1934), p. 210.

[11]. Max Wirth, *Geschichte der Handelskrisen*, 4.^a ed. (1890; reimpresión, Nueva York: Burt Franklin, 1968), p. 463.

[12]. Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire* (Londres: Allen & Unwin, 1977), p. 242.

[13]. *The Economist*, 21 de abril de 1888, p. 500. Esta cita y la siguiente fueron comunicadas al autor por Richard C. Marston.

[14]. *Ibíd.*, 5 de mayo de 1888, pp. 570-1.

[15] .M. J. Gordon, «Toward a Theory of Financial Distress», *Journal of Finance*, vol. 26 (mayo de 1971), p. 348.

[16]. Carswell, *South Sea Bubble*, p. 170.

[17]. Sir John Clapham, *The Bank of England: a History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), vol. 2, p. 257.

[18]. Edouard Rosenbaum y A. J. Sherman, *M. M. Warburg & Co., 1758-1938: Merchant Bankers of Hamburg* (Nueva York: Holmes & Meier, 1979), p. 129.

[19]. D. P. O'Brien, ed., *The Correspondence of Lord Overstone* (Cambridge: Cambridge University Press, 1971), vol. 1, p. 368.

[20]. Michel Chevalier, *Lettres sur l'Amérique du Nord*, 3.^a ed. (Bruselas: Société belge du librairie, 1838), vol. 1, p. 37.

[21]. Jean Bouvier, *Le krach de l'Union Générale* (Paris: Presses universitaires de France, 1960), pp. 129, 133, 137.

[22]. Wirth, *Handelskrisen*. p. 508.

[23]. D. Morier Evans, *The History of the Commercial Crisis, 1857-1858, and the Stock Exchange Panic of 1859* (Nueva York: Augustus M. Kelley, 1969), p. 203.

[24]. Testimonio de Louis Adolphe Thiers, Ministère des Finances et al., *Enquête sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire* (Paris: Imprimerie imperiale, 1867), vol. 3, p. 436.

[25] . Stephen A. Schuker, *The End of French Predominance in Europe, the Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan* (Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1976), pp. 87, 104.

[26]. Arthur D. Gayer, W. W. Rostow, y Anna J. Schwartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), vol. 1, p. 190.

[27]. Ibid., p. 312.

[28]. Bouvier, *Le krach*, pp. 29, 130.

[29]. James G. Gibbons, *The Banks of New York, Their Dealers, the Clearing House, and the Panic of 1857* (Nueva York: D. Appleton, 1859), p. 94.

[30]. Ver Clément Juglar, *Des crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*, 2.^a ed. (1889; reimpression, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1967), p. 427.

[31] . W. T. C. King, *History of the London Discount Market* (Londres: George Routledge & Sons, 1936), p. 232.

[32] . O. M. W. Sprague, *History of Crises under the National Banking System* (1910; reimpression, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1968), p. 127.

[33]. *Ibid.*, p. 33.

[34]. Ibid., p. 36.

[35]. Bouvier, *Le krach*, p. 133.

[36] . Christina Stead puede estar refiriéndose a este episodio en *The House of All Nations* (Nueva York: Simon & Schuster, 1938), cuando uno de sus personajes, Stewart, dice: «Mi primer trabajo. Vaya si nos divertimos. Teníamos una posición corta en Union Pacific que excedía la oferta flotante. ¿Nos arruinamos? No aquella vez. Llegaron a un acuerdo con ellos... tuvieron que hacerlo, porque de lo contrario habrían provocado el pánico mundial».

[37]. Sprague, *History of Crises*, pp. 237-53.

[38] . Ver C. P. Kindleberger, «Asset Inflation and Monetary Policy», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n.º 192 (marzo de 1995), pp. 17-35.

[39]. Carswell, *South Sea Bubble*, pp. 136-7, 158.

[40]. Evans, *Commercial Crisis*, p. 13.

[41]. Gayer, Rostow, y Schwartz, *Growth and Fluctuation*, p. 307.

[42]. W. Jett Lauck, *The Causes of the Panic of 1893* (Boston: Houghton Mifflin, 1907), pp. 59-60.

[43] . Oskar Morgenstern, *International Financial Transactions and Business Cycles* (Princeton: Princeton University Press, 1959), p. 523.

[44]. Parte de la razón de que Alemania vendiera bonos rusos fue política, igual que cuando Alemania compró bonos italianos. Los franceses compraron bonos rusos y vendieron bonos italianos. Pero Alemania dejó flotar un préstamo a los mexicanos de 10.500 millones de libras esterlinas en 1888, de lo que se deduce que el auge interno alemán no requirió de capital que en circunstancias no políticas se destinaría al exterior. Ver Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire* (Londres: Allen & Unwin, 1977), pp. 427, 433, 442. El profesor Stern señaló que no había nada en la correspondencia Bleichröder que llevara a la venta alemana de títulos argentinos.

[45] . Johan Åkerman, *Structure et cycles économiques* (Paris: Presses universitaires de France, 1955-57), vol. 2, p. 292.

[46] . E. Ray McCartney, *Crisis of 1873* (Minneapolis: Burgess Publishing Co., 1935), pp. 58, 71.

[47]. Wirth, *Handelskrisen*, p. 110.

[48] . George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: an Analytical Study* (Nueva York: Columbia University Press, 1943), p. 68.

[49]. H. S. Foxwell, Introducción a Andréadès, *History of the Bank of England*, p. xvii.

[50] . E. Victor Morgan, *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), p. 109.

[51]. Elmer Wood, *English Theories of Central Banking Control, 1819-1858* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1939), p. 183.

[52]. R. G. Hawtrey, *Currency and Credit*, 3.^a ed. (Nueva York: Longmans, Green, 1927), p. 28.

[53]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 153.

[54]. Leone Levi, *History of British Commerce* (Londres: John Murray, 1872), p. 233.

[55]. Joan Edelman Spero, *The Failure of the Franklin National Bank: Challenge to the International Banking System* (Nueva York: Columbia University Press, 1980), pp. 66, 71, 85, 91.

[56]. Milton Friedman y Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963), p. 339.

[57]. Lauck, *Causes of the Panic of 1893*, cap. 7.

[58]. Sprague, *History of Crises*, p. 253.

[59]. Thomas Joplin, *Case for Parliamentary Inquiry into the Circumstances of the Panic, in a Letter to Thomas Gisbourne, Esq. M.P.* (Londres: F. Ridgeway & Sons [después de 1832]), pp. 14-15.

[60]. Robert Baxter, *The Panic of 1866, with its Lessons on the Currency Act* (1866; reimpression, Nueva York: Burt Franklin, 1969), pp. 4, 26.

[61]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 101.

[62]. *Ibid.*, p. 100.

[63]. Rosenberg, *Weltwirtschaftskrise*, p. 118.

[64]. Van Vleck, *Panic of 1857*, p. 74.

[65]. Rosenberg, *Weltwirtschaftskrise*, p. 121.

[66]. Sprague, *History of Crises*, p. 113.

[67] . Alvin H. Hansen, *Cycles of Prosperity and Depression in the United States, Great Britain and Germany: a Study of Monthly Data, 1902-1908* (Madison: University of Wisconsin, 1921), p. 13.

[68]. H. S. Foxwell, «The American Crisis of 1907», en *Papers in Current Finance* (Londres: Macmillan, 1919), pp. 202-3.

6. Euforia y riqueza de papel

[1]. Peter M. Garber, «Tulipmania», en Robert P. Flood y Peter M. Garber, *Speculative Bubbles, Speculative Attacks, and Policy Switching* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1994), p. 72.

[2]. N. W. Posthumus, «The Tulip Mania in Holland in the Years 1636 and 1637», *Journal of Business and Economic History*, vol. 1 (1928-1929), reeditado en W. C. Scoville y J. C. LaForce (eds.), *The Economic Development of Western Europe*, vol. 2, *The Sixteenth and Seventeenth Centuries* (Lexington, Mass.: D. C. Heath, 1969), p. 169.

[3]. Simon Schama, *The Embarrassment of Riches: an Interpretation of Dutch Culture in the Golden Age* (Nueva York: Knopf, 1987), p. 358. La fuente de Schama es Krelage, *Blumenspekulation*.

[4] . Jonathan I. Israel, *The Dutch Republic: Its Rise, Greatness and Fall, 1477-1806* (Oxford: Clarendon Press, 1995), p. 533. Jan de Vries y Ad van der Woude constatan que en el verano de 1636 la especulación en los derivados de materias primas se extendió mucho más allá del círculo de los maniáticos de los tulipanes, y sus llamas se vieron avivadas por estallidos graves de peste bubónica que sirvieron para liberar las inhibiciones (*The First Modern Economy: Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500-1815* [Cambridge: Cambridge University Press, 1997], pp. 150-151).

[5]. Jan de Vries, *Barges and Capitalism: Transportation in the Dutch Economy* (Wageningen: A. G. Bidragen, 1978), pp. 52 ss.

[6]. Israel, *The Dutch Republic*, p. 533.

[7]. Garber, «Tulipmania», pp. 71-72.

[8]. Israel, *The Dutch Republic*, cap. 33.

[9]. *Ibíd.*, p. 869.

[10]. Homer Hoyt, *One Hundred Years of Land Values in Chicago: the Relationship of the Growth of Chicago to the Rise in Land Values, 1830-1933* (Chicago: University of Chicago Press, 1933).

[11]. Citado en Hoyt, *Land Values*, p. 165. Esto sugiere que la «teoría del más tonto» —un especulador que compra una propiedad que cree sobrevalorada porque cree que se la puede vender a alguien más tonto, que se cita mucho en la actualidad— se remonta al menos un siglo.

[12]. Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire* (Londres: Allen & Unwin, 1977), p. 161.

[13]. Hoyt, *Land Values*, p. 102. Un gran estímulo para este auge fue el gran incendio del 8 de octubre de 1871, que destruyó algo más de una cuarta parte de las 60.000 casas de la ciudad.

[14]. Hoyt, *Land Values*, p. 401.

[15]. «How to Ruin a Safe Bet: Did Rockefeller Center Financiers Reach Too Far?», *New York Times*, 5 de octubre de 1995, pp. D1, D11.

[16]. Leizai Koho Center, *Japan 1994: an International Comparison* (Tokio, 1993), cuadro 11-3, «Increase in Land Prices in Japan», p. 83.

[17]. Koichi Hamada, «Bubbles, Busts and Bailouts», en Mitsuaki Okabe (ed.), *The Structure of the Japanese Economy* (Londres: Macmillan, 1995), pp. 263-286.

[18]. Masahiko Takeda y Philip Turner, «The Liberalization of Japanese Financial Markets: Some Major Themes», *BIS Economic Papers*, n.º 34 (noviembre de 1992), gráfico 8, p. 53.

[19]. Takeda y Turner, «Liberalization of Japanese Financial Markets», pp. 99-121.

[20]. *Ibid.*, tabla A-1, pp. 120-121.

[21]. *Ibíd.*, pp. 58-65. Hamada califica estas revelaciones como «escándalos» (p. 9).

[22]. Herman Kahn, *The Emerging Japanese Superstate: Challenge and Response* (Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1970).

[23]. «Erosion in Japan's Foundation: Real Estate Crash Threatens the Entire Economy», *New York Times*, 4 de octubre de 1995.

[24] .David Asher y Andrew Smithers, «Japan's Key Challenges for the 21st Century», SAIS (School for Advanced International Studies) Policy Forum Studies, abril de 1998.

[25]. Keizai Koho Center, *Japan 1994*, tablas 5-0, p. 52, y 4-19, p. 44.

[26]. Véase C. E. B. Borio, N. Kennedy y S. D. Prowse, «Exploring Aggregate Price Formation across Countries: Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications», *BIS Economic Papers*, n.º 40 (primavera de 1994), p. 46: «Se ha aceptado ampliamente que el objetivo principal de la política monetaria debe ser la estabilidad de los precios».

[27]. Véase Armen A. Alchian y Benjamin Klein, «On a Correct Measure of Inflation», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 5, n.º 1 (febrero de 1973), pp. 172-191.

7. Bernie Madoff: fraudes, estafas y ciclo crediticio

[1]. Véase Norman C. Miller, *The Great Salad Oil Swindle* (Nueva York: Coward, McCann, 1965).

[2]. Hyman P. Minsky, «Financial Resources in a Fragile Financial Environment», *Challenge*, vol. 18 (julio/agosto de 1975), p. 65.

[3] . Martin F. Hellwig, «A Model of Borrowing and Lending with Bankruptcy», Princeton University Econometric Research Program, Research Memorandum n.º 177 (abril de 1975), p. 1.

[4] . Daniel Defoe, *The Anatomy of Change-Alley* (Londres: E. Smith, 1719), p. 8. Véase también el título del libro de Jean Carper sobre el fraude, *Not with a Gun* (Nueva York: Grossman, 1973).

[5]. Jaco van Klavaren, «Die historische Erscheinungen der Korruption», *Vierteljahrschrift für Sozial-und Wirtschaftsgeschichte*, vol. 44 (diciembre de 1957), pp. 289-324; vol. 45 (diciembre de 1958), pp. 433-469, 469-504; vol. 46 (junio de 1959), pp. 204-231. Véase también *Ibid.*, «Fiskalismus-Mercantilismus-Korruption: Drei Aspekte der Finanz-und Wirtschaftspolitik während der Ancien Regime», *ibid.*, vol. 47 (septiembre de 1960), pp. 333-353.

[6]. E. Ray McCartney, *The Crisis of 1873* (Minneapolis: Burgess, 1935), p. 15.

[7] . John Carswell, *The South Sea Bubble* (Londres: Cresset, 1960), p. 13.

[8]. Maximillian E. Novak, *Economics and the Fiction of Daniel Defoe* (Berkeley: University of California Press, 1962), p. 103.

[9]. Bray Hammond, *Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War* (Princeton: Princeton University Press, 1957), p. 268.

[10]. Carswell, *South Sea Bubble*, pp. 222-224.

[11]. William G. Shephard, editor de Wall Street de *Business Week*, en el prefacio a Donald H. Dunn, *Ponzi, the Boston Swindler* (Nueva York: McGraw-Hill, 1975), p. X.

[12] . Milton Friedman, «In Defense of Destabilizing Speculation», en *The Optimum Quantity of Money and Other Essays* (Chicago: Aldine, 1969), p. 290.

[13]. Citado en Max Winkler, *Foreign Bonds, an Autopsy: a Study of Defaults and Repudiations of Government Obligations* (Filadelfia: Roland Swain, 1933), p. 103.

[14] .E. Victor Morgan, *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), p. 177.

[15]. Honoré de Balzac, *Melmoth réconcilié* (Ginebra: Éditions de Verbe, 1946), pp. 45-50.

[16]. Dunn, *Ponzi*, p. 188.

[17]. Introducción de Robert Tracey a Anthony Trollope, *The Way We Live Now* (1874-1875; reedición, Nueva York: Bobbs-Merrill, 1974), p. XXV.

[18]. Sir John Clapham, *The Bank of England: a History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), vol. 1, p. 229.

[19] . Charles Wilson, *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), p. 170.

[20] . George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: an Analytical Study* (Nueva York: Columbia University Press, 1943), p. 65.

[21]. Earl J. Hamilton, «The Political Economy of France at the Time of John Law», *History of Political Economy*, vol. 1 (primavera de 1969), p. 146.

[22] . Jacob van Klavaren, «Rue de Quincampoix und Exchange Alley: Die Spekulationsjähre 1719 und 1720 in Frankreich und England», *Vierteljahrschrift für Sozial-und Wirtschaftsgeschichte*, vol. 48 (octubre de 1961), pp. 329 ss.

[23]. Dunn, *Ponzi*, *op. cit.*

[24]. Max Wirth, *Geschichte der Handelskrisen*, 4.ª ed. (1890; reedición, Nueva York: Burt Franklin, 1968), p. 510.

[25]. William Robert Scott, *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720* (Cambridge: Cambridge University Press, 1911), vol. 3, pp. 449 ss; y D. Morier Evans, *The Commercial Crisis, 1847-1848*, 2.^a ed. Rev. (1849; reedición, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1969), pp. 33-34. Una lista separada para la Burbuja de South Sea, preparada por un contemporáneo y menos detallada se reproduce en Wirth, *Handelskrisen*, pp. 67-79.

[26] . A. Andréadès, *History of the Bank of England* (Londres: P. S. King, 1909), p. 133.

[27]. Carswell, *South Sea Bubble*, p. 142.

[28]. Scott, *Joint-Stock Companies*, p. 450.

[29]. Hans Rosenberg, *Die Weltwirtschaftskrise von 1857-59* (Stuttgart: W. Kohlhammer, 1934), p. 103.

[30]. Wirth, *Handelskrisen*, p. 480

[31]. Anthony Trollope, *The Three Clerks* (Nueva York: Harper & Brothers, 1860), p. 346.

[32]. Carswell, *South Sea Bubble*, p. 117.

[33]. Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire* (Londres: Allen & Unwin, 1977), p. 358.

[34]. Ibid., pp. 396-397.

[35]. Senado de los EE. UU., Comité de Finanzas, 72.º Congreso, 1.ª sesión, *Hearings on Sales of Foreign Bonds of Securities*, celebrada del 18 de diciembre de 1931 al 10 de febrero de 1932 (Washington, DC: US Government Printing Office, 1932).

[36] . O. M. W. Sprague, *History of Crises under the National Banking System* (1910; reedición, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1968), p. 341.

[37]. Citado en Wirth, *Handelskrisen*, p. 80.

[38]. Honoré de Balzac, *La maison Nucingen*, en *Oeuvres complètes* (Paris: Calmann Lévy, 1892), p. 68.

[39]. Carswell, *South Sea Bubble*, pp. 176, 181.

[40]. Wirth, *Handelskrisen*, p. 491.

[41]. Émile Zola, *L'Argent* (Paris: Livre de Poche, s.f.), p. 125.

[42]. Wirth, *Handelskrisen*, p. 491.

[43]. Zola, *L'Argent*, p. 161.

[44]. Jean Bouvier, *Le krach de l'Union Générale* (Paris: Presses universitaires de France, 1960), p. 36.

[45]. *The Economist*, 21 de octubre de 1848, pp. 1186-1188, citado en Arthur D. Grayer, W. W. Rostow y Anna J. Schwartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), p. 316.

[46]. Rosenberg, *Weltwirtschaftskrise*, p. 101.

[47]. Stern, *Gold and Iron*, cap. 10 («Greed and Intrigue») y p. 364.

[48]. Novak, *Economics of Defoe*, pp. 14-15 y 160 n. 35.

[49]. *Ibid.*, p. 16, nota 50.

[50]. Maurice Lévy-Leboyer, *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIXe siècle* (Paris: Presses universitaires de France, 1964), pp. 632-633.

[51]. *Ibid.*, p. 503, nota 90.

[52]. Bouvier, *Le krach*, p. 124.

[53]. *Ibid.*, p. 161, nota 50.

[54]. Stern, *Gold and Iron*, cap. 11.

[55] . La *Trilogy of Desire* de Theodore Dreiser está formada por tres novelas: *The Financier* (1912), *The Titan* (1914) y *The Stoic* (1947). Véase *The Titan* (Nueva York: World, 1972), pp. 371-372.

[56]. *Ibid.*, pp. 515-540.

[57]. Henry Grote Lewin, *The Railway Mania and its Aftermath, 1845-1852* (1936; reedición revisada, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1968), pp. 262, 357-364.

[58]. Véase Paul W. Gates, *Illinois Central Railroad and Its Colonization Work* (1934; reedición, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1968), pp. 66-75; John L. Weller, *The New Haven Railroad: the Rise and Fall* (Nueva York: Hastings House, 1969), p. 37 n.; Van Vleck, *Panic of 1857*, p. 58.

[59]. Véase Willard L. Thorp, *Business Annals* (Nueva York: National Bureau of Economic Research, 1926), p. 126.

[60]. Watson Washburn y Edmund S. DeLong, *High and Low Financiers: Some Notorious Swindlers and their Abuses of our Modern Stock Selling System* (Indianápolis: Bobbs-Merrill, 1932), p. 13.

[61]. Ibid., pp. 85, 101, 144, 309.

[62]. Barrie A. Wigmore, *The Crash and its Aftermath: a History of Security Markets in the United States, 1929-1933* (Westport, Conn.: Greenwood, 1985), pp. 344-348.

[63]. *Ibid.*, pp. 358-360.

[64]. James S. Gibbons, *The Banks of new York, Their Dealers, the Clearing House and the Panic of 1857* (Nueva York: D. Appleton, 1859), p. 104.

[65]. *Ibid.*, p. 277.

[66]. John Kenneth Galbraith, *The Great Crash, 1929*, 3.^a ed. (Boston: Houghton Mifflin, 1972), pp. 133-135.

[67]. David F. Good, *The Economic Rise of the Habsburg Empire, 1750-1914* (Berkeley: University of California Press, 1984), p. 165.

[68]. D. Morier Evans, *Facts, Failures and Frauds* (1839, reedición, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1968), p. 235.

[69] . Véase Robert Shaplen, *Kreuger: Genius and Swindler* (Nueva York: Knopf, 1960).

[70]. Carswell, *South Sea Bubble*, pp. 225, 265-266.

[71]. Bouvier, *Le krach*, pp. 211, 219.

[72]. Herbert I. Bloom, *The Economic Activities of the Jews of Amsterdam in the Seventeenth and Nineteenth Centuries* (Williamsport, Pa.: Bayard Press, 1937), p. 199.

[73]. Carswell, *South Sea Bubble*, p. 210.

[74]. Dreiser, *The Titan*, p. 237.

[75]. Christina Stead, *House of All Nations* (Nueva York: Simon & Schuster, 1938), p. 643.

8. Contagio internacional, 1618-1930

[1]. Herbert Hoover, *The Memoirs of Herbert Hoover* (Nueva York: Macmillan, 1952), vol. 3, pp. 61-62.

[2] . Milton Friedman y Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963), pp. 359-360.

[3]. Citado en Leone Levi, *History of British Commerce* (Londres: John Murray, 1872), p. 234.

[4]. S. Saunders, citado en D. Morier Evans, *The History of Commercial Crisis, 1857-1858, and the Stock Exchange Panic of 1859* (1859, reedición, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1969), p. 13.

[5]. R. C. O. Matthews, *A Study in Trade-Cycle History: Economic Fluctuations in Great Britain, 1832-1842* (Cambridge: Cambridge University Press, 1954), p. 69.

[6]. Friedman y Schwartz, *Monetary History*, p. 360.

[7] . Jørgen Pedersen, «Some Notes on the Economic Policy of the United States during the Period 1919-1932» en Hugo Hegelund (ed.), *Money Growth and Methodology: Papers in Honor of Johan Åkerman* (Lund: Lund Social Science Studies, 1961), reimpresso en J. Pedersen, *Essays in Monetary Theory and Related Subjects* (Copenhagen: Samfundsvenskabeligt Forlag, 1975), p. 189.

[8] .R. T. Naylor, *The History of Canadian Business, 1867-1914*, vol. 1, *The Banks and Finance Capital* (Toronto: James Lorimer & Co., 1975), p. 130.

[9] . Clément Juglar, *Des crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*, 2.^a ed. (1889, reedición, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1967), pp. XIV, 17, 47, 149 y passim.

[10]. Wesley C. Mitchell, introducción a Willard L. Thorp, *Business Annals* (Nueva York: National Bureau of Economic Research, 1926), pp. 88-97.

[11] . Oskar Morgenstern, *International Financial Transactions and Business Cycles* (Princeton: Princeton University Press, 1959), cap. 1, sec. esp. 6, sobre los pánicos bursátiles internacionales de 1893 a 1931, véase tabla 139, pp. 546-547, y gráfico 72, p. 548.

[12] .C. P. Kindleberger, «The International (and Interregional) Aspects of Financial Crises», en Martin Feldstein (ed.), *The Risk of Economic Crisis* (Chicago: University of Chicago Press, 1991), pp. 128-132.

[13]. Friedman y Schwartz, *Monetary History*, p. 308.

[14]. Véase C. E. V. Borio, N. Kennedy y S. D. Prowse, «Exploring Aggregate Price Fluctuations across Countries: Measurement, Determinants, and Monetary Policy Implications», *BIS Economic Papers*, n.º 40 (abril de 1994), gráfico A.1, p. 74.

[15]. C. P. Kindleberger, «The Economic Crisis of 1619 to 1623», *Journal of Economic History*, vol. 51, n.º 1 (marzo de 1991), en especial pp. 159-161.

[16] . Johan Åkerman, *Structure et cycles économiques* (Paris: Presses universitaires de France, 1957), vol. 2, pp. 247, 255.

[17] . John Carswell, *The South Sea Bubble* (Londres: Cresset Press, 1960), pp. 84, 94, 100, 101.

[18]. *Ibíd.*, pp. 151, 160. Es posible que existan algunas dudas sobre esto. P. G. M. Dickson sostiene que el cantón de Berna seguía conservando, en 1750, 287.000 libras en anualidades de South Sea (*The Financial Revolution in England: a Study in the Development of Public Credit, 1688-1756* [Nueva York: St Martin's Press, 1967], p. 90).

[19] . Charles Wilson, *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), pp. 103, 124.

[20]. Carswell, *South Sea Bubble*, p. 167.

[21]. *Ibíd.*, pp. 178, 199. En *The Great Mirror of Folly [Het Grootte Taferell der Dwaasheid]*, an Economic Bibliographical Study (Boston: Baker Library, Harvard Graduate School of Business Administration, 1949), Arthur H. Cole observa que Holanda tuvo una burbuja a gran escala entre abril y octubre de 1720, estimulada por la excitación en París y Londres. Se fundaron cuarenta compañías nuevas en treinta ciudades pequeñas, por valor de 350 millones de florines. Las acciones de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales se triplicaron durante este período, y las de la Compañía de las Indias Occidentales pasaron de 40 a 600 antes del estallido de la burbuja (pp. 5, 6).

[22]. T. S. Ashton, *Economic Fluctuations in England, 1700-1800* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1959), p. 120.

[23] . George Chalmers, *The Comparative Strength of Great Britain* (Londres: 1782), p. 141, citado en Ashton, *Economic Fluctuations*, p. 151.

[24]. E. E. de Jong-Keesing, *De Economische Crisis van 1763 te Ámsterdam* (Ámsterdam, 1939), pp. 216-217.

[25]. Wilson, *Anglo-Dutch Commerce*, p. 168.

[26]. De Jong-Keesing, *Economische Crisis van 1763*, p. 217.

[27] . Ernst Baasch, *Hollandische Wirtschaftsgeschichte*
(Jena: Gustav Fischer, 1927).

[28]. Max Wirth, *Geschichte der Handelskrisen*, 4.ª ed. (1890, reedición, Nueva York: Burt Franklin, 1968), p. 87.

[29]. Stephan Skalweit, *Die Berliner Wirtschaftskrise von 1763 und ihre Hintergründe* (Stuttgart/Berlin: Verlag W. Kohlhammer, 1937), p. 50.

[30]. Wilson, *Anglo-Dutch Commerce*, p. 168; Alice Clare Carter, *Getting, Spending and Investing in Early Modern Times: Essays on Dutch, English and Huguenot Economic History* (Assen: Van Gorcum, 1975), p. 63.

[31]. William Smart, *Economic Annals of the Nineteenth Century*, vol. 1 (1911, reedición, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1964), pp. 529-530.

[32]. Arthur D. Grayer, W. W. Rostow y Anna J. Schwartz, *The Growth and Fluctuations of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), vol. 1, p. 159.

[33]. Smart, *Economic Annals*, vol. 1, cap. 31.

[34]. Murray N. Rothbard, *The Panic of 1819: Reactions and Policies* (Nueva York: Columbia University Press, 1962), p. 11.

[35]. Bray Hammond, *Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War* (Princeton: Princeton University Press, 1957), cap. 10, en especial pp. 253-262.

[36]. Maurice Lévy-Leboyer, *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIXe siècle* (Paris: Presses universitaires de France, 1964), pp. 464-479.

[37]. Åkerman, *Structure et cycles économiques*, p. 294.

[38]. Maurice Lévy-Leboyer, «Central Banking and Foreign Trade: the Anglo-American Cycle in the 1830s'» en C. P. Kindleberger y J.-P. Laffargue (eds.), *Financial Crises: Theory, History and Policy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1982), pp. 66-110.

[39]. R. G. Hawtrey, *Currency and Credit*, 3.^a ed. (Nueva York: Longmans, Green, 1927), p. 177.

[40]. Lévy-Leboyer, *Banques européennes*, pp. 570-583.

[41]. Juglar, *Crises Commerciales*, p. 414.

[42]. D. Morier Evans, *The Commercial Crisis, 1847-48* (1849, reedición, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1969).

[43] . Richard Tilly, *Financial Institutions and Industrialization in the Rhineland, 1815-1870* (Madison: University of Wisconsin Press, 1970), p. 112.

[44]. Alfred Krüger, *Das Kölner Bankiergewerbe vom Ende des 18. Jahrhunderts bis 1875* (Essen: G. D. Baedeker Verlag, 1925), pp. 12-13, 35, 49, 55-56, 202-203. Esta referencia es cortesía del professor Richard Tilly.

[45]. Esto se analiza en un estudio sueco sobre la crisis de 1857: P. E. Bergfalk, *Bidrag till de under de sista dundrade aren inträffade handelskrisershistoria* (Uppsala: Edquist, 1859), citado en Theodore E. Burton, *Financial Crises and Periods of Industrial and Commercial Depression* (Nueva York: Appleton, 1902), pp. 128-129.

[46]. Sir John Clapham, *The Bank of England: a History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), vol. 2, p. 226.

[47]. Hans Rosenberg, *Die Weltwirtschaftskrise von 1857-1859* (Stuttgart: Verlag von W. Kohlhammer, 1934), p. 136.

[48]. Åkerman, *Structure et cycles économiques*, p. 323.

[49]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 268. R. G. Hawtrey destaca que la crisis no fue aislada sino una secuela de la crisis continental de 1864. Véase *Currency and Credit*, p. 177.

[50]. Shepard B. Clough, *The Economic History of Modern Italy* (Nueva York: Columbia University Press, 1964), p. 53.

[51]. David S. Landes, *Bankers and Pashas: International Finance and Economic Imperialism in Egypt* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1958), p. 287.

[52]. Wirth, *Handelskrisen*, pp. 462-463.

[53] . Larry T. Wimmer, «The Gold Crisis of 1869: a Problem in Domestic Economic Policy and International Trade Theory» (tesis doctoral, Universidad de Chicago, 1968); US Congress, House, *Gold Panic Investigation*, 41.º Congreso, 2.ª sesión, Cámara de Representantes 31, 1 de marzo de 1870.

[54]. Wirth, *Handelskrisen*, p. 464.

[55]. US Congress, House, *Gold Panic Investigation*, p. 132.

[56] .C. P. Kindleberger, «The Panic of 1873», comunicación presentada en el Simposio NYU-Salomon Brothers sobre Pánicos Financieros, reimpresso en *Historical Economics: Art or Science?* (Nueva York: Harvester/Wheatsheaf, 1990), pp. 310-325.

[57]. Henrietta M. Larson, *Jay Cooke, Private Banker* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1936).

[58]. Homer Hoyt, *One Hundred Years of Land Values in Chicago: the Relationship of the Growth of Chicago to the Rise in Land Values, 1830-1933* (Chicago: University of Chicago Press, 1933), pp. 101-102, 117.

[59] . R. Ray McCartney, *Crisis of 1873* (Minneapolis: Burgess, 1935), p. 85.

[60]. Morgenstern, *International Financial Transactions*, p. 546.

[61]. Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire* (Londres: Allen & Unwin, 1977), p. 189.

[62]. Morgenstern, *International Financial Transactions*, p. 548.

[63]. L. S. Pressnell, «The Sterling System and Financial Crises before 1914», en Kindleberger y Laffargue (eds.), *Financial Crises*, p. 148-164.

[64] . O. M. W. Sprague, *History of Crises under the National Banking System* (1910, reedición, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1968), p. 132.

[65] . C. P. Kindleberger, «International Propagation of Financial Crises: the Experience of 1888-93» en ídem, *Keynesianism vs. Monetarism and Other Essays in Financial History* (Londres: Allen & Unwin, 1985), pp. 226-239.

[66]. Franco Bonelli, «The 1907 Financial Crisis in Italy: a Peculiar Case of the Lender of Last Resort in Action», en Kindleberger y Laffargue (eds.), *Financial Crises*, pp. 51-65.

[67]. Franco Bonelli, *La crisi del 1907: una tappa dello sviluppo industrial in Italia* (Turín: Fondazione Luigi Einaudi, 1971), pp. 31-32.

[68]. *Ibid.*, p. 34.

[69]. Ibid., pp. 42-43.

[70] . Frank Vanderlip, «The Panic as a World Phenomenon», *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 31 (enero-junio de 1908), p. 303.

10. Respuestas políticas: el abandono benigno, la exhortación y las vacaciones bancarias

[1]. Ian Giddy, «Regulation of Off-Balance Sheet Banking», en *The Search for Financial Stability: the Past Fifty Years* (San Francisco, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1985), pp. 165-77.

[2]. Edward J. Kane, «Competitive Financial Reregulation: an International Perspective», en R. Portes y A. Swoboda, eds., *Threats to International Financial Stability* (Cambridge: Cambridge University Press, 1987), pp. 111-45.

[3]. Stanley Zucker, *Ludwig Bamberger: German Liberal Politician and Social Critic, 1823-1899* (Pittsburgh: University of Pittsburgh Press, 1975), p. 78.

[4]. Thomas Joplin, *Case for Parliamentary Inquiry into the Circumstances of the Panic, in a Letter to Thomas Gisborne, Esq., M. P.* (Londres: James Ridgeway & Sons, s.d. [posterior a 1832]), p. 10 (sobre el pánico de 1825).

[5]. Sir John Clapham, *The Bank of England: a History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), vol. 2, p. 236 (sobre el pánico de 1847).

[6]. E. Victor Morgan, *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), p. 133.

[7]. Este episodio se relata en A. Andréadès, *History of the Bank of England* (Londres: P. S. King, 1909), p. 334. Para un tratamiento más amplio, véase Rudiger Dornbusch y Jacob Frenkel, «The Gold Standard and the Bank of England in the Crisis of 1847», en Michael Bordo y Anna J. Schwartz, eds., *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931* (Chicago: University of Chicago Press, 1984), pp. 233-64.

[8] .Ministère des Finances et al., *Enquête sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire* (Paris: Imprimerie impériale, 1867), vol. 1, p. 456.

[9]. «The Revulsion of 1857—Its Causes and Results», *New York Herald*, s.d., citado en D. Morier Evans, *The History of the Commercial Crisis, 1857-1858, and the Stock Exchange Panic of 1859* (1859; reimp., Nueva York: Augustus M. Kelley, 1969), p. 121.

[10]. Herbert Hoover, *The Memoirs of Herbert Hoover* (Nueva York: Macmillan & Co., 1952), vol. 3, p. 30.

[11]. Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, 3.a ed. (Kansas City: Sheed & Ward, 1975), p. 187.

[12]. Paul Johnson, *Modern Times: the World from the Twenties to the Eighties* (Nueva York: Harper & Row, 1983), p. 244.

[13] . Ernst Baasch, *Holländische Wirtschaftsgeschichte* (Jena: Gustav Fischer, 1927), p. 238.

[14]. Joplin, *Parliamentary Inquiry*, pp. 14-15.

[15] . Gran Bretaña, *Parliamentary Papers, Monetary Policy, Commercial Distress* (1857; Shannon: Irish University Press, 1969), vol. 1, pp. 427, 431.

[16] .D. Morier Evans, *The Commercial Crisis, 1847-1848*, 2.a ed. (1849; reimp., Nueva York: Augustus M. Kelley, 1969), p. 89n.

[17]. Evans, *Commercial Crisis*, p. 181.

[18]. Publicaciones del Parlamento, *Commercial Distress*, p. xii.

[19]. *Ibíd.*, vol. 4, apéndice 20; *Foreign Communications Relative to the Commercial Crisis of 1857*, circular consular desde Hamburgo núm. 76, noviembre de 23, 1857, pp. 435, 440, 441.

[20]. Henrietta M. Larson, *Jay Cooke, Private Banker* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1936), p. 80.

[21] . W. C. T. King, *History of the London Discount Market* (Londres: George Routledge & Sons, 1936), p. 243.

[22]. Theodore Dreiser, *The Financier* (1912), en *Trilogy of Desire* (Nueva York: World Publishing, 1972), p. 491.

[23]. W. Jett Lauck, *The Causes of the Panic of 1893* (Boston: Houghton, Mifflin, 1907), p. 102.

[24]. *The Commercial and Financial Chronicle*, 16 de mayo de 1884, p. 589, citado en O. M. W. Sprague, *History of Crises under the National Banking System* (1910; reimp., Nueva York: Augustus M. Kelley, 1968), p. 112.

[25]. W. R. Brock, *Lord Liverpool and Liberal Toryism, 1820-1827* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), pp. 209-10 (citado por Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 108).

[26]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 332.

[27]. Stephan Skalweit, *Die Berliner Wirtschaftskrise von 1763 und ihre Hintergründe* (Stuttgart: Verlag W. Kohlhammer, 1937), pp. 49-73.

[28]. Arthur D. Gayer, W. W. Rostow y Anna J. Schwartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), vol. 1, p. 272.

[29] . Larry T. Wimmer, «The Gold Crisis of 1869: a Problem in Domestic Economic Policy and International Trade Theory» (Tesis doctoral, University of Chicago, 1968), p. 79.

[30]. Andréadès, *Bank of England*, p. 137, quien cita a Henry D. McLeod, *Theory and Practice of Banking*, 3.^a ed. (Londres: Longman Green, Reader & Dyer, 1879), p. 428.

[31] . John Carswell, *The South Sea Bubble* (Londres: Cresset Press, 1960), p. 184.

[32]. Andréadès, *Bank of England*, p. 151.

[33] . Alexander Dana Noyes, *The Market Place: Reminiscences of a Financial Editor* (Boston: Little, Brown, 1938), p. 333.

[34]. Sprague, *History of Crises*, p. 259.

[35]. *Ibid.*

[36]. *Ibid.*, p. 181.

[37]. Max Wirth, *Geschichte der Handelskrisen*, 4.a ed. (1890; reimp., Nueva York: Burt Franklin, 1968), p. 521.

[38]. Maurice Lévy-Leboyer, *Les banques européennes et l'industrialisation internationale dans la première moitié du XIX^e siècle* (Paris: Presses Universitaires de France, 1964), p. 480, texto y nota 5.

[39] . George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: an Analytical Study* (Nueva York: Columbia University Press, 1943), p. 80.

[40]. Sprague, *History of Crises*, pp. 120, 182-3.

[41]. Ibid., pp. 75, 291-2.

[42]. Jacob H. Schiff, «Relation of a Central Bank to the Elasticity of the Currency», *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 31 (enero-junio de 1908), p. 375. Para una versión más próxima a nuestra época, véase Jean Strouse «The Brilliant Bailout», *New Yorker* (23 de noviembre de 1998), pp. 62-77.

[43]. Myron T. Herrick, «The Panic of 1907 and Some of Its Lessons», *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 31 (enero-junio de 1908), p. 309.

[44]. John Kenneth Galbraith, *The Great Crash, 1929*, 3.^a ed. (Boston: Houghton Mifflin, 1972), pp. 107-8.

[45] . Para un estudio sobre la comisión de rescate (*Aufhilfsfonds*) de Viena, véase Eduard März, *Österreichische Industrie-und Bankpolitik in der Zeit Franz Josephs I: Am Beispiel der k.k. priv. Österreichischen Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe* (Viena: Europa Verlag, 1968), pp. 177-82. März señala (p. 179) que la mejor descripción de la crisis es la realizada por Josef Neuwirth, *Bank und Valuta in Österreich*, vol. 2, *Die Spekulationskrisis van 1873* (sin datos de publicación).

[46]. Lévy-Leboyer, *Banques européennes*, pp. 470-1.

[47]. Bertrand Gille, *La banque en France au XIX^e siècle* (Paris: Droz, 1970), p. 93.

[48]. Publicaciones del Parlamento, *Commercial Distress*, vol. 4, apéndice, despacho consular desde Hamburgo núm. 75, p. 434.

[49]. *Ibid.*, p. 435.

[50]. Hans Rosenberg, *Die Weltwirtschaftskrise von 1857-1859* (Stuttgart/Berlin: Verlag von W. Kohlhammer, 1934), p. 129.

[51]. Publicación del Parlamento, *Commercial Distress*, vol. 4, apéndice, despachos consulares desde Hamburgo, núms. 77, 80, 81, 82, 84, 86, pp. 435-7.

[52]. Albert E. Fr. Schäffle, «Die Handelskrise von 1857 in Hamburg, mit besonderer Rücksicht auf das Bankwesen», en *Gesammelte Aufsätze* (Tubinga: H. Raupp'schen, 1885), vol. 2, pp. 44, 45, 52, 53.

[53]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 156.

[54]. *Ibíd.*, p. 331. Para descripciones más detalladas de la crisis y el rescate de la Baring, véase L. S. Pressnell, «Gold Reserves, Banking Reserves and the Baring Crisis of 1890», en C. R. Whittlesey y J. S. G. Wilson, eds., *Essays in Money and Banking in Honour of R.S. Sayers* (Oxford: Clarendon Press, 1968), pp. 67-228; e *ídem*, «The Sterling System and Financial Crises before 1914», en C. P. Kindleberger y J.-P. Laffargue, eds., *Financial Crises: Theory, History and Policy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1982), pp. 148-64.

[55]. Diario de John Biddulph Martin, en George Chandler, *Four Centuries of Banking* (Londres: B. J. Batsford, 1964), vol. 1, p. 330.

[56]. Ellis T. Powell, *The Evolution of the Money Market (1384-1915): an Historical and Analytical Study of the Rise and Development of Finance as a Central Coordinated Force* (1915; reimp., Nueva York: Augustus M. Kelley, 1966), p. 528.

[57]. *Ibid.*, p. 525.

[58]. «New York Fed Assists Hedge Fund Bailout», *New York Times*, 24 de septiembre de 1998, pp. A1, C11.

[59]. Hay algunos puristas, o masoquistas, que piensan que las estampidas bancarias son una respuesta óptima para los depositantes y beneficiosas para el sistema; las estampidas constituirían una forma de monitorización. «Si los depositantes creen que hay algunos bancos de bajo rendimiento, pero no les es posible decidir cuáles pueden caer en la insolvencia, es posible que eliminen todos los bancos indeseables mediante un pánico financiero que abarque todo el sistema». Esta cita es de Charles W. Calomiris y Gary Gorton, «The Origins of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation», en R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crises* (Chicago: University of Chicago Press, 1991), pp. 120-1.

[60]. Hoover, *Memoirs*, vol. 3, pp. 211-12.

[61]. «Bank Board Doubles Texas Cost Estimate», *New York Times*, 8 de julio de 1988, sec. D.

[62] . «Treasury Says Savings Aid Should Not Tax the Taxpayer», *New York Times*, 3 de agosto de 1988, sec. D.

[63]. Wirth, *Handelskrisen*, p. 100.

[64]. Andréadès, *Bank of England*, pp. 187-9; Clapham, *Bank of England*, vol. 1, pp. 263-5.

[65] . Gayer, Rostow, and Schwartz, *Growth and Fluctuation*, vol. 1, p. 34.

[66]. William Smart, *Economic Annals of the Nineteenth Century* (1911; reimp., Nueva York: Augustus M. Kelley, 1964), vol. 1, pp. 267-8.

[67]. Ibid., p. 271.

[68]. Wirth, *Handelskrisen*, pp. 110-11.

11. El prestamista doméstico de último recurso

[1]. François Nicholas Mollien, *Mémoires d'un Ministre du Trésor Public, 1780-1815* (París: Fournier, 1845), vol. 2, pp. 298 ss.

[2] .Ministère des Finances et al., *Enquête sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire* (Paris: Imprimerie impériale, 1867), vol. 2, pp. 31-32.

[3]. Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, 3.a ed. (Kansas City: Sed & Ward, 1957), p. 167.

[4]. Herbert Spencer, de «State Tampering with Money and Banks», en *Essays: Scientific, Political and Speculative* (Londres: Williams & Norgate, 1891), vol. 3, p. 354, citado por Charles Lipson, *Standing Guard: Protecting Foreign Capital in the Nineteenth and Twentieth Centuries* (Berkeley: University of California Press, 1985), p. 45.

[5] . T. S. Ashton, *Economic Fluctuations in England, 1700-1800* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1959), p. 112.

[6]. *Ibíd.*, p. 111.

[7]. E. Victor Morgan, *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), p. 240.

[8]. Maurice Lévy-Leboyer, *Les banques européennes et l'industrialization internationale dans la première moitié du XIXe siècle* (Paris: Presses universitaires de France, 1964), p. 490.

[9] . Véase la introducción de F. A. Hayek en Herry Thornton, *An Enquiry into the Nature and Effect of the Paper Credit of Great Britain* (1802; Londres: Allen & Unwin, 1939; reimpresión, Londres: Frank Cass, 1962), p. 38.

[10]. Thornton, *Paper Credit*, pp. 187-188.

[11]. *The Collected Works of Walter Bagehot*, ed. de Norman St John Stevas (Londres: *The Economist*, 1978), vol. 11, p. 149.

[12]. *Ibid.*, vol. 9, p. 267.

[13]. Thomas Joplin, *Case for Parliamentary Inquiry into the Circumstances of the Panic, in a letter to Thomas Gisborne, Esq., M.P.* (Londres: James Ridgeway & Sons, s.f. [después de 1932]), p. 29.

[14]. Jacob Viner, *Studies in the Theory of International Trade* (Nueva York: Harper & Bros., 1937), p. 233.

[15] .D. P. O'Brien, «Overstone's Thought», en D. P. O'Brien (ed.), *The Correspondence of Lord Overstone* (Cambridge: Cambridge University Press, 1971), vol. 1, p. 95.

[16]. Milton Friedman y Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963), pp. 418-419. La metáfora de la avalancha también fue utilizada por Alfred Marshall al constatar que la rápida acción por parte del Banco de Inglaterra con respecto a los tipos de descuento con frecuencia detiene una expansión poco razonable del crédito, «que en caso contrario podría crecer, *como la caída de un copo de nieve en la ladera empinada de una montaña*» y convertirse en una avalancha (la cursiva es de Marshall). Véase Marshall, *Money, Credit and Commerce* (1923; reimpresión, Nueva York: Augustus M. Kelly, 1965), pp. 258-259.

[17]. Walter Bagehot, *Lombard Street: a Description of the Money Market* (1873; reimpression, Londres: John Murray, 1917), p. 160.

[18]. Elmer Wood, *English Theories of Central Banking Control, 1819-1858* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1939), p. 147.

[19]. J. H. Clapham, *The Bank of England: a History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), vol. 2, p. 289.

[20]. Bagehot, *Lombard Street*, pp. 161-162.

[21]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 108.

[22]. Marshall, *Money, Credit and Commerce*, p. 307. En su capítulo final sobre la República Holandesa, Jan de Vries y Ad van der Woude señalan que en 1780 el sector bancario internacional holandés carecía de un elemento crítico: instituciones efectivas de creación de crédito que mantuvieran la liquidez en tiempos de crisis (*The First Modern Economy* [Cambridge: Cambridge University Press, 1997], p. 683).

[23]. Bertrand Gille, *La banque en France au XIXe siècle: Recherches historiques* (Genebra: Librairie Droz, 1970), p. 32.

[24]. Bertrand Gille, *La Banque et le crédit en France de 1815 à 1848* (Paris: Presses universitaires de France, 1959), p. 367.

[25]. Michel Chevalier, *Lettres sur l'Amérique du Nord*, 3.^a ed. (Paris: Charles Gosselin, 1838), p. 37, nota 1.

[26]. Ministère des Finances et al., *Enquête*, vol. 3, pp. 411-412.

[27]. *Ibid.*, vol. 2, pp. 129-130.

[28]. Jean Bouvier, *Un siècle de banque française* (Paris: Hachette Littérature, 1973), pp. 83-84.

[29]. Véase Rondo Cameron, *France and the Economic Development of Europe, 1800-1914* (Princeton: Princeton University Press, 1961), pp. 191 ss.

[30] . Maurice Lévy-Leboyer, *Histoire économique et sociale de la France depuis 1848* (Paris: Les Cours de Droit, Institut d'Études Politiques, 1951-1952), p. 121.

[31]. Cameron, *France and Europe*, p. 117.

[32]. Alfred Pose, *La monnaie et ses institutions* (Paris: Presses universitaires de France, 1942), p. 215.

[33]. Jean Bouvier, *Le krach de l'Union Générale, 1878-1885* (Paris: Presses universitaires de France, 1960), pp. 150, 152-153.

[34]. Esther Rogoff Taus, *Central Banking Functions of the United States Treasury, 1789-1941* (Nueva York: Columbia University Press, 1943), pp. 22, 23, 29.

[35]. *Ibid.*, pp. 39-131.

[36]. C. A. E. Goodhart, *The New York Money Market and the Finance of Trade, 1900-1913* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1969), p. 120.

[37] . George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: an Analytical Study* (Nueva York: Columbia University Press, 1943), p. 106.

[38] . O. M. W. Sprague, *History of Crises under the National Banking System* (1910; reimpression, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1968).

[39] . O. M. W. Sprague, *History of Crises under the National Banking System* (1910; reimpression, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1968).

[40]. El ensayo de Ridgely en *Annals* tenía el título más exacto de «An Elastic Credit Currency as a Preventive for Panics», pero los escritos de los demás, excepto Seligman, eran incondicionales en su defensa de la elasticidad monetaria del banco central.

[41]. Nótese la descripción que hace Bagehot del carácter de los por entonces miembros del consejo del Banco de Inglaterra. «Un consejo de mercaderes ingleses sencillos y prósperos; e hicieron y dejaron de hacer lo que se podría esperar que hiciera y dejara de hacer semejante consejo. Nadie podía esperar grandes conocimientos de ciencias económicas en semejante consejo; los estudios laboriosos resultan extraños en las costumbres de los mercaderes ingleses» (Walter Bagehot, *Lombard Street: a Description of the Money Market* [1873; reimpresión, Londres: John Murray, 1917], p. 166). Más tarde será más crítico: «Desgraciadamente... los directores del Banco de Inglaterra no estaban familiarizados con los principios correctos, ni estaban protegidos por una rutina juiciosa. No se podía esperar que descubriesen por sí mismos dichos principios. El pensamiento abstracto del mundo no se puede esperar de las personas en puestos elevados... Sin duda cuando está en juego la fortuna de los hombres, la intuición del comerciante anticipa de alguna manera las conclusiones de los más íntimos» (p. 169).

[42]. Wood, *English Central Banking Control*, pp. 169-170.

[43]. Franco Bonelli, *La crisi del 1907: una tappa dello sviluppo industriale in Italia* (Turín: Fondazione Luigi Einaudi, 1971), passim y en especial p. 165.

[44]. Leone Levi, *History of British Commerce, 1763-1870*, 2.^a ed. (Londres: John Murray, 1872), pp. 311-312.

[45] . Gran Bretaña, *Parliamentary Papers, Monetary Policy, Commercial Distress* (1857: Shannon: Irish University Press, 1969), vol. 3, p. XXIX.

[46]. *Collected Works of Walter Bagehot*, vol. 9, p. 147.

[47]. *Ibid.*, vol. 11, pp. 149-150.

[48]. Véase C. P. Kindleberger, «Rules vs. Men: Lessons from a Century of Monetary Policy», en Christoph Buchheim, Michael Hutter y Harold James (eds.), *Zerrissene Zwischenkriegszeit: Wirtschaftshistorische Beiträge: Knut Borchardt zum 65. Geburtstag*, reimpresso en C. P. Kindleberger, *The World Economy and National Finance in Historical Perspective* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1995), p. 181-200.

[49]. Bouvier, *Le krach*, cap. 5.

[50] . Charles Wilson, *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), pp. 176-177.

[51]. Friedman y Schwartz, *Monetary History*, p. 309 y en especial pp. 309-310 n.; Peter Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* (Nueva York: W. W. Norton, 1976).

[52]. Clapham, *Bank of England*, vol. 1, p. 261; vol. 2, p. 58.

* Literalmente: País Negro. Zona de Inglaterra fuertemente industrializada, situada en los Midlands occidentales, aproximadamente entre Birmingham y Wolverhampton. (*N. del T.*)

[53]. *Ibid.*, vol. 2, pp. 59-60.

[54]. *Ibid.*, vol. 1, pp. 249.

[55]. *Ibid.*, vol. 2, pp. 82-84.

[56]. *Ibid.*, p. 145.

[57]. Alain Plessis, *La Politique de la Banque de France de 1851 à 1879* (Ginebra: Droz, 1985), pp. 89, 99 y 107. La Banque también prestó sobre bonos de París, pero no sobre los de Marsella o Burdeos; *Ibíd.*, pp. 105-106.

[58]. Bagehot, *Lombard Street*, p. 195.

[59]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 59.

[60] . W. C. T. King, *History of the London Discount Market* (Londres: George Routledge & Sons, 1936), p. 36.

[61]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, pp. 206-207.

[62]. Ibid., vol. 1, p. 261.

[63]. D. Morier Evans, *The History of the Commercial Crisis, 1857-1858, and the Stock Exchange Panic of 1859* (1859; reimpresión, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1969), p. 80.

[64]. Lévy-Boyer, *Banques européennes*, p. 559.

[65]. Ibid., p. 647.

[66]. Ibid., p. 492.

[67]. Evans, *Commercial Crisis*, pp. I-II, VI-XVIII.

[68] . A. Andréadès, *History of the Bank of England* (Londres: P. S. King, 1909), p. 266.

[69]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 157. Más tarde se refiere a él como «el asunto del banco W que se arrastró durante mucho tiempo» (Ibíd., p. 337).

[70]. R. C. O. Matthews, *A Study in Trade-Cycle History: Economic Fluctuations in Great Britain, 1832-1842* (Cambridge: Cambridge University Press, 1954), p. 173.

[71]. Clapham, *Bank of England*, vol. 1, p. 245.

[72] .H. S. Foxwell, prefacio a Andréadès, *Bank of England*, p. XVII.

[73]. Clapham, *Bank of England*, vol. 1, p. 256.

[74]. Véase Friedman y Schwartz, *Monetary History*, pp. 339, 363-367.

[75]. *Ibid.*, p. 395.

[76]. *Ibid.*, p. 339.

[77] . Véase Milton Friedman, «Rediscounting» en *A Program of Monetary Stability* (Nueva York: Fordham University Press, 1960), pp. 36-36.

[78]. Paul Johnson, *Modern Times: the World from the Twenties to the Eighties* (Nueva York: Harper & Row, 1983), p. 244.

[79]. Friedman y Schwartz, *Monetary History*, pp. 334-335.

[80]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 102.

[81]. Evans, *Commercial Crisis*, p. 207.

[82]. Taus, *Central Banking*, pp. 50, 70.

[83]. Sprague, *History of Crises*, p. 256.

12. El prestamista internacional de último recurso

[1]. Niall Ferguson, *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798-1847* (Nueva York: Viking, 1998), cap. 16, Tabla 16a en p. 461, muestra el curso de los precios de los bonos en Viena, París, Roma y Londres. Ferguson afirma que «la casa de Londres no era el prestamista de último recurso para todos»; pero Alphonse, nieto de Nathan, fue enviado a Nueva York para alejar de Belmont la preocupación sobre la indemnización mexicana y centrarse en Europa (pp. 466-70).

[2]. Ron Chernow, *The Warburgs: the Twentieth-Century Odyssey of a Remarkable Jewish Family* (Nueva York: Random House, 1993), p. 328.

[3]. R. D. Richards, «The First Fifty Years of the Bank of England, 1694-1744», en *History of the Principal Public Banks*, compilado, de J. G. van Dillen (The Hague: Martinus Nijhoff, 1934), p. 234.

[4]. Violet Barbour, *Capitalism and Amsterdam in the 17th Century* (1950, Ann Arbor: University of Michigan Press, 1966), p. 125.

[5]. Charles Wilson, *Anglo-Dutch Commerce and Finance in the Eighteenth Century* (Cambridge: Cambridge University Press, 1941), pp. 168-9.

[6]. *Ibíd.*, p. 176.

[7]. Sir John Clapham, *The Bank of England: a History* (Cambridge: Cambridge University Press, 1945), vol. 1, p. 249.

[8]. Alain Plessis, *La Politique de la Banque de France de 1850 à 1870* (Ginebra: Droz, 1985), cap. 4, pp. 241-5.

[9]. Knut Wicksell, *Lectures on Political Economy* (Nueva York: Macmillan, 1935), vol. 2, pp. 37-8.

[10]. Jacob Viner, *Studies in the Theory of International Trade* (Nueva York: Harper & Bros., 1937), p. 273; Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 169.

[11]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, pp. 164-5.

[12] . Clément Juglar, *Des crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*, 2.a ed. (1889, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1967), p. 417.

[13] .E. Victor Morgan, *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913* (Cambridge: Cambridge University Press, 1943), p. 148.

[14]. Arthur D. Gayer, W. W. Rostow, y Anna J. Schwartz, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850* (Oxford: Oxford University Press, Clarendon Press, 1953), vol. 1, p. 333.

[15]. British Parliamentary Papers, *Causes of Commercial Distress: Monetary Policy* (Shannon: Irish University Press, 1969), vol. 1, p. 153, pregunta 2018.

[16]. Viner, *Studies in International Trade*, p. 273.

[17]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 170.

[18]. Bertrand Gille, *La Banque et le crédit en France de 1818 à 1848* (Paris: Presses Universitaires de France, 1959), p. 377.

[19]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 229.

[20] . Helmut Böhme, *Frankfurt und Hamburg: Des Deutsches Reiches Silber und Goldloch und die Allerenglishte Stadt des Kontinents* (Frankfurt-am-Main: Europäische Verlagsanstalt, 1968), pp. 255-68.

[21]. Ibid., pp. 267-74.

[22]. Parliamentary Papers, *Commercial Distress*, vol. 4, Apéndice 20, Informe consular n.º 7, enero 27, 1858, p. 441.

[23]. *Ibid.*, informe n.º 393 de Berlín, diciembre 29, 1857, pp. 450-1.

[24]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, p. 234.

[25]. Morgan, *Theory and Practice of Central Banking*, p. 176.

[26]. Clapham, *Bank of England*, vol. 2, pp. 291-4.

[27]. Ibid., pp. 329-30, 344.

[28] . Citado por Hartley Withers, en *The Meaning of Money* (1909), en R. S. Sayers, *Bank of England Operations 1890-1914* (Londres: P. S. King, 1936), p. 111.

[29] J.-L. Billoret, «Système bancaire et dynamique économique dans un pays à monnaie stable: France, 1896-1914», tesis, Faculté de Droit et Sciences Économiques, Nancy, 1969, citado por Jean Bouvier, en *Un siècle de banque française* (París: Hachette Littérature, 1973), p. 240.

[30]. Hans Rosenberg, *Die Weltwirtschaftskrise von 1857-1859* (Stuttgart: Verlag von W. Kohlhammer, 1934), p. 38.

[31] . George W. Van Vleck, *The Panic of 1857: an Analytical Study* (Nueva York: Columbia University Press, 1943), p. 42.

[32]. Billoret, «Système bancaire», citado por Bouvier, en *Un siècle de banque française*, p. 238.

[33]. Walter Bagehot, *Lombard Street: a Description of the Money Market* (1873, Londres: John Murray, 1917), pp. 32-4.

[34] . O. M. W. Sprague, *History of Crises under the National Banking System* (1910, Nueva York: Augustus M. Kelley, 1968), pp. 248-85.

[35]. Franco Bonelli, *La crisi del 1907: una tappa dello sviluppo industriale in Italia* (Turín: Fondazione Luigi Einaudi, 1971), p. 42.

[36] . Oskar Morgenstern, *International Financial Transactions and Business Cycles* (Princeton: Princeton University Press, 1959), pp. 128-37.

[37]. Ver League of Nations, *The Course and Control of Inflation after World War I* (Princeton: League of Nations, 1945).

[38] . Paul E. Erdman, *The Crash of '79* (Nueva York: Simon & Schuster, 1976).

[39]. Stephen A. Schuker, *The End of French Predominance in Europe, the Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan* (Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1976), p. 67.

[40] .J. N. Jeanneney, «De la Spéculation financière comme arme diplomatique: À propos de la première bataille de franc (novembre 1923-mars 1924)», *Relations internationales*, n.º 13 (primavera de 1978), pp. 9-15, cree que el gobierno alemán lanzó el ataque contra el franco. Schuker es escéptico: *The End of French Predominance*, p. 56. Jean-Claude Debeir, «La crise du franc de 1924: Une exemple de la spéculation "internationale"», *Relations Internationales*, n.º 13 (primavera de 1978), p. 35, culpa a los ataques a bancos estadounidenses pero afirma que los franceses hicieron parte de la especulación.

[41]. Schuker, *The End of French Predominance*, cap. 4.

[42]. *Ibid.*, p. 111.

[43]. C. P. Kindleberger. *The World in Depression, 1929-1939*, 2.^a ed. (Berkeley: University of California Press, 1986), caps. 7, 14.

[44]. R. G. Hawtrey, *The Art of Central Banking* (Londres: Longmans, Green, 1932), pp. 220-4; todas las cursivas aparecen en el original. Hawtrey es profético hasta cierto punto. Dado que el FMI se toma su tiempo para tomar decisiones de crédito como prestamista de último recurso, y el Banco Internacional de Pagos puede actuar con rapidez, este último ha operado en varias crisis financieras recientes proporcionando «préstamos puente», es decir, financiación a corto plazo (aunque de cantidades limitadas) a países con necesidades inmediatas. Estos préstamos serían reembolsados con fondos de créditos del FMI. Ver Harold James, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods* (Washington, DC: International Monetary Fund, 1995; Nueva York y Oxford: Oxford University Press, 1996), pp. 361-2, 389, 557, 562, 592.

[45]. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, pp. 229-32; en cursiva en el original.

[46] . Susan Howson y Donald Winch, *The Economic Advisory Council, 1930-1939: a Study in Economic Advice during Depression and Recovery* (Cambridge: Cambridge University Press, 1977), pp. 188-9. Hay una lista del personal de varios comités en *ibíd.*, Apéndice 1, pp. 354-70.

[47]. Ibid., pp. 272-81.

[48]. Esta discusión está basada en el libro de Karl Erich Born, *Die deutsche Bankenkrise, 1931: Finanzen und Politik* (Munich: R. Piper & Co. Verlag, 1967).

[49]. Ibid., p. 86.

[50]. *Ibid.*, p. 83.

[51]. De Norman a Harrison, mensaje, 3 de julio de 1931, en los archivos del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

[52]. Stephen V. O. Clarke, *Central Bank Cooperation, 1924-31* (Nueva York: Banco de la Reserva Federal de Nueva York, 1967), p. 44. Esto ocurrió después de la discusión entre ambos lados, con británicos y americanos diciendo que no (Kindleberger, *World in Depression*, p. 153). Por su parte, los alemanes debatieron un plan de Wilhelm Lautenbach del Ministerio de Economía, que pedía la suspensión del servicio de deuda externa y la expansión el gasto (ibíd., p. 171, n. 5). El plan de Lautenbach surgió nuevamente después de que la libra esterlina se desvinculara del oro en septiembre de 1931. Ver Knut Borchardt y Hans Otto Schöltz, eds., *Wirtschaftspolitik in der Krise* (Baden-Baden: Nomos, 1931 [1991]). Se trata de una transcripción del fascinante debate en el Reichsbank entre economistas y funcionarios alemanes.

[53]. Clarke, *Central Bank Cooperation*, pp. 121, 148.

[54]. Howson and Winch, *Economic Advisory Council*, pp. 88-9.

[55]. Ibid., p. 162.

[56]. Kindleberger, *World in Depression*, pp. 168, 184.

[57]. D. E. Moggridge, «Policy in the Crises of 1920 and 1929», en C. P. Kindleberger y J.-P. Laffargue, eds., *Financial Crises: Theory, History and Policy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1982), pp. 171-87.

[58] . Stephen A. Schuker, *American «Reparations» to Germany, 1919-33: Implications for the Third-World Debt Crisis*, Princeton Studies in International Finance n.º 61 (Princeton: International Finance Section, Princeton University Press, 1988).

[59]. Richard N. Cooper, «Economic Interdependence and Foreign Policy in the Seventies», *World Politics*, vol. 24 (enero de 1972), p. 167.

[60] . Ver Bank for International Settlements, *Annual Report* n.º 63 al 31 marzo de 1993, p. 196; y n.º 64 al 31 de marzo 1994. El volumen de negocios mundial aumentó de 10.000 millones a 20.000 millones en un día en 1973, a 80.000 millones en 1983, antes de la subida a más de 1 billón en un día en 1995: *The Economist*, vol. 337, n.º 7936 (14 de octubre de 1995), p. 10. Para mercados emergentes y la Unión Monetaria Europea, ver Bank for International Settlements, *68th Annual Report al 31 de marzo de 1998*, p. 11, y gráfica p. 115.

[61] . Charles A. Coombs, *The Arena of International Finance* (Nueva York: Wiley), pp. 77, 79, 81, 83, 195, 202, 292.

[62]. Coombs, *Arena*, p. 37.

[63]. *Ibid.*, pp. 81, 85, 111, 121, 127, 134, 181, 185.

[64]. Susan Strange, «International Monetary Relations», en Andrew Schonfield, ed., *International Economic Relations of the Western World, 1959-71* (Oxford: Oxford University Press, para el Royal Institute of International Affairs, 1976), vol. 2, p. 136.

[65]. Ver Debeir, «La crise du franc du 1924».

[66]. Kathleen Burk y Alec Cairncross, «*Goodbye Great Britain*»: *the 1976 IMF Crisis* (New Haven, Conn.: Yale University Press, 1992).

[67]. Para los antecedentes, ver el informe sobre México de Ernesto Zedillo en Donald R. Lessard y John Williamson, ed., *Capital Flight and Third World Debt* (Washington, DC: Institute for International Economics, 1987), pp. 174-85. La crisis en sí es debatida en profundidad en los números del *New York Times* desde el 21 al 29 de diciembre de 1994.

[68] . «President Clinton Sidesteps Congress Using Emergency Authority», *New York Times* , 1 de febrero de 1995, p. A1.

[69]. Bank for International Settlements, *Annual Report*, n.o 68, p. 134.

[70]. Ibid.

[71]. Wynne Godley, «Seven Unsustainable Processes», un informe especial del Levy Institute, Annandale-on-Hudson, Nueva York, 1999.

[72]. C. P. Kindleberger, *World Economic Primacy, 1500-1990* (Nueva York: Oxford University Press, 1996), caps. 10 y 12.

[73]. Robert O. Keohane, *After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy* (Princeton: Princeton University Press, 1984).

Manías, pánicos y cracs: Historia de las crisis financieras

Charles P. Kindleberger

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal)

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos)

si necesita reproducir algún fragmento de esta obra.

Puede contactar con CEDRO a través de la web

www.conlicencia.com

o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

Título original: *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. 6th

Edition. Publicado originalmente por Palgrave Macmillan, sello de MacMillan

Publishers Limited.

© del diseño de la portada, Mauricio Restrepo, 2012

© de la imagen de la portada, *Sátira de la tulipomanía*, Jan Brueghel

© Johnny Van Haeften Ltd., London/The Bridgeman Art Library

© 2005, 2011, R. Z. Aliber y Charles P. Kindleberger

© 1978, 1989, 1996, 2000, Charles P. Kindleberger y Robert Z. Aliber

© 2005, 2011, Robert Solow

© de la traducción, Gina Clotet, 2012

© Editorial Planeta, S. A., 2012

Editorial Ariel es un sello editorial de Planeta, S. A.

Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)

www.planetadelibros.com

Primera edición en libro electrónico (epub): octubre 2012

ISBN: 978-84-344-0570-7

Conversión a libro electrónico: Victor Igual, S. L.

www.victorigual.com