NIALL FERGUSON

EL TRIUNFO DEL DINERO

CÓMO LAS FINANZAS MUEVEN EL MUNDO

"Deslumbrante, extraordinariamente oportuno."
THE SPECTATOR



Pasta, guita, plata, parné, duros. Da igual cómo lo llamemos, pero lo cierto es que el dinero importa ahora más que nunca. En El triunfo del dinero Niall Ferguson demuestra que la historia de las finanzas es el trasfondo de toda la Historia.

¿Cuándo pasó el dinero de metal a papel? ¿Por qué los tipos de interés suben y bajan como un yoyó? ¿Por qué la gente nunca aprende que las burbujas bursátiles siempre acaban estallando? ¿Por qué los seguros ya no son la mejor manera de protegerse contra el riesgo? ¿Por qué sobrevaloramos las ventajas de invertir en el sector inmobiliario? La mejor manera de entender las finanzas es conocer los orígenes de los distintos instrumentos, lo que además nos da una visión distinta de la historia del mundo desde la aparición del dinero en la antigua Babilonia hasta la crisis actual.

En el peor momento de las finanzas globales desde la Gran Depresión de los años treinta, nunca ha habido una ocasión más adecuada para entender el triunfo (y los ocasionales fracasos) del dinero.

Niall Ferguson

El triunfo del dinero

Como las finanzas mueven el mundo

ePub r1.2
Titivillus 23.07.2022

Título original: *The Ascent of Money*
Niall Ferguson, 2021
Traducción: Francisco J. Ramos Mena

Editor digital: Titivillus
ePub base r2.1



Índice de contenido

Cubierta

El triunfo del dinero

Agradecimientos

Ilustraciones

Introducción

1 Sueños de avaricia

2 De bonos y bonistas

3 Inflando burbujas

4 El retorno del riesgo

5 Tan seguro como una casa

6 Del Imperio a «Chimérica»

Epílogo El origen del dinero

Sobre el autor

Notas

In Memoriam
Gerald D. Feldman
(1937-2007)

Agradecimientos

Aunque escribir es una actividad solitaria, ningún libro constituye una aventura a solas. Doy las gracias al personal de los siguientes archivos: Museo Histórico de Amsterdam; Biblioteca Nacional de Francia, París; Museo Británico, Londres; Museo del Algodón, en la Lonja del Algodón de Memphis; Archivo Nacional de Holanda, La Haya; Museo Estatal de Luisiana, Nueva Orleans; Archivos Medici, en el Archivo Municipal de Florencia; Archivo Nacional de Escocia, Edimburgo; Biblioteca Nacional de Italia, Venecia; Archivo Rothschild, Londres; y Archivo Scottish Widows, Edimburgo. Varios eruditos y bibliotecarios respondieron con generosidad a mis peticiones de ayuda. En particular, quisiera dar las gracias a Melanie Aspey, Tristram Clarke, Florence Groshens, Francesco Guidi-Bruscoli, Greg Lambousy, Valerie Moar, Liesbeth Strasser, Jonathan Taylor y Lodewijk Wagenaar. Asimismo he contado en mi investigación con la inestimable ayuda de Andrew Novo.

Vaya un especial agradecimiento al selecto grupo de expertos financieros que aceptaron ser oficialmente entrevistados: Domingo Cavallo, Joseph DiFatta, John Elick, Kenneth Griffin, William Gross, José Piñera, lord Rothschild, sir Evelyn de Rothschild, Richard Scruggs, George Soros, George Stevenson, Carmen Velasco, Paul Volcker, Sherron Watkins y Robert Zoellick. También he aprendido mucho de mis conversaciones extraoficiales con los participantes en diversos eventos organizados por Morgan Stanley y GLG Partners.

La versión original inglesa de este libro ha sido editada por Penguin a ambos lados del Atlántico. En Nueva York fue un placer y un privilegio poder tener por primera vez como editora a Ann Godoff. En Londres, Simon Winder se aseguró de que ni un solo ejemplo de jerga ininteligible llegara a la imprenta. Michael Page realizó un magnífico trabajo como corrector de estilo. También debo dar las gracias a Richard Duguid, Ruth Stimson, Rosie Glaisher, Alice Dawson, Helen Fraser, Stefan McGrath, Ruth Pinkney y Penelope Vogler.

Al igual que mis tres obras anteriores, El triunfo del dinero se concibió desde el primer momento como una serie televisiva además de como un libro. En la cadena británica Channel 4 tengo una deuda con Julian Bellamy, Ralph Lee, Kevin Lygo y, sobre todo, Hamish Mykura. Nuestras ocasionales tensiones siempre fueron creativas. En la neoyorquina W-Net Channel 13, Stephen Segaller ha sido un inestimable apoyo. Estoy especialmente agradecido al equipo de recaudación de fondos de Channel 13, dirigido por Barbara Bantivoglio, por todos sus esfuerzos. Ni la serie televisiva ni el libro habrían sido posibles sin el extraordinario equipo de personas reunido por Chimerica Media: Dewald Aukema, nuestro sin par cineasta; Rosalind Bentley, nuestra investigadora; Vaughan Matthews, nuestro cámara auxiliar; Paul Paragon y Ronald van der Speck, nuestros técnicos de sonido ocasionales; Joanna

Potts, nuestra ayudante de producción; Vivienne Steel, nuestra jefa de producción, y Charlotte Wilkins, nuestra coordinadora de producción, sin olvidar tampoco a su predecesora, Hedda Archbold. En cuanto a Melanie Fall y Adrian Pennink, mis colegas «chimericanos», baste decir que sin ellos El triunfo del dinero ni siquiera habría despegado del suelo.

Entre las numerosas personas que nos ayudaron a filmar la serie, hubo varios «arregladores» que se desvivieron por ayudarnos. Doy las gracias a Sergio Ballivian, Rudra Banerji, Matias de Sa Moreira, Makarena Gagliardi, Laurens Grant, Juan Harrington, Fernando Mecklenburg, Alexandra Sánchez, Tiziana Tortarolo, Khaliph Troup, Sebastiano Venturo y Eelco Vijzelaar. Mi amigo Chris Wilson se aseguró de que no perdiera ningún avión.

Tengo la inmensa fortuna de tener en la persona de Andrew Wylie al mejor agente literario del mundo, y en la de Sue Ayton a su equivalente en el ámbito de la televisión inglesa. Vaya asimismo mi agradecimiento a James Pullen y a todo el resto del personal de las oficinas en Londres y en Nueva York de la Agencia Wylie.

Varios historiadores, economistas y operadores financieros leyeron generosamente todo o parte del borrador del manuscrito, o comentaron cuestiones clave. Quisiera dar las gracias a Rawi Abdelal, Ewen Cameron Watt, Richart Carty, Rafael DiTella, Mohamed El-Erian, Benjamin Friedman, Brigitte Granville, Laurence Kotlikoff, Robert Litan, George Magnus, Ian Mukherjee, Greg Peters, Richard Roberts, Emmanuel Roman, William Silber, André Stern, Lawrence Summers, Richard Sylla, Nassim Taleb, Peter Temin y James Tisch. Ni que decir tiene que todos los errores factuales o de interpretación que hayan podido quedar son de mi exclusiva responsabilidad.

La investigación y la redacción de este libro se realizaron en un momento de considerable agitación personal. Sin los conocimientos y el apoyo de tres instituciones académicas concretas habría resultado sencillamente imposible hacerlo. En la Universidad de Oxford, quisiera dar las gracias al rector y a los miembros del Jesus College, a sus homólogos del Oriel College y al personal de la Biblioteca Bodleiana. En la Hoover Institution de Stanford, he contraído una deuda con John Raisian, el director, y con su excelente personal, especialmente Jeff Bliss, William Bonnett, Noel Kolak, Richard Sousa, Celeste Szeto, Deborah Ventura y Dan Wilhelm. Entre los miembros de Hoover que han inspirado o colaborado en esta obra se incluyen Robert Barro, Stephen Haber, Alvin Rabushka y Barry Weingast.

Mi mayor deuda, no obstante, es con mis colegas de Harvard. Se tardaría mucho en dar las gracias uno por uno a todos los miembros de la Facultad de Historia de dicha universidad, de modo que me limitaré a los que contribuyeron directamente a este proyecto. Charles Maier ha sido una constante fuente de inspiración y amistad. Jim Hankins me ofreció su hospitalidad y su ayuda en Florencia. También quisiera dar las gracias a David Armitage, Erez Manela, Ernest May y Daniel Sargent (quien, por desgracia, se ha ido a Berkeley) por establecer el Departamento de Historia

Internacional como el medio perfecto para la investigación histórica interdisciplinar. Andrew Gordon y su sucesor James Kloppenberg han presidido el departamento con una habilidad y una sensibilidad excepcionales. Y sin Janet Hatch y su personal, al menos uno de los tres platos giratorios de la administración, la investigación y la docencia habría acabado por estrellarse en el suelo.

En el Centro de Estudios Europeos he tenido la suerte de compartir espacio e ideas, entre otros, con David Blackbourn, Patricia Craig, Paul Dzus, Patrice Higonnet, Stanley Hoffman, Maya Jasanoff, Katiana Orluc, Anna Popiel, Sandy Selesky, Cindy Skach, Michelle Weitzel y Daniel Ziblatt.

Fueron, sobre todo, mis colegas de la Harvard Business School los que hubieron de llevar todo el peso durante el curso 2006-2007. Ante todo, agradezco al decano Jay Light que se mostrara tan amable conmigo en aquellos momentos de crisis. Pero estoy igualmente agradecido a los miembros de la sección de Negocios y Gobierno de la Unidad de Economía Internacional por tolerar mis ausencias imprevistas, en especial a Richard Vietor, al que dejé en la estacada, así como a Rawi Abdelal, Laura Alfaro, Diego Comín, Arthur Daemmrich, Rafael DiTella, Catherine Duggan, Lakshmi Iyer, Noel Maurer, David Moss, Aldo Musacchio, Forest Reinhardt, Julio Rotemberg, Debora Spar, Gunnar Trumbull, Louis Wells y Eric Werker. Zac Pelleriti me proporcionó una ayuda administrativa vital.

Debo también dar las gracias a Steven Bloomfield y sus colegas del Centro Weatherhead de Asuntos Internacionales; a Graham Allison y todo el personal del Centro Belfer de Ciencia y Asuntos Internacionales; a Claudia Goldin y demás participantes en el Taller de Historia Económica; y por último, aunque no en último lugar, a Dorothy Austin, Diana Eck y el resto de moradores de la Casa Lowell.

Finalmente, doy las gracias a todos mis estudiantes de ambos lados del río Charles, en especial a los alumnos de mis clases 10B, 1961, 1964 y 1965. He aprendido mucho de sus numerosos trabajos y de las innumerables conversaciones formales e informales que hacen que trabajar en Harvard sea una delicia.

En la época en la que se escribió este libro, mi esposa, Susan, luchaba por recuperarse de un grave accidente y de otros reveses. Con ella y con nuestros hijos, Felix, Freya y Lachlan, es con quienes tengo la mayor deuda. Solo desearía poder compensarles con una moneda más sólida.

Ilustraciones

El *copyright* de las fotografías se indica entre paréntesis. Se han hecho todos los esfuerzos posibles para contactar con los propietarios de los derechos. Los editores estarán encantados de subsanar en futuras ediciones cualquier error u omisión que se les indique.

ILUSTRACIONES INTEGRADAS EN EL TEXTO

El Cerro Rico de Potosí (Sergio Ballivian).

Tablilla de arcilla de Mesopotamia, II milenio a. C. (administradores del British Museum).

Tablilla de arcilla de Mesopotamia (reverso), II milenio a. C. (administradores del British Museum).

El arresto de Gerard Law (Mirrorpix).

Quentin Massys, *El banquero* (1514) (foto RMN).

Página del «libro secreto» de los Medici (Archivio di Stato di Firenze).

Bonos a diez años del Estado japonés (Embajada de Japón en el Reino Unido).

Grabado de Pieter van der Heyden a partir de *La batalla por el dinero* de Pieter Brueghel el Viejo, posterior a 1570 (Metropolitan Museum of Art).

Un *consol* al 5 por ciento (enero de 1796) (Hersh L. Stern, Annuity Museum).

Bono de algodón confederado con sus cupones (Michael Vidler).

«Billete gris» confederado de cinco dólares del estado de Luisiana (Louisiana State Museum).

Billete de un billón de marcos alemanes de 1923 (Ron Wise).

La acción más antigua conocida (1606) (www.oldest-share.com).

Una acción de la Compagnie des Indes (Bibliothèque Nationale de France).

Escena en la calle Quincampoix, 1719 (Historic New Orleans Collection).

Grabado de *La gran escena de la locura* (1720) (Historic New Orleans Collection).

Bernard Picart, *Monumento consagrado a la posteridad* (1721) (Harvard Business School).

Alan Greenspan y Kenneth Lay (PA Images).

Nueva Orleans después del Katrina (Adrian Pennink).

Alexander Webster predicando en Edimburgo (Dawn Mcquillan).

Cálculos del originario Fondo para la Provisión de Viudas y Huérfanos de los Ministros de la Iglesia de Escocia (National Archives, Escocia).

Póliza de seguro de vida de sir Walter Scott (Scottish Widows).

Hombres y mujeres en el asilo para pobres (Ramsay Macdonald Papers, National Archives).

Hombres comiendo en el asilo para pobres de Marylebone (Peter Higginbotham).

Milton Friedman (Universidad de Chicago).

Stowe House (National Trust).

Tres generaciones de aristócratas: el primer, segundo y tercer duques de Buckingham (Stowe House Preservation Trust, Stowe School Photographic Archives).

Manifestación de protesta por el hambre en Detroit (Walter P. Reuther Library).

Protesta «Acabemos con el terror policial de Ford-Murphy» (Walter P. Reuther Library).

Qué bello es vivir (PA Images).

Danny Faulkner con su helicóptero (*Dallas Morning News*).

William Jardine (Jardine, Matheson).

James Matheson (Jardine, Matheson).

Jaime Roldós Aguilera, presidente de Ecuador, y Omar Torrijos, presidente de Panamá (Getty).

George Soros (Soros).

El ministro de Hacienda británico Norman Lamont (PA Images).

LÁMINAS

1. Página del *Liber abaci* de Fibonacci, publicado en 1202 (reproducido con el amable consentimiento del Ministero per i Beni e le Attività Culturali de Italia, Biblioteca Nazionale Centrale di Firenze).

2. La *Adoración de los Magos* de Botticelli (Alinari).

3. Nathan Mayer Rothschild (N. M. Rothschild & Sons).

4. Portada de *Le Rire* (Mary Evans Picture Library).

5. Cañoneras unionistas en el Mississippi (Museum of the Confederacy).

6. El Imperio holandés (Dutch National Archives).

7. Emanuel de Witte, *Beurs van Amsterdam*, 1653 (Rijksmuseum Amsterdam).

8. Retrato de John Law (Louisiana State Museum).

9. Mapa de Luisiana (Louisiana State Museum).

10. Luisiana (Louisiana State Museum).

11. Dos platos holandeses inspirados en el crac de las Mississippi.

12. Terremoto en Tokio.

13. Richard «Dickie» Scruggs (*New York Times*).

14. Ken Griffin, fundador y director general de Citadel (Citadel).

15. Díptico de Grenville.

16. Mural de Diego Rivera en el atrio ajardinado del Instituto de Arte de Detroit, muro norte (Detroit Institute of Arts).

17. Mural de Diego Rivera en el atrio ajardinado del Instituto de Arte de Detroit, muro sur (detalle) (Detroit Institute of Arts).

18. Detalle del *Monopoly* original de Charles Darrow, con las calles de Atlantic City.

19. El original «Míster Monopoly».

20. La antigua Chongqing (foto de G. H. Thomas, autor de *An American in China: 1936-1939*).

21. La moderna Chongqing.

Introducción

Plata, pasta, guita, efectivo, cuartos, vil metal, parné, pelas, peculio, recursos… da igual como se le llame: el dinero es importante. Para los cristianos, el apego al dinero es la raíz de todo mal. Para los generales representa el nervio vital de la guerra; para los revolucionarios, las cadenas del trabajo. Pero ¿qué es exactamente el dinero? ¿Una montaña de plata, como creían los conquistadores españoles? ¿O bastan unas simples tablillas de arcilla o papeles impresos? ¿Cómo hemos llegado a vivir en un mundo donde la mayor parte del dinero es invisible, poco más que unas cuantas cifras en una pantalla de ordenador? ¿De dónde vino el dinero? ¿Y adónde se fue?

En 2007, la renta del estadounidense medio (algo menos de 34 000 dólares) subió alrededor de un 5 por ciento[1]. Pero el coste de la vida aumentó un 3,5 por ciento en el mismo período. De modo que, en términos reales, este ciudadano medio ha mejorado solo un 1,5 por ciento. Si se tiene en cuenta la inflación, de hecho la renta de la familia media en Estados Unidos apenas ha cambiado desde 1990, incrementándose solo un 7 por ciento hasta 2008[2]. Ahora comparemos la situación del ciudadano medio con la de Lloyd Blankfein, presidente del banco de inversiones Goldman Sachs. En 2007, Blankfein cobró 73,7 millones de dólares en concepto de salario, primas y acciones, lo que representa un incremento del 25 por ciento en relación con el año anterior, y unas dos mil veces más de lo que ganó el estadounidense medio. Ese mismo año, los ingresos netos de Goldman Sachs (46 000 millones de dólares) superaron el producto interior bruto (PIB) de más de un centenar de países como Croacia, Serbia y Eslovenia; o Bolivia, Ecuador y Guatemala; o Angola, Siria y Túnez. Los activos totales del banco superaron por primera vez el umbral del billón de dólares[3]. Otros altos ejecutivos de Wall Street también ganaron grandes cantidades de dinero, aunque no tanto. Según la revista *Forbes*, Richard S. Fuld, de Lehman Brothers, ganó 71,9 millones de dólares; James Dimon, de JP Morgan Chase, 20,7 millones, y Kenneth D. Lewis, de Bank of America, 20,1 millones, situándose justo por delante de Charles O. Prince, de Citigroup (con 19,9 millones), John Mack, de Morgan Stanley (con 17,6 millones), y John Thain, de Merrill Lynch (con 15,8 millones). Pero Lloyd Blankfein está lejos de ser el financiero que más dinero ganó en el mundo en el año 2007. Angelo R. Mozilo, de Countrywide Financial, cobró 102,8 millones de dólares. E incluso esta cantidad parece insignificante al lado de las inmensas sumas que ganan algunos gestores de fondos de riesgo (*hedge funds*)[4]. El especulador George Soros ganó 2900 millones de dólares. Ken Griffin, de la empresa Citadel, al igual que los fundadores de otras

empresas líderes en el sector de los fondos de riesgo, ganó más de 2000 millones de dólares. El alto ejecutivo peor pagado en el mundo financiero estadounidense en 2007 fue James E. Cayne, de Bear Stearns, que cobró 690 757 dólares, cifra que representa una drástica caída en comparación con los casi 290 millones que había ganado en los nueve años anteriores. Mientras tanto, casi mil millones de personas en todo el mundo luchaban por sobrevivir con apenas un dólar diario[5].

Resulta que en el año 2007 se presenció el comienzo de la peor crisis financiera que ha experimentado el mundo desde la Gran Depresión. En el plazo de poco más de un año ocurrieron una serie de acontecimientos que dejaron en ridículo la pretensión de que las generosas retribuciones pagadas a los financieros estaban justificadas por sus excepcionales cualidades, especialmente en el ámbito de la gestión de riesgos. Para cuando hube de revisar el texto de este libro de cara a la edición inglesa de bolsillo, Bear Stearns había tenido que ser rescatada del colapso por JP Morgan, Countrywide había sido absorbida por Bank of America, Merrill Lynch había sufrido el mismo destino y Lehman Brothers se había ido a pique. Citigroup había perdido 18 700 millones de dólares en 2008, comiéndose la mayor parte de sus ganancias desde 2005, mientras que Merrill Lynch había perdido 35 800 millones, acabando también con sus ganancias desde 1996. Tanto Goldman Sachs como Morgan Stanley se habían visto obligados a dejar de ser bancos de inversiones para convertirse en holdings bancarios, lo que señalaba el final de un modelo de negocio cuyos orígenes se remontaban a la década de 1930. Todos los bancos que habían sobrevivido habían aceptado inyecciones de capital del Tesoro estadounidense al amparo del denominado Programa de Recuperación de Activos con Problemas. Sin embargo, y pese a la ayuda del Estado, las cotizaciones de sus acciones siguieron bajando, lo que a su vez incrementaba la posibilidad de una nacionalización directa al menos en el caso de algunos de ellos. En febrero de 2009, por ejemplo, las acciones de Citigroup se habían desplomado, y habían pasado de los 55 dólares a los que se cotizaban en junio de 2007 a solo 1,49.

¿Le irrita que el mundo sea tan injusto? ¿Le exasperan esos capitalistas ricachones y esos banqueros milmillonarios? ¿Le desconcierta el enorme abismo que separa a los que tienen —especialmente los que tienen yates— de los que no tienen nada? No es usted el único. A lo largo de la historia de la civilización occidental ha habido siempre una hostilidad recurrente hacia las finanzas y los financieros, arraigada en la idea de que quienes se ganan el sustento prestando dinero son, de algún modo, parásitos de las «verdaderas» actividades económicas de la agricultura y la industria. Esa hostilidad tiene tres causas: se debe a que los deudores siempre han tendido a superar en número a los acreedores, y a que los primeros raramente han tenido una predisposición favorable hacia los segundos; asimismo se debe a que se producen crisis financieras y escándalos con la suficiente frecuencia como para hacer que parezca que las finanzas son causa de pobreza y no de prosperidad, de inestabilidad antes que de estabilidad, y se debe también a que, durante siglos y en

países de todo el mundo, los servicios financieros han estado en manos, en una excesiva proporción, de miembros de determinadas minorías étnicas o religiosas, que habían sido excluidas de la propiedad de la tierra o de la administración pública, pero que habían logrado un gran éxito en las finanzas gracias a que contaban con sus propias redes, fuertemente cohesionadas, de parientes y personas de confianza.

No obstante, y pese a nuestros arraigados prejuicios contra el «vil metal», el dinero es la raíz de la mayor parte del progreso. Recordando a Jacob Bronowski (cuya maravillosa serie televisiva sobre la historia del progreso científico seguí ávidamente cuando era estudiante), podríamos decir que el triunfo del dinero ha sido esencial para el triunfo del hombre. Lejos de ser obra de meras sanguijuelas deseosas de chupar la sangre a las familias endeudadas o de jugar con los ahorros de las viudas y los huérfanos, la innovación financiera ha representado un factor indispensable en el desarrollo del hombre desde una miserable subsistencia hasta las vertiginosas cotas de prosperidad material que tantas personas conocen hoy. La evolución del crédito y la deuda ha sido tan importante como cualquier innovación tecnológica en el auge de la civilización, desde la antigua Babilonia hasta la actual Hong Kong. Los bancos y el mercado de bonos proporcionaron la base material de los esplendores del Renacimiento italiano. La financiación empresarial constituyó el fundamento indispensable tanto del Imperio holandés como del británico, del mismo modo que no se puede desvincular el triunfo de Estados Unidos en el siglo XX de los avances realizados en los seguros, la financiación hipotecaria y los créditos al consumo. Y quizá también sea una crisis financiera la que señale el ocaso de la primacía global estadounidense.

Detrás de todo gran fenómeno histórico hay un secreto financiero, y este libro se propone ilustrar los más importantes de ellos. Por ejemplo, si el Renacimiento pudo generar una gran expansión en el mercado del arte y la arquitectura, fue gracias a que diversos banqueros italianos como los Medici hicieron fortuna aplicando las matemáticas orientales al dinero. Si la República de Holanda prevaleció sobre el Imperio de los Habsburgo, fue gracias al hecho de que tener el primer mercado de valores moderno del mundo resultó financieramente preferible a tener la mayor mina de plata del mundo. Si los problemas de la monarquía francesa no pudieron resolverse sin una revolución, fue porque un asesino convicto escocés había desbaratado el sistema financiero galo creando y haciendo estallar la primera burbuja bursátil de la historia. La derrota de Napoleón en Waterloo se debió a Nathan Rothschild tanto como al duque de Wellington. Fue la locura financiera, un ciclo autodestructivo de impagos y devaluaciones, la que hizo que Argentina pasara de ser el sexto país más rico del mundo en la década de 1880 a convertirse en un desastre inflacionista en la de 1980.

Si lee este libro entenderá por qué, paradójicamente, las personas que viven en el país más seguro del mundo son también las que más seguros contratan. Descubrirá cuándo y por qué los pueblos anglosajones desarrollaron su peculiar obsesión por

comprar y vender casas. Y lo que quizá sea más importante: verá cómo la globalización de las finanzas, entre otras cosas, ha venido a difuminar la vieja distinción entre mercados desarrollados y emergentes, convirtiendo a China en el banco de Estados Unidos: un acreedor comunista de un deudor capitalista, lo que representa un cambio de trascendencia histórica.

A veces, el triunfo del dinero ha parecido inexorable. En 2006, la producción económica cuantificada en todo el mundo rondaba los 48,6 billones de dólares. La capitalización bursátil total de los mercados de valores del mundo era de 50,6 billones de dólares, es decir, un 4 por ciento mayor. El valor total de los bonos nacionales e internacionales era de 67,9 billones de dólares, un 40 por ciento mayor. El planeta Finanzas estaba empezando a empequeñecer al planeta Tierra. Y también parecía girar más deprisa que él. Cada día, 3,1 billones de dólares cambiaban de manos en los mercados de divisas. Cada mes, 5,8 billones de dólares cambiaban de manos en los mercados de valores globales. Cada minuto de cada hora de cada día de cada semana, alguien, en alguna parte, estaba operando en bolsa. Y constantemente evolucionaban nuevas formas de vida financiera. En 2006, por ejemplo, el volumen de adquisiciones apalancadas (compras de empresas financiadas con préstamos) alcanzó la cifra de 753 000 millones de dólares. Una explosión de «titularización» (una práctica por la que se cogen deudas individuales como las hipotecas, se dividen en «tramos», se agrupan en paquetes y se convierten para su venta) elevó la emisión total anual de títulos con garantía hipotecaria, títulos garantizados por activos y obligaciones de deuda colateralizada[6] por encima de los tres billones de dólares. El volumen de derivados financieros —contratos derivados de valores u operaciones ya existentes, como IRS («interest rate swaps», contratos de futuros aplicados al tipo de interés de mercado) o CDS («credit default swaps», contratos de seguros frente al impago de un crédito)—[7] ha crecido aún más rápido, de modo que a finales de 2006 el valor nocional de todos los derivados financieros extrabursátiles (excluyendo los negociados en intercambios públicos) estaba justo por encima de los 400 billones de dólares. Antes de la década de 1980, cosas así resultaban prácticamente desconocidas. También proliferaron nuevas instituciones. El primer fondo de riesgo se creó en la década de 1940, y todavía en una fecha tan reciente como 1990 había solo 610 de ellos, que gestionaban 38 900 millones de dólares. A finales de 2006 había 9462, que gestionaban 1,5 billones de dólares. También se multiplicaron las sociedades de inversión de capital privadas. Los bancos, mientras tanto, crearon toda una serie de «conductos» y «vehículos estructurados de inversión» (SIV, por sus siglas en inglés) a fin de mantener los activos potencialmente arriesgados fuera de sus balances contables. Era como si hubiera surgido todo un sistema bancario en la sombra. Si los últimos cuatro milenios presenciaron el triunfo del hombre pensante, ahora parece que estuviésemos viviendo el triunfo del hombre banquero.

En 1947, el valor total añadido por el sector financiero al producto interior bruto de Estados Unidos fue del 2,3 por ciento; en 2005, su aportación había subido al 7,7

por ciento del PIB. En otras palabras: aproximadamente un dólar de cada trece pagados a empleados estadounidenses iba a parar a gente que trabaja en las finanzas[8]. Pero estas todavía se habían hecho más importantes en el Reino Unido, donde en 2006 representaron el 9,4 por ciento del PIB. El sector financiero también se había convertido en el foco de atracción más poderoso del mundo para el talento académico. En 1970 solo alrededor de un 5 por ciento de los hombres graduados en Harvard —donde yo doy clases— pasaron a trabajar en las finanzas; en 1990, esa cifra había subido al 15 por ciento[9]. En 2007, la proporción era aún mayor. Según el periódico *Harvard Crimson*, más del 20 por ciento de los hombres del curso de 2007, y el 10 por ciento de las mujeres, confiaban en que sus primeros puestos de trabajo fueran en la banca. ¿Y quién puede culparles por ello? En los últimos años, los sueldos en el sector financiero habían sido casi el triple de los obtenidos por los graduados de las universidades privadas más selectas de Estados Unidos en otros sectores de la economía.

Para cuando los alumnos del curso de 2007 se graduaron, parecía ciertamente que nada podía detener el imparable auge de las finanzas globales. Ni los atentados terroristas de Nueva York y Londres. Ni la violenta guerra en Oriente Próximo. Y desde luego, tampoco el cambio climático global. Pese a la destrucción de las Torres Gemelas, las invasiones de Afganistán e Irak y varias catástrofes meteorológicas extremas, el período que va de finales de 2001 a mediados de 2007 se ha caracterizado por una expansión financiera sostenida. Es cierto que inmediatamente después del 11-S el índice industrial Dow Jones había llegado a caer hasta un 14 por ciento. Sin embargo, en el plazo de poco más de dos meses había recuperado de nuevo los niveles anteriores al 11-S. Asimismo, aunque 2002 fue un año decepcionante para los inversores en acciones estadounidenses, el mercado resurgió de nuevo, superando su máximo anterior (en el apogeo de la fiebre del «punto com») en el otoño de 2006. A comienzos de octubre de 2007, el Dow Jones se hallaba a casi el doble del nivel al que había bajado en su mínimo de cinco años antes. Tampoco es que el rendimiento de la Bolsa estadounidense fuera excepcional. En los cinco años transcurridos hasta el 31 de julio de 2007, todos los mercados bursátiles del mundo menos dos dieron rendimientos anuales de dos dígitos. También los bonos de los mercados emergentes experimentaron un fuerte ascenso, y en los mercados inmobiliarios, especialmente en el mundo anglosajón, se produjo una notable apreciación de capital. Tanto si invertían en mercaderías como en obras de arte, en vino añejo o en exóticos valores con garantía de activos, el caso es que los inversores ganaban dinero.

¿Y cómo se explicaban tales maravillas? Según una escuela de pensamiento, las últimas innovaciones financieras habían aportado una mejora fundamental en la eficacia del mercado de capitales global, permitiendo asignar el riesgo a quienes eran más capaces de aguantarlo. Los más entusiastas hablaban incluso de la muerte de la inestabilidad. Los banqueros, satisfechos de sí mismos, organizaban conferencias con

títulos tales como «La evolución de la excelencia». En noviembre de 2006, yo mismo participé en una de aquellas conferencias, que se desarrollaba en un emplazamiento peculiarmente lujoso: Lyford Cay, en las Bahamas. El tema de mi discurso era que no haría falta mucho para desencadenar una caída drástica de liquidez que luego creara un efecto dominó en todo el sistema financiero mundial, y que debíamos ser cautos y no esperar que las vacas gordas duraran indefinidamente. Mi público se mostró muy poco impresionado, y fui tildado de alarmista. Uno de los inversores más experimentados presentes en el acto llegó incluso a sugerir a los organizadores que «el año que viene más vale que prescindan de oradores externos y en lugar de ello ofrezcan un pase de *Mary Poppins*»[10]. Pero precisamente la mención de este personaje me trajo un recuerdo de la infancia. Puede que los fans de Julie Andrews recuerden que el argumento de este clásico musical gira en torno a un acontecimiento financiero que cuando se rodó la película, en la década de 1960, parecía muy pintoresco: un pánico bancario —es decir, una oleada de clientes que corren a retirar su dinero—; algo que no se veía en Londres desde 1866.

No es casualidad que la familia que contrata a Mary Poppins se apellide Banks («bancos» en inglés). El señor Banks es, de hecho, banquero, un alto cargo de una entidad denominada Dawes, Tomes, Mousley, Grubbs, Fidelity Fiduciary Bank. A instancias de él, un día los niños Banks van de la mano de su nueva niñera a visitar el banco, donde el señor Dawes padre recomienda a Michael, el hijo del señor Banks, que deposite allí su dinero de bolsillo (dos peniques). Desgraciadamente, el joven Michael prefiere gastar el dinero en comida para las palomas que hay delante del banco, de modo que le exige al señor Dawes: «¡Devuélvamelo! ¡Devuélvame mi dinero!». Para empeorar las cosas, algunos de los clientes del banco oyen por casualidad las demandas de Michael. El resultado es que empiezan a retirar su dinero. Pronto hay una turbamulta de gente haciendo lo mismo, y ello obliga al banco a suspender los pagos. El señor Banks es diligentemente despedido, lo que desencadena el trágico lamento de haberse visto «abocado a la ruina y la destrucción en la flor de la vida». Esas mismas palabras podría haberlas pronunciado con no menor justificación Adam Applegarth, ex director ejecutivo del banco británico Northern Rock, que sufrió una suerte similar en septiembre de 2007 cuando sus clientes empezaron a hacer cola delante de todas las sucursales del banco para retirar sus fondos. El hecho se produjo tras el anuncio de que el Northern Rock había solicitado un «recurso de apoyo a la liquidez» al Banco de Inglaterra.

La crisis financiera que se desató en el mundo occidental en el verano de 2007 constituyó un oportuno recordatorio de una de las verdades permanentes de la historia financiera. Antes o después, toda burbuja estalla. Antes o después, los vendedores bajistas superan en número a los compradores alcistas. Antes o después, la codicia se convierte en temor. Cuando concluía mis investigaciones para la elaboración de este libro, en los primeros meses de 2008, existía ya una clara posibilidad de que la economía estadounidense entrara en recesión. Un año después, en el momento de

revisar esta introducción de cara a la edición inglesa de bolsillo, el país estaba sufriendo ya claramente la recesión más grave desde comienzos de la década de 1980, con una significativa probabilidad de que se produjera una prolongada depresión. ¿Se debía a que las empresas norteamericanas lo habían hecho peor a la hora de diseñar nuevos productos? ¿Se había reducido repentinamente el ritmo de la innovación tecnológica? No. La causa inmediata de la contracción económica de 2008-2009 era de índole financiera: para ser más exactos, un espasmo en el sistema crediticio precipitado por los crecientes impagos en una clase de deudas conocidas eufemísticamente como «hipotecas *subprime*». Nuestro sistema financiero global se había vuelto tan intricado que unas familias relativamente pobres que viven en estados norteamericanos como Alabama o Wisconsin pudieron comprar o rehipotecar sus viviendas por medio de créditos, a menudo complejos, que (sin saberlo ellos) luego se agruparon en paquetes con otros créditos similares, se convirtieron en CDO y fueron vendidas por los bancos en Nueva York y Londres, entre otros, a bancos regionales alemanes y autoridades municipales noruegas, que, de ese modo, pasaban a convertirse de hecho en los prestadores hipotecarios. Esas CDO habían sido cortadas y troceadas hasta tal punto que se podía afirmar que al menos una parte de los pagos de intereses de los prestatarios originales representaban un flujo de ingresos tan fiable como el interés de un bono del tesoro estadounidense a diez años, y, por lo tanto, era digna de la codiciada clasificación de la «triple A». Ello llevaba la alquimia financiera a un nuevo nivel de sofisticación, que en apariencia convertía el plomo en oro.

Sin embargo, cuando las hipotecas originales se reposicionaron a tipos de interés superiores una vez que hubo expirado el período de «carencia» inicial de uno o dos años, los prestatarios empezaron a incumplir sus pagos. Esto, a su vez, era un síntoma de que en Estados Unidos la burbuja inmobiliaria empezaba a desinflarse, desencadenando la mayor caída del precio de la vivienda desde la década de 1930. Lo que siguió a continuación pareció una reacción en cadena, lenta, pero en última instancia devastadora. Todos los ABS, valores garantizados por activos, incluidos numerosos instrumentos financieros que en realidad no estaban respaldados por hipotecas *subprime*, se desplomaron. Herramientas como los conductos y los vehículos estructurados de inversión, que habían sido creados por los bancos a fin de mantener esos valores fuera de los balances bancarios, se encontraron en graves dificultades. Cuando los bancos se hicieron cargo de los valores, las ratios entre su capital y sus activos se desplomaron. Los bancos centrales de Estados Unidos y Europa trataron de aliviar la presión sobre las entidades bancarias con reducciones de los tipos de interés y ofertas de liquidez a través de «recursos de subasta a plazo». Sin embargo, los tipos a los que los bancos podían pedir dinero prestado, ya fuera emitiendo letras de cambio, ya fuera vendiendo bonos o dejándose dinero unos a otros, seguían estando bastante por encima de la tasa de los fondos federales oficialmente establecida, que representa el tipo crediticio mínimo de la economía

estadounidense. Préstamos que iban originariamente destinados a financiar compras de empresas por parte de sociedades de capital privado también eran solo vendibles, cuando lo eran, con grandes descuentos. Tras sufrir enormes pérdidas, muchos de los bancos estadounidenses y europeos más conocidos hubieron de acudir no solo a los bancos centrales occidentales para pedir ayuda a corto plazo a fin de reconstruir sus reservas, sino también a fondos de inversión soberanos de Asia y Oriente Próximo en busca de inyecciones de capital. Pero a comienzos de 2008 los inversores extranjeros estaban perdiendo su apetencia por las acciones bancarias cuya cotización no dejaba de declinar.

Vista retrospectivamente, la transición de una crisis de las hipotecas *subprime* a una crisis financiera global a gran escala pareció producirse a cámara lenta. Aunque los precios de los bienes inmuebles en Estados Unidos habían empezado a bajar ya en enero de 2007, el mercado de valores siguió subiendo hasta noviembre de ese año. Todavía en mayo de 2008, el índice Standard and Poor's 500 estaba solo un 10 por ciento por debajo de su máximo alcanzado el mes de octubre anterior. Aunque la Oficina Nacional de Investigaciones Económicas de Estados Unidos declaró que en diciembre de 2007 se había iniciado una recesión, los consumidores estadounidenses hicieron tan poco caso que no redujeron sus gastos hasta el tercer trimestre de 2008. Y no fue hasta el fatídico mes de septiembre de 2008 cuando terminó la Gran Represión y la crisis estadounidense estalló en una crisis de globalización a gran escala, provocando drásticas reducciones en las exportaciones de las economías asiáticas y europeas, además del pinchazo de la burbuja en los precios de los productos, que había llevado el precio del petróleo a más de 133 dólares el barril.

¿Y cómo diablos pudo ocurrir eso? ¿Cómo unos hombres que ganaban decenas de millones de dólares podían acabar perdiendo decenas de miles de millones? ¿Cómo una administración estadounidense republicana podía acabar nacionalizando la Asociación Nacional Federal Hipotecaria, la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios y el gigante de los seguros American International Group? Y sobre todo, ¿cómo podía una crisis del mercado hipotecario estadounidense precipitar no solo una recesión en Estados Unidos, sino también, posiblemente, una recesión mundial? Para responder a estas preguntas hay que entender primero al menos seis fenómenos financieros distintos, aunque relacionados ente sí:

1. Cómo un gran número de bancos estadounidenses y europeos llegaron a tener unos balances contables tan apalancados, o en otras palabras, de qué modo acabaron pidiendo prestado y debiendo una cuantía de dinero muy superior a sus bases de capital.

2. Cómo toda una serie de diferentes clases de deuda, incluidas las deudas hipotecarias además de las deudas de las tarjetas de crédito, llegaron a estar «titularizadas», esto es, empaquetadas y luego troceadas en diferentes clases de valores similares a bonos.

3. Cómo las políticas monetarias de los bancos centrales llegaron a dedicarse exclusivamente a una definición muy estricta de la inflación, ignorando los riesgos potenciales de las burbujas, primero, en los mercados de valores y, más tarde, en los precios de las propiedades inmobiliarias.

4. Cómo el sector de los seguros, encabezado por la gigantesca firma estadounidense AIG, ramificó la tradicional cobertura de riesgos en el mercado de derivados financieros, vendiendo protección en la práctica contra riesgos financieros de elevada incertidumbre.

5. Por qué los políticos de ambas orillas del Atlántico trataron de incrementar la proporción de familias que eran propietarias de su propia vivienda, utilizando para ello toda una serie de incentivos de cara a ampliar el mercado hipotecario.

6. Qué fue lo que convenció a los gobiernos asiáticos, y en especial al de la República Popular China, de que tenían que ayudar a financiar el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos acumulando billones de dólares en reservas internacionales.

Todo esto puede parecer arcano a algunos lectores. Pero la ratio entre el capital de un banco y sus activos, por técnico que pueda sonar el término, tiene un interés que desborda lo meramente académico. Después de todo, la culpa del estallido y posterior derrotero de la Gran Depresión producida entre 1929 y 1933, el peor desastre económico de la historia moderna, se atribuyó, de manera harto convincente, a una «gran contracción» del sistema bancario estadounidense[11]. Uno de los propósitos de este libro, pues, es ofrecer al lector profano en la materia una introducción a las finanzas y, en particular, a la historia financiera. Al fin y al cabo, es un hecho establecido que una parte sustancial de la opinión pública del mundo desarrollado es ignorante en materia financiera. En Estados Unidos, por ejemplo, y según un sondeo realizado en 2007, cuatro de cada diez titulares de tarjetas de crédito no pagan cada mes el cien por cien de la deuda contraída con la tarjeta que usan con mayor frecuencia, y ello pese a los tipos de interés prohibitivamente altos que cobran las entidades emisoras de tarjetas de crédito. Casi una tercera parte de los encuestados (el 29 por ciento) decían que no tenían ni idea de cuál era el tipo de interés que se les cobraba en su tarjeta. Otro 30 por ciento afirmaba que era menos del 10 por ciento, cuando en realidad la inmensa mayoría de las entidades emisoras de tarjetas de crédito cobran un interés que se sitúa bastante por encima del 10 por ciento. Más de la mitad de los encuestados decían que en la escuela no habían aprendido demasiado, o nada en absoluto, sobre cuestiones financieras[12]. Otro sondeo realizado en 2008 revelaba que las dos terceras partes de los estadounidenses no sabían cómo funcionaba el interés compuesto[13]. En otra encuesta realizada por investigadores de la Escuela de Administración de la Universidad de Buffalo, un grupo de alumnos de los últimos cursos de secundaria obtuvieron una puntuación de solo el 52 por ciento en las respuestas a una serie de preguntas sobre finanzas y economía personales[14].

Solo el 14 por ciento entendían que las acciones tienden a generar un mayor rendimiento en un plazo de dieciocho años que los bonos del Estado. Menos del 23 por ciento sabían que los intereses generados por una cuenta de ahorro tributan en el impuesto sobre la renta si los ingresos del titular de la cuenta son lo bastante elevados. Nada menos que un 59 por ciento desconocían la diferencia entre un plan de pensiones privado ofrecido por la empresa, la seguridad social y un plan 401(k) **[15]**. Pero este no es un fenómeno exclusivamente estadounidense. En 2006, la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido llevó a cabo una encuesta sobre conocimientos financieros entre la opinión pública, que reveló que una persona de cada cinco no tenía ni idea de cuál sería el efecto en el poder adquisitivo de sus ahorros de una tasa de inflación del 5 por ciento y un tipo de interés del 3 por ciento. Una de cada diez no sabía qué descuento era mejor para un televisor cuyo precio original era de 250 libras: un descuento de 30 libras, o uno del 10 por ciento. Como pone de manifiesto este ejemplo, las cuestiones planteadas en las mencionadas encuestas eran de naturaleza muy básica. Parece razonable suponer que solo un puñado de los encuestados habrían sabido explicar la diferencia entre una opción de venta y una opción de compra de acciones, por ejemplo, por no hablar de la diferencia entre una obligación de deuda colateralizada (CDO) y una permuta de impago crediticio (el CDS, seguro frente al impago de un crédito).

Los políticos, los presidentes de los bancos centrales y los hombres de negocios suelen lamentarse de la envergadura de la ignorancia de la opinión pública con respecto al dinero, y no les falta razón. Una sociedad que espera que la mayoría de los individuos asuman la responsabilidad de la gestión de sus propios gastos e ingresos netos, que espera que la mayor parte de los adultos sean propietarios de sus propias viviendas, y que deja al criterio del individuo el hecho de determinar cuánto debe ahorrar para la jubilación y si debe contratar o no un seguro médico privado, se va a encontrar con problemas en el futuro si permite que sus ciudadanos estén tan mal preparados a la hora de tomar decisiones financieras sensatas. De hecho, creo que la crisis actual hay que explicarla en cierta medida por el desconocimiento de la historia financiera, y no solo entre la gente normal y corriente. Tampoco los que yo llamo «amos del universo» han prestado demasiada atención a las lecciones del pasado, y han preferido depositar su fe en elaborados modelos matemáticos que luego han resultado ser dioses falsos.

El primer paso para entender las complejidades de las modernas instituciones y la terminología financiera es descubrir de dónde vienen. Basta conocer los orígenes de una institución o instrumento para que su papel actual nos resulte mucho más fácil de captar. En consecuencia, los componentes clave del moderno sistema financiero se irán introduciendo aquí de una manera secuencial. El capítulo 1 del libro analiza la aparición del dinero y el crédito; el 2, el mercado de bonos; el 3, el mercado de valores. El capítulo 4 trata la historia de los seguros; el 5, el mercado inmobiliario; y el 6, el auge, la caída y el nuevo auge de las finanzas internacionales. Cada capítulo

aborda una cuestión histórica clave. ¿Cuándo dejó el dinero de ser metal y se convirtió en papel, para luego desaparecer por completo? ¿Es cierto que, al establecer tipos de interés a largo plazo, el mercado de bonos gobierna el mundo? ¿Qué papel desempeñan los bancos centrales en el crecimiento y estallido de las burbujas bursátiles? ¿Por qué los seguros no son necesariamente la mejor forma de protegerse del riesgo? ¿Exagera la gente los beneficios de la inversión inmobiliaria? Y ¿es la interdependencia económica entre China y Estados Unidos la clave de la estabilidad financiera global, o se trata de una mera quimera?

Al tratar de abarcar la historia de las finanzas desde la antigua Mesopotamia hasta las microfinanzas modernas, no cabe duda de que me he asignado a mí mismo una tarea imposible. Hay que omitir muchas cosas en aras de la brevedad y la simplicidad. Pero parece que el intento merece la pena si puede servir para hacer que el sistema financiero moderno aparezca dibujado de una forma más precisa ante los ojos del lector no especializado en la materia.

Yo mismo he aprendido mucho al escribir este libro, aunque hay tres ideas que destacan de manera particular. La primera es que la pobreza no es el resultado de una serie de voraces financieros que explotan a los pobres. Tiene que ver mucho más con la *falta* de instituciones financieras, con la ausencia de bancos, que con su presencia. Solo cuando los prestatarios tienen acceso a redes crediticias eficientes pueden escapar de las garras de los usureros, y solo cuando los ahorradores pueden depositar su dinero en bancos fiables ese dinero puede ser canalizado desde los ociosos a los industriosos (o de los ahorradores a los derrochadores). Esto no solo se aplica a los países pobres del mundo, sino que también puede afirmarse de los barrios más pobres de los países supuestamente desarrollados —las «Áfricas interiores»—, como es el caso de los barrios de viviendas públicas de mi ciudad natal, Glasgow, donde hay personas que tienen que ingeniárselas con seis libras diarias para todo, desde la pasta de dientes hasta el transporte, pero donde los tipos de interés aplicados por los usureros locales pueden superar el millón por ciento anual.

Mi segundo gran descubrimiento tiene que ver con la igualdad y su ausencia. Si algún defecto tiene el sistema financiero, es que refleja y magnifica nuestra forma de ser como seres humanos. Tal como estamos aprendiendo gracias al creciente número de investigaciones realizadas en el ámbito de las finanzas conductuales, el dinero amplifica nuestra tendencia a exagerar, pasando de nadar en la euforia cuando las cosas van bien a hundirnos en la depresión cuando van mal. Las expansiones y recesiones son, en última instancia, productos de nuestra inestabilidad emocional. Pero las finanzas también vienen a acentuar las diferencias existentes entre nosotros, enriqueciendo a los afortunados y a los inteligentes, y empobreciendo a los menos afortunados y no tan inteligentes. La globalización financiera implica que, después de más de trescientos años de divergencia, el mundo ya no puede dividirse claramente en países ricos y desarrollados y países pobres y menos desarrollados. Cuanto más integrados se hacen los mercados financieros del mundo, mayores son las

oportunidades para las personas con conocimientos financieros vivan donde vivan; y mayores son también los riesgos de movilidad descendente para los financieramente analfabetos. Definitivamente, este no es un mundo plano en cuanto a la distribución global de la renta, simplemente porque los rendimientos del capital se han disparado en relación con los rendimientos del trabajo no cualificado y semicualificado. Las recompensas para los que «entienden» nunca habían sido tan exorbitantes, y los castigos para la ignorancia financiera jamás habían sido tan duros.

Por último, me he dado cuenta de que pocas cosas resultan más difíciles de predecir con precisión que el momento y la magnitud de las crisis financieras, debido a lo genuinamente complejo del sistema financiero y al hecho de que muchas de las relaciones que se dan en su seno son de naturaleza no lineal, e incluso caótica. El camino del dinero nunca ha sido liso y llano, y cada nuevo reto suscita una nueva respuesta de los banqueros y los de su ralea. Como un horizonte andino, la historia de las finanzas no constituye precisamente una suave curva ascendente, sino una dentada línea formada por una serie de picos y valles irregulares. O por decirlo con otra metáfora, la historia financiera parece más bien un caso clásico de la evolución en acción, aunque en un marco temporal mucho más reducido que la evolución del mundo natural. «Así como algunas especies se extinguen en la naturaleza —declaraba el subsecretario del Tesoro estadounidense Anthony W. Ryan ante el Congreso en septiembre de 2007—, algunas innovaciones financieras pueden tener menos éxito que otras.» En el momento de redactar estas líneas, ese lenguaje darwiniano parece extraordinariamente apropiado.

¿Estamos al borde de una «gran extinción» en el mundo financiero, similar a una de esas extinciones masivas de especies que se han producido de manera periódica, como la que a finales del Pérmico causó la muerte del 90 por ciento de las especies de la Tierra, o la catástrofe del Cretácico-Terciario que acabó con los dinosaurios? Este es un escenario que muchos biólogos tienen razones para temer, ya que el cambio climático provocado por el hombre causa estragos en los hábitats naturales de todo el planeta. Pero una gran extinción de instituciones financieras es también un escenario que debería preocuparnos, a medida que otro desastre producido por el hombre se abre paso lenta y dolorosamente a través del sistema financiero global.

Más de un observador experimentado (no solo el ex presidente de la Reserva Federal estadounidense Alan Greenspan, sino también Henry Paulson, ex secretario del Tesoro) se ha referido a la actual crisis financiera como a «un acontecimiento que se produce una vez cada siglo». Ciertamente, en ningún momento desde la década de 1930 ha habido tantas instituciones financieras en peligro de extinción. Pero eso no debería ser una excusa para quienes no supieron prever la crisis. La historia está ahí para decirnos que ciertamente ocurren crisis de gran envergadura, y en ocasiones lo hacen con una frecuencia superior a una vez cada siglo.

Por todas esas razones, pues —tanto si es usted de los que se afanan por llegar a fin de mes como si es de los que luchan por ser los «amos del universo»—, nunca

había sido tan necesario comprender el triunfo del dinero como hoy. Si este libro le ayuda a romper esa peligrosa barrera que se ha alzado entre el conocimiento financiero y las otras clases de conocimiento, entonces no me habré esforzado en vano.

1

Sueños de avaricia

Imagínese un mundo sin dinero. Durante más de cien años, los comunistas y anarquistas —por no mencionar a algunos reaccionarios extremistas, fundamentalistas religiosos y hippies— han soñado precisamente eso. Según Friedrich Engels y Karl Marx, el dinero no era más que un instrumento de explotación capitalista que reemplazaba a todas las relaciones humanas, incluidas las que se daban en el seno de la familia, por el frío «nexo monetario». Como Marx trataría de demostrar más tarde en *El capital*, el dinero era trabajo mercantilizado —el excedente generado por el esfuerzo honesto—, apropiado y luego «cosificado» a fin de satisfacer la insaciable ansia de acumulación de la clase capitalista. Tales nociones aún perduran. Todavía en una fecha tan reciente como la década de 1970 algunos comunistas europeos seguían anhelando un mundo sin dinero, como en el caso de esta efusión utópica del *Socialist Standard*:[16]

> El dinero desaparecerá. […] El oro puede reservarse, de acuerdo con la voluntad de Lenin, para la construcción de aseos públicos. […] En las sociedades comunistas los bienes estarán disponibles libremente y sin coste alguno. La organización de la sociedad, hasta sus mismos cimientos, se realizará sin dinero. […] El frenético y neurótico deseo de consumir y atesorar desaparecerá. Será absurdo querer acumular cosas: ya no habrá dinero que embolsarse ni asalariados que contratar. […] Las nuevas gentes se parecerán a sus ancestros cazadores y recolectores que confiaban en una naturaleza que les proporcionaba libremente y a menudo en abundancia lo que necesitaban para vivir, y que no tenían que preocuparse por el mañana[17].

Pese a ello, ningún Estado comunista —ni siquiera Corea del Norte— ha considerado práctico prescindir del dinero[18]. Incluso el conocimiento más superficial de las sociedades de cazadores-recolectores reales sugiere que la vida sin dinero presenta considerables desventajas.

Hace cinco años, los miembros de la tribu nukak-makú salieron inesperadamente de la selva amazónica en San José del Guaviare, Colombia. Hasta aquella súbita aparición, los nukak habían sido una tribu olvidada por el tiempo y aislada del resto de la humanidad. Subsistían únicamente de los monos que cazaban y de la fruta que recolectaban, y desconocían la noción del dinero; de manera harto reveladora, tampoco tenían noción del futuro. Hoy viven en un claro cercano a la mencionada población y dependen para su subsistencia de las donaciones del Estado. Cuando se les pregunta si echan de menos la jungla, ellos se ríen. Después de toda una vida caminando durante todo el día de un lado a otro en busca de alimento, les parece extraordinario que unos perfectos desconocidos les den todo lo que necesitan sin pedirles nada a cambio[19].

La vida de un cazador-recolector es de hecho, como dijera Thomas Hobbes del estado de naturaleza, «solitaria, pobre, inmunda, brutal y corta». En algunos aspectos, sin duda, ir de un lado a otro de la jungla cazando monos puede resultar preferible a los duros afanes de la agricultura de subsistencia. Pero los antropólogos han mostrado que muchas de las tribus de cazadores-recolectores que sobrevivieron hasta la época moderna llevaban una vida menos plácida que la de los nukak. Entre los jíbaros de Ecuador, por ejemplo, casi el 60 por ciento de las muertes de varones eran resultado de la violencia. En el caso de los yanomami brasileños, esta cifra era del 40 por ciento. Al parecer, cuando dos grupos de estos pueblos primitivos se tropezaban por casualidad, era más probable que se dedicaran a luchar por los escasos recursos (alimento y mujeres fértiles) que al intercambio comercial. Los cazadores-recolectores no comercian; atacan. No ahorran, sino que consumen su alimento donde y cuando lo encuentran. En consecuencia, no necesitan dinero.

La montaña de dinero.

Es cierto que otras sociedades más sofisticadas que los nukak han funcionado sin dinero. Hace quinientos años, la sociedad más refinada de Sudamérica, el Imperio inca, también carecía de dinero. Los incas apreciaban las cualidades estéticas de los metales raros: el oro era «el sudor del sol»; la plata, «las lágrimas de la luna». Pero en el Imperio inca la unidad de valor era el trabajo, exactamente tal como posteriormente se supondría que habría de ser en una sociedad comunista. Y también de manera similar al comunismo, la economía dependía de la planificación centralizada, a menudo rigurosa, y del trabajo forzado. En 1532, no obstante, el Imperio inca fue doblegado por un hombre que, como Cristóbal Colón, había llegado al Nuevo Mundo expresamente para buscar y monetizar metales preciosos[20].

Francisco Pizarro, hijo ilegítimo de un hidalgo español, había atravesado el Atlántico en busca de fortuna alrededor de 1502[21]. Fue uno de los primeros europeos que cruzaron el istmo de Panamá hasta llegar al Pacífico, y en 1524 dirigió

la primera de tres expediciones a Perú. El terreno era difícil, la comida escaseaba, y los primeros pueblos indígenas que encontraron se mostraron hostiles. Sin embargo, la acogida que tuvo su segunda expedición en la región de Tumbes, cuyos habitantes les recibieron como a los «hijos del sol», convenció a Pizarro y sus hombres de que debían proseguir. Tras regresar a España a fin de obtener la aprobación real para su plan «de extender el imperio de Castilla»[22] como «gobernador del Perú», Pizarro reunió una fuerza de tres barcos, veintisiete caballos y ciento ochenta hombres, equipados con el armamento europeo más moderno del momento: armas de fuego y ballestas mecánicas[23]. Esta tercera expedición zarpó de Panamá el 27 de diciembre de 1530. A los futuros conquistadores les llevó poco menos de dos años alcanzar su objetivo: una confrontación con Atahualpa, uno de los dos hijos enfrentados entre sí del emperador inca recientemente fallecido, Huayna Cápac. Tras haber rechazado temerariamente la propuesta del fraile Vicente de Valverde de someterse al dominio cristiano y haber arrojado la Biblia al suelo con desprecio, Atahualpa no pudo sino presenciar como los españoles, gracias sobre todo al terror que inspiraban sus caballos (unos animales que los incas desconocían), aniquilaban su ejército. Dada la superioridad numérica de los incas, fue un triunfo realmente sorprendente[24]. Atahualpa no tardó en comprender qué era lo que Pizarro buscaba, y trató de comprar su libertad ofreciéndose a llenar la habitación donde se le retenía de oro (una vez) y plata (dos veces). En los meses posteriores, los incas lograron reunir un total de unos 6000 kilogramos de oro de 22 quilates y unos 12 000 de plata pura[25]. Pese a ello, Pizarro decidió ejecutar a su prisionero, que fue públicamente agarrotado en agosto de 1533[26]. Con la caída de la ciudad de Cuzco, el Imperio inca se sumió en una orgía de expolios por parte de los españoles. Pese a la revuelta encabezada por el supuesto soberano títere inca Manco Cápac II en 1536, el dominio hispano quedó firmemente establecido y simbolizado por la construcción de una nueva capital, Lima. En 1572 se disolvería formalmente el Imperio.

Pizarro murió tan violentamente como había vivido: apuñalado en Lima, en 1541, tras una reyerta con otro de los conquistadores. Pero su legado a la Corona española superaría en última instancia incluso a sus propios sueños. Los conquistadores se habían inspirado en la leyenda de El Dorado, un rey indio del que se creía que cubría su cuerpo con polvo de oro en las festividades rituales. En lo que los hombres de Pizarro llamaban el Alto Perú, un inhóspito territorio de brumosas montañas donde a las personas poco acostumbradas a las grandes alturas les cuesta respirar, encontraron algo no menos valioso. Con una altitud de 4824 metros sobre el nivel del mar, el extrañamente simétrico Cerro Rico de Potosí representaba la suprema encarnación de la más potente de todas las imágenes surgidas en torno al dinero: una montaña de puro mineral de plata. Cuando un indio llamado Diego Hualpa descubrió sus cinco grandes vetas de plata en 1545, cambió la historia económica del mundo[27].

Los incas no entendían la insaciable ansia de oro y plata que parecía poseer a los europeos. «Aunque toda la nieve de los Andes se convirtiera en oro, seguirían sin

estar satisfechos», se quejaba Manco Cápac[28]. Los incas no podían apreciar que, para Pizarro y sus hombres, la plata era algo más que un metal brillante y decorativo. Podía convertirse en dinero: una unidad de cuenta, una reserva de valor; en otras palabras, poder fácilmente transportable.

Para trabajar las minas, al principio los españoles pagaron un salario a los habitantes de las aldeas cercanas. Pero las condiciones de trabajo eran tan duras que a partir de finales del siglo XVI hubo que introducir un sistema de trabajo forzado, la *mita*, por la que se reclutaba a la fuerza a todos los hombres de entre dieciocho y cincuenta años de las 16 provincias de las tierras altas durante 17 semanas al año[29]. La mortalidad entre los mineros era tremenda, debido en gran medida a la constante exposición a los vapores de mercurio generados por el proceso de refinado, en el que el mineral de plata molido se pisaba hasta formar una amalgama con mercurio, se lavaba y luego se calentaba para que el mercurio se consumiera[30]. El aire del interior de los pozos era (y sigue siendo) nocivo, y los mineros tenían que bajar a profundidades de setecientos metros empleando las escaleras más rudimentarias, para trepar de nuevo a la superficie, tras largas horas de excavar, cargados con sacos de mineral atados a la espalda. Asimismo, el desplome de rocas mató y mutiló a cientos de ellos. La nueva ciudad de Potosí, producto de la «fiebre de la plata», era, en palabras de fray Domingo de Santo Tomás, «una boca del infierno, en la que cada año entra una gran masa de gente, que es sacrificada por la codicia de los españoles a su "dios"». Fray Rodrigo de Loaisa calificaba las minas de «simas infernales», señalando que «si el lunes entran veinte indios sanos, el sábado la mitad de ellos pueden salir lisiados»[31]. El monje agustino fray Antonio de la Calancha escribía en 1638: «Cada moneda de peso acuñada en Potosí ha costado la vida de diez indios que han muerto en las profundidades de las minas». Cuando se agotó la mano de obra indígena, se importaron miles de esclavos africanos para que ocuparan el lugar de «mulas humanas». Aún hoy, sigue habiendo algo infernal en los sofocantes pozos y túneles de Cerro Rico.



El Cerro Rico de Potosí, la montaña de dinero del Imperio español.

Potosí, lugar de muerte para quienes se vieron obligados a trabajar allí, hizo rica a España. Entre 1556 y 1783, Cerro Rico produjo 45 000 toneladas de plata pura, que luego serían transformadas en barras y monedas en la Casa de la Moneda y enviadas a Sevilla. Pese al aire enrarecido y el riguroso clima, Potosí no tardó en convertirse en una de las principales ciudades del Imperio español, con una población, en su momento de mayor apogeo, de entre 160 000 y 200 000 personas, más que la mayoría de las ciudades europeas de la época. En España todavía se emplea la expresión «valer un potosí» para referirse a algo de gran valor. Parecía, pues, que la conquista de Pizarro había hecho rica a la Corona española por encima de sus más descabellados sueños de avaricia.

El dinero, según la argumentación convencional, es un medio de intercambio que tiene la ventaja de eliminar las ineficiencias del trueque; una unidad de cuenta que facilita la evaluación y el cálculo; y una reserva de valor que permite que las transacciones económicas se realicen a lo largo de períodos de tiempo prolongados y a través de distancias geográficas. Para realizar todas estas funciones de manera óptima, el dinero tiene que ser disponible, asequible, duradero, fungible, transportable y fiable. Dado que cumplen la mayoría de estos criterios, los metales como el oro, la plata y el bronce se han considerado durante milenios la materia prima monetaria ideal. Las monedas más antiguas conocidas datan nada menos que del año 600 a. C., y fueron descubiertas por los arqueólogos en el templo de Artemisa en Éfeso (cerca de la actual ciudad turca de Izmir). Se trata de monedas lidias de forma ovalada, fabricadas con la aleación de oro y plata conocida como *electro*, en las que aparece representada la cabeza de un león. Fueron estas las precursoras del tetradracma ateniense, una moneda de plata estandarizada con la cabeza de la diosa Atenea en un lado y una lechuza (asociada a ella por su supuesta sabiduría) en el reverso. En la época romana se fabricaron monedas con tres metales distintos: el áureo (de oro), el denario (de plata) y el sestercio (de bronce), que se clasificaban en ese mismo orden en función de la escasez relativa de los metales en cuestión, aunque todas llevaban la efigie del emperador reinante en un lado y las legendarias figuras de Rómulo y Remo en el otro. Las monedas no constituían un elemento exclusivo del antiguo Mediterráneo, pero es evidente que fue allí donde aparecieron por primera vez. Así, hasta el año 221 a. C. no se introdujo una moneda de bronce estandarizada en China, cosa que hizo el denominado «Primer Emperador», Qin Shi Huangdi. En todos los casos, las monedas hechas con metales preciosos se asociaban a poderosos soberanos que monopolizaban la acuñación de dinero entre otras cosas para explotarla como fuente de ingresos.

El sistema monetario romano sobrevivió al propio Imperio. Así, en la época de Carlomagno, rey de los francos entre 768 y 814, los precios seguían expresándose en

denarios de plata. El problema era que, cuando Carlomagno fue coronado *Imperator Augustus*, en el año 800, en Europa occidental había una escasez crónica de plata. La demanda de dinero era mayor en los centros comerciales, mucho más desarrollados, del Imperio islámico, que dominaba el sur del Mediterráneo y Oriente Próximo, de manera que el precioso metal tendía a abandonar la atrasada Europa. Tan raro era el denario en tiempos de Carlomagno que bastaban 24 de ellos para comprar una vaca carolingia. En algunas partes de Europa, los pimientos y las pieles de ardilla se empleaban como sustitutos de la moneda; en otros, el término *pecunia* pasó a designar la tierra en lugar del dinero. Era este un problema que los europeos trataban de solventar de una o dos maneras distintas. Podían exportar mano de obra y productos, intercambiando esclavos y madera por plata en Bagdad o por oro africano en Córdoba y El Cairo. O bien podían expoliar el precioso metal haciendo la guerra al mundo musulmán. Las Cruzadas, al igual que las conquistas que les siguieron, tuvieron tanto que ver con la necesidad de resolver la escasez monetaria en Europa como con la de convertir a los paganos al cristianismo[32].

Pero las Cruzadas eran un negocio caro, y sus rendimientos netos resultaban modestos. Para complicar aún más sus dificultades monetarias, los gobiernos de la Edad Media y comienzos de la época moderna fueron incapaces de encontrar una solución a lo que los economistas han denominado «el gran problema de la pequeña moneda»: la dificultad de establecer unas relaciones estables entre monedas hechas de diferentes clases de metal, lo que significaba que las monedas de menor valor nominal eran objeto de repetidos períodos de escasez, aunque también (paradójicamente) de depreciaciones y devaluaciones[33]. Parece, pues, que en Potosí, como en los otros lugares del Nuevo Mundo donde encontraron plata en abundancia (especialmente Zacatecas, en México), los conquistadores españoles lograron romper una restricción que duraba siglos. La beneficiaria inicial fue, obviamente, la monarquía castellana, que había financiado las expediciones. Sus convoyes de barcos —en ocasiones hasta cien en un solo viaje—, que transportaban 170 toneladas de plata al año a través del Atlántico, atracaban en Sevilla. Una quinta parte de todo lo producido se reservaba a la Corona; en su momento de mayor apogeo, en el siglo XVI, esa cantidad representaba el 44 por ciento del total del gasto regio[34]. Pero el modo en que se gastó el dinero sirvió para asegurar que la recién adquirida riqueza española proporcionara un estímulo monetario a todo el continente europeo. El «real de ocho» o «peso duro» español, que se basaba en el *taler* alemán (del que más tarde se derivaría el dólar estadounidense), se convirtió en la primera moneda realmente global del mundo, financiando no solo las prolongadas guerras que España libró en Europa, sino también el comercio, en rápida expansión, de Europa con Asia.

Y sin embargo, toda la plata del Nuevo Mundo no sirvió para hacer entrar en vereda a la rebelde República Holandesa; ni para que la Corona española se asegurara Inglaterra; ni para salvar a España de un inexorable declive económico e imperial. Como el rey Midas, los monarcas españoles del siglo XVI, Carlos V y Felipe II,

descubrieron que la abundancia de metales preciosos podía ser tanto una maldición como una bendición. ¿La razón de ello? Extrajeron tanta plata para pagar sus guerras de conquista que el valor del propio metal —esto es, su poder adquisitivo en relación con otros bienes— descendió de manera drástica. Durante la llamada «revolución de los precios» que afectó a toda Europa desde la década de 1540 hasta la de 1640, el coste de los alimentos —que durante trescientos años no había mostrado ninguna tendencia al alza sostenida— experimentó un notable ascenso. En Inglaterra (el país para el que disponemos de mejores datos sobre los precios), el coste de la vida se multiplicó por siete en el mismo período; no es que hubiera una tasa de inflación muy elevada para la época (como media, representa alrededor de un 2 por ciento anual), pero sí un drástico incremento en el precio del pan con relación a los estándares medievales. Dentro del propio territorio español, la abundancia de plata actuó también en el sentido de lo que modernamente se conoce como la «maldición de los recursos», similar a lo ocurrido con la abundancia de petróleo en Arabia, Nigeria, Persia, Rusia y Venezuela en nuestra época, eliminando los incentivos para una actividad económica más productiva y fortaleciendo al mismo tiempo a los autócratas ávidos de renta a expensas de las asambleas representativas (las Cortes, en el caso español)[35].

Lo que los españoles no habían sabido entender es que el valor de un metal precioso no es absoluto. El dinero solo vale lo que otro esté dispuesto a darnos por él. Un incremento de su oferta no hará más rica a una sociedad, aunque si puede enriquecer al gobierno, que monopoliza su producción. Manteniéndose todo lo demás constante, la expansión monetaria no hará sino subir los precios.

En realidad, solo un accidente histórico había provocado que en la mente occidental, desde hacía largo tiempo, el dinero y el metal precioso se consideraran equivalentes. En la antigua Mesopotamia, hace unos cinco mil años, la gente utilizaba una especie de fichas de arcilla para registrar las transacciones relacionadas con productos agrícolas como la cebada o la madera, o con metales como la plata. Ciertamente, también se utilizaban anillos, tacos o láminas de plata como dinero en efectivo (al igual que el grano); pero las tablillas de arcilla eran igual de importantes, y probablemente incluso más. Muchas de ellas han llegado hasta nosotros, y nos sirven para recordar el hecho de que, cuando los seres humanos empezaron a producir registros escritos de sus actividades, no lo hicieron para escribir historia, poesía o filosofía, sino para hacer negocios[36]. Es imposible coger uno de estos antiguos instrumentos financieros sin sentir cierta reverencia. Pese a estar fabricados con un material tan humilde como la tierra, han resistido mucho más que las monedas de plata acuñadas en Potosí. Una de estas fichas especialmente bien conservada, procedente de la ciudad de Sippar (actual Abu Habbah, en Irak), y fechada en el reinado de Ammi-Ditana (1683-1647 a. C.), declara que su portador debe recibir una

determinada cantidad de grano en la época de la cosecha. Otra ficha, grabada durante el reinado del sucesor del anterior monarca, el rey Ammi-Saduqa, ordena que se entregue al portador cierta cantidad de plata al final de su viaje[37].

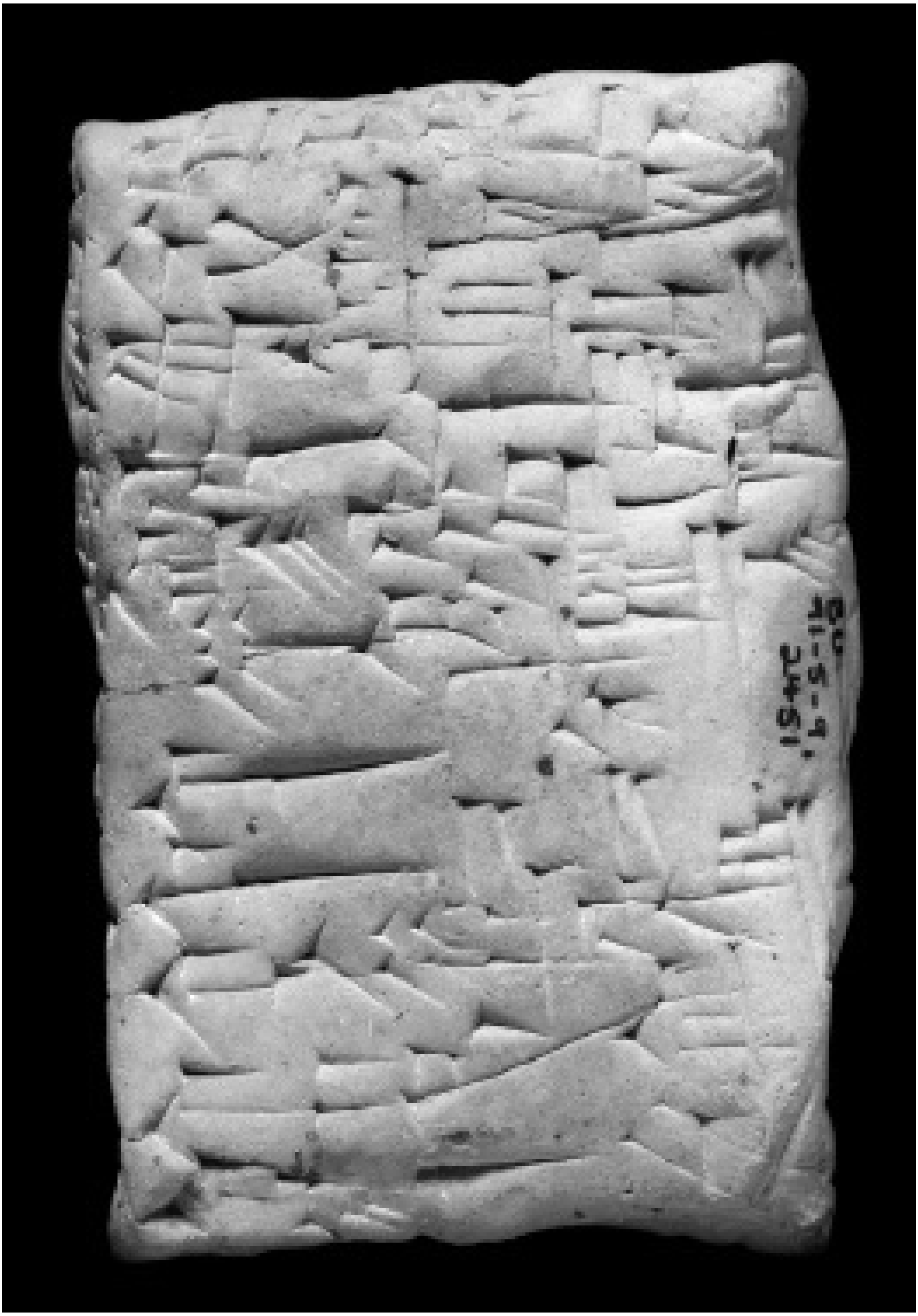
Si el concepto básico nos parece familiar, ello se debe en parte a que los modernos billetes de banco hacen algo parecido. Basta echar un vistazo a las mágicas palabras que algunos de ellos llevan grabadas: «El Banco de… pagará al portador…». Los billetes de banco (que tienen su origen en la China del siglo XVII) son trozos de papel que prácticamente carecen de valor intrínseco. Son simples compromisos de pago (de ahí que originariamente se los designara como «pagarés»), exactamente igual que las tablillas de arcilla de la antigua Babilonia hace cuatro milenios. «Confiamos en Dios» reza el reverso de los billetes de diez dólares estadounidenses; pero la persona en la que uno realmente está confiando cuando acepta uno de ellos como pago es el actual sucesor del hombre que está en el anverso (Alexander Hamilton, el primer secretario del Tesoro de Estados Unidos), que en el momento de redactar estas líneas resulta ser la misma persona que antecedió a Lloyd Blankfein en el cargo de presidente de Goldman Sachs: Henry M. Paulson hijo. Cuando un estadounidense intercambia sus bienes o su trabajo por un puñado de dólares, básicamente está confiando en que Paulson (y por ende, el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben Bernanke) no repita el error que cometiera España y fabrique una cantidad de ellos tan excesiva que acaben por no valer más que el papel en el que están impresos.

Actualmente, pese al hecho de que el poder adquisitivo del dólar ha bajado de manera apreciable en los últimos cincuenta años, seguimos estando más o menos satisfechos con el papel moneda, por no hablar de las monedas mismas, que están literalmente fabricadas con materiales de desecho y no son precisamente reservas de valor. Y lo que resulta aún más sorprendente: nos sentimos perfectamente satisfechos con un dinero que ni siquiera podemos ver. El actual dinero electrónico puede pasar de la empresa en la que trabajamos a nuestra cuenta bancaria, y de allí a nuestras tiendas favoritas, sin llegar siquiera a materializarse físicamente en ningún momento. Es este dinero «virtual» el que domina lo que los economistas llaman masa monetaria. Así, por ejemplo, el dinero en efectivo que circula en las manos de los estadounidenses normales y corrientes representa apenas un 11 por ciento de la medida monetaria conocida como «M2». El carácter intangible de la mayor parte del dinero actual es probablemente la mejor evidencia de su verdadera naturaleza. Lo que los conquistadores hispanos no supieron entender es que el dinero es una cuestión de creencia, incluso de fe: de creencia en la persona que nos paga, de creencia en la persona que ha emitido el dinero que emplea para hacerlo o en la institución que respalda sus cheques o transferencias. El dinero no es metal. Es confianza inscrita. Y no parece que importe demasiado dónde se haya inscrito: en plata, en arcilla, en papel o en una pantalla de cristal líquido. Todo puede servir como dinero, desde las conchas de cauri de las Maldivas hasta los enormes discos de piedra utilizados en el atolón de

Yap, en el Pacífico[38]. Y también parece que ahora, en esta era electrónica, a la vez nada pueda servir como dinero.



Tablilla de arcilla de Mesopotamia, II milenio a.C., anverso (*en esta página*) y reverso (*en la página siguiente*). La inscripción declara que Amil-Mirra pagará 330 medidas de cebada al portador de la tablilla en la época de la cosecha.



La relación central que el dinero cristaliza es la que existe entre prestador y prestatario. Observemos de nuevo las tablillas de Mesopotamia. En cada caso, las transacciones registradas en ellas correspondían a reintegros de mercancías que habían sido prestadas; obviamente, las tablillas eran redactadas y conservadas por el prestador (a menudo en un recipiente de arcilla sellado) para registrar la cantidad debida y la fecha de reintegro. Es evidente que el sistema crediticio de la antigua Babilonia resultaba bastante sofisticado. Las deudas eran transferibles, y de ahí el «pago al portador» en lugar de hacer constar el nombre del acreedor concreto. Se entregaban recibos o giros de arcilla a quienes depositaban grano u otras mercancías en los palacios reales o en los templos. Se esperaba que los prestatarios pagaran intereses (un concepto probablemente derivado del incremento natural de un rebaño de ganado) a unos tipos que a menudo llegaban al 20 por ciento. Diversos ejercicios matemáticos del reinado de Hammurabi (1792-1750 a. C.) sugieren que en los créditos a largo plazo podía cobrarse algo parecido a un interés compuesto. Pero el fundamento sobre el que todo esto descansaba era la credibilidad subyacente al compromiso de pago del prestatario (no es casualidad que la palabra *crédito* provenga del latín *credere*, que significa «creer»). Los deudores podrían verse periódicamente aliviados de sus deudas —de hecho, el Código de Hammurabi prescribía la condonación de estas a los tres años—, pero no parece que eso hubiera disuadido ni a los prestamistas públicos ni a los privados de hacer negocios con una expectativa razonable de recuperar su dinero[39]. Antes al contrario, la tendencia a largo plazo en la antigua Mesopotamia fue la expansión de las finanzas privadas. En el siglo VI a. C. habían surgido familias, como la babilonia Egibi, que se habían convertido en poderosos terratenientes y prestamistas, con intereses comerciales en lugares tan alejados como Uruk, a más de 150 kilómetros al sur, y Persia, al este. Los miles de tablillas de arcilla de ese período que se han conservado dan fe del número de personas que en un momento u otro estuvieron en deuda con los Egibi. El hecho de que la familia prosperara durante cinco generaciones sugiere que en general cobraban sus deudas.

No sería muy correcto decir que el crédito se inventó en la antigua Mesopotamia. La mayoría de los préstamos babilónicos eran simples adelantos para los almacenes reales o religiosos, pero no fue entonces cuando se creó el crédito en el sentido moderno que veremos más adelante en este capítulo. Sin embargo, sí fue este un importante comienzo. Sin el fundamento de las actividades de prestar y tomar prestado, la historia económica de nuestro mundo difícilmente habría despegado. Y sin la red, siempre creciente, de relaciones entre acreedores y deudores, la actual economía global se pararía en seco. Contrariamente a la famosa canción del musical *Cabaret*, el dinero no es lo que hace literalmente que el mundo gire, pero sí hace que una asombrosa cantidad de personas, bienes y servicios giren alrededor de él.

USUREROS.

A comienzos del siglo XIII, el norte de Italia era una tierra dividida en múltiples ciudades-estado enfrentadas entre sí. Entre los numerosos restos que aún persistían del difunto Imperio romano se hallaba un sistema de numeración (I, II, III, IV…) singularmente inadecuado para los cálculos matemáticos complejos, por no hablar de las necesidades del comercio. En ningún lugar resultaba este hecho tan problemático como en Pisa, donde los comerciantes también habían de vérselas con siete monedas distintas en circulación. En comparación, la vida económica en el mundo oriental —en el califato abasí o en la china Sung— era mucho más avanzada, igual que había ocurrido en la época de Carlomagno. Para descubrir las finanzas modernas, Europa necesitaba importar. Y en ello tendría un papel fundamental el joven matemático Leonardo de Pisa, también llamado Fibonacci.

Hijo de un funcionario de aduanas pisano destinado en la ciudad argelina de Bugía, el joven Fibonacci se consagró a lo que él llamaba el «método indio» de las matemáticas, en realidad una combinación de ideas indias y árabes. La introducción de dichas ideas revolucionaría la manera de contar de los europeos. Hoy en día se le conoce más por la secuencia numérica conocida como «sucesión de Fibonacci» (0, 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21…) en la que cada número es la suma de los dos anteriores, y el cociente entre un número y su inmediato anterior tiende hacia el denominado «número áureo» (aproximadamente 1,618). Se trata de una pauta que refleja algunas de las propiedades recurrentes que pueden hallarse en el mundo natural (por ejemplo, en la geometría fractal de los helechos y las conchas marinas)[40]. Pero la sucesión de Fibonacci fue solo una de las numerosas ideas matemáticas que este introdujo en Europa a través de su innovadora obra *Liber abaci (Libro del cálculo)*, publicado en 1202. En él los lectores podían encontrar explicadas las fracciones, además del concepto de valor actual (el valor descontado hoy de un flujo de ingresos futuro)[41]. Pero la aportación más importante de Fibonacci fue la introducción del sistema de numeración indoarábigo. No solo dio a Europa el sistema decimal, que hace mucho más fácil que con los números romanos cualquier clase de cálculo; también mostró cómo este podía aplicarse a la contabilidad comercial, a las conversiones de moneda y —de manera fundamental— al cálculo del interés. Resulta significativo que muchos de los ejemplos del *Liber abaci* resulten más vívidos por el hecho de estar expresados en términos de mercancías como pieles, pimientos, queso, aceite y especias. Esa sería la aplicación de las matemáticas a la forma de ganar dinero y, en particular, de prestar dinero. Un ejemplo característico empieza así:

> Un hombre depositó 100 libras en una determinada casa [comercial] a 4 denarios por libra de interés mensual, y cada año recibió un pago de 30 libras. Hay que contar para cada año las 30

> libras de reducción de capital y el beneficio de las 30 libras mencionadas. La pregunta es cuántos años, meses, días y horas mantendrá el dinero en la casa…

Los centros comerciales italianos como Pisa —la ciudad natal de Fibonacci— o la cercana Florencia resultaron ser terreno fértil para sembrar aquellas semillas financieras. Pero fue sobre todo Venecia, más expuesta que las demás a las influencias orientales, la que se convirtió en el gran laboratorio crediticio europeo. No es casualidad que el más famoso prestamista de toda la literatura occidental viviera en Venecia. Su historia ilustra brillantemente los obstáculos que durante siglos impidieron que las teorías de Fibonacci se tradujeran en una práctica financiera eficaz. Dichos obstáculos no eran económicos ni políticos, sino culturales.

La obra de Shakespeare *El mercader de Venecia* se basa en una historia narrada en un libro italiano del siglo XIV titulado *Il pecorone* (*El zopenco*), una recopilación de cuentos y anécdotas escrita en 1378 por Giovanni Fiorentino. Uno de sus relatos habla de una rica mujer que se casa con un respetable y joven caballero. El marido necesita dinero, y un amigo, deseoso de ayudar, acude a un prestamista a pedirle el dinero en nombre de aquel. El prestamista, como el shakespeariano Shylock, exige al amigo una libra de su propia carne como garantía, que deberá entregársele en el caso de que no se devuelva el dinero. En la versión de Shakespeare, el prestamista judío Shylock acepta prestarle tres mil ducados al enamorado pretendiente Bassanio, pero tomando como aval al amigo de este, el mercader Antonio. Como dice el propio Shylock, Antonio es un «buen» hombre, lo que no significa que sea especialmente virtuoso, sino que su crédito es «suficiente». Sin embargo, Shylock señala también que prestar dinero a los mercaderes (o a sus amigos) resulta arriesgado. Los barcos de Antonio están dispersos por todo el mundo, uno viaja al norte de África, otro a la India, un tercero a México, un cuarto a Inglaterra:

> Sus medios son solo una suposición: tiene una nave rumbo a Trípoli, otra a las Indias; también he oído decir en el Rialto que tiene otra en México, otra rumbo a Inglaterra, y otras mercancías aventuradas, dispersas por ahí. Pero los barcos no son más que tablas, y los marineros no son más que hombres: hay ratas de agua y ratas de tierra, ladrones de agua y ladrones de tierra, quiero decir, piratas; y además está el peligro de aguas, vientos y rocas.

De ahí precisamente que cualquiera que preste dinero a un mercader, siquiera sea solo por la duración de un viaje oceánico, ha de ser compensado. Normalmente llamamos a dicha compensación interés: la cantidad pagada al prestador sobre la suma prestada o capital. El comercio de ultramar como aquel del que dependía Venecia no podría haber existido si sus financieros no hubieran sido compensados de algún modo por arriesgar su dinero con simples tablas y hombres.

Pero ¿por qué Shylock resulta ser un villano, exigiendo literalmente una libra de carne, lo que significa en la práctica la muerte de Antonio, en el caso de que este no pueda cumplir con sus obligaciones de pago? La respuesta es, obviamente, que Shylock es uno de los numerosos prestamistas de la historia que pertenecían a una determinada minoría étnica. En tiempos de Shakespeare, los judíos llevaban ya casi un siglo proporcionando crédito comercial en Venecia. Hacían sus negocios delante del edificio antaño conocido como Banco Rosso («banco rojo»), sentados tras sus mesas (*tavole*) y en sus bancos (*banci*). Pero el Banco Rosso se hallaba en un abarrotado gueto situado a cierta distancia del centro de la ciudad.

Había buenas razones por las que los mercaderes venecianos tenían que acudir al gueto judío si querían pedir dinero prestado. Para los cristianos, prestar dinero con interés era pecado. Los usureros, las personas que prestaban dinero con interés, habían sido excomulgados por el III Concilio de Letrán en 1179. Incluso argumentar que la usura no era pecado había sido condenado como herejía por el Concilio de Viena en 1311-1312. Los usureros cristianos habían de indemnizar a la Iglesia antes de poder ser enterrados en sagrado. Asimismo, eran especialmente detestados por las órdenes franciscana y dominica, fundadas respectivamente en 1206 y 1216 (justo después de la publicación del *Liber abaci* de Fibonacci). No hay que subestimar la fuerza de este tabú, aunque no cabe duda de que en la época de Shakespeare se hallaba ya muy debilitado[42].

En el Duomo de Florencia hay un fresco de Domenico di Michelino donde se representa al gran poeta florentino Dante Alighieri sosteniendo su obra la *Divina Comedia*. Según imaginara Dante en el Canto XVII de su obra maestra, una parte del séptimo círculo del Infierno estaba reservada a los usureros:

Ojos afuera estallaba su pena,
de aquí y de allí con la mano evitaban
tan pronto el fuego como el suelo ardiente:

como los perros hacen en verano,
con el hocico, con el pie, mordidos
de pulgas o de moscas o de tábanos.

Y después de mirar el rostro a algunos,

a los que el fuego doloroso azota,
a nadie conocí; pero me acuerdo

que en el cuello tenían una bolsa
con un cierto color y ciertos signos,
que parecían complacer su vista.

También se suponía que los judíos no podían prestar con interés. Pero había una conveniente cláusula exculpatoria en el Antiguo Testamento, concretamente en el libro del Deuteronomio: «Del extraño podrás exigir interés, mas de tu hermano no lo exigirás» (23, 20). En otras palabras: un judío podía legítimamente prestar a un cristiano, aunque no a otro judío. El precio de hacer tal cosa era la exclusión social.

Los judíos habían sido expulsados de España en 1492. Junto con numerosos conversos portugueses (judíos que se habían visto obligados a adoptar el cristianismo por un decreto de 1497), buscaron refugio en el Imperio otomano. Luego, desde Constantinopla y otros puertos otomanos, establecieron relaciones comerciales con Venecia. La presencia judía en Venecia se remonta a 1509, cuando los judíos que vivían en Mestre buscaron refugio a causa de la guerra de la Liga de Cambrai. Al principio, el gobierno de la ciudad se mostró renuente a aceptar a los refugiados, pero pronto se hizo evidente que estos podían revelarse como una fuente útil de dinero y servicios financieros, dado que, además de pedirles dinero prestado, también se les podía cobrar impuestos**[43]**. En 1516, las autoridades venecianas destinaron una zona especial de la ciudad para los judíos, situada en el emplazamiento de una antigua fundición de hierro, que pasaría a conocerse como el *ghetto nuovo* (el actual término italiano *getto* —que en el siglo XIV se escribía *gheto*— significa literalmente «fundición», «fraguado»). Allí habían de confinarse cada noche y durante las festividades cristianas. Los que permanecían en Venecia durante más de dos semanas se suponía que habían de llevar una «O» de color amarillo en la espalda, o bien un gorro o turbante amarillo (más tarde escarlata) sobre la cabeza**[44]**. La residencia se limitaba a un período estipulado en función de unos estatutos, o *condotte*, que se renovaban cada cinco años**[45]**. En 1541 se llegó a un acuerdo similar con algunos judíos de Rumanía, a los que se concedió el derecho a vivir en otro enclave, el *ghetto vecchio*. En 1590 había alrededor de 2500 judíos en Venecia. Los edificios del gueto aumentaron hasta los siete pisos de altura para poder alojar a los recién llegados.

Durante todo el siglo XVI, la posición de los judíos venecianos siguió siendo tan condicional como vulnerable. En 1537, cuando estalló la guerra entre Venecia y el Imperio otomano, el Senado veneciano ordenó la confiscación de las propiedades de los «turcos, judíos y otros súbditos turquescos». Otra guerra, de 1570 a 1573, llevó al apresamiento de todos los judíos y a la confiscación de sus propiedades, aunque una vez que se restauró la paz fueron liberados y se les devolvieron sus bienes**[46]**. Para

evitar una repetición de esta experiencia, los judíos pidieron al gobierno veneciano que se les garantizara la libertad en cualquier guerra futura. Tuvieron la fortuna de estar representados por Daniel Rodriga, un comerciante judío de origen español que resultó ser un negociador sumamente eficaz. El estatuto que este logró obtener en 1589 otorgaba a todos los judíos el estatus de súbditos venecianos y les permitía participar en el comercio con el Mediterráneo oriental —lo que constituía un valioso privilegio—, así como practicar abiertamente su religión. Sin embargo, seguía habiendo importantes restricciones. Así, no se les autorizaba a formar gremios ni a participar en el comercio al por menor, lo que de hecho restringía su actividad a los servicios financieros, y además sus privilegios estaban sujetos a la posibilidad de revocación a dieciocho meses vista. Como ciudadanos, los judíos tenían ahora más probabilidades de éxito que Shylock en los tribunales venecianos. Así, por ejemplo, en 1623 Leon Voltera demandó a Antonio dalla Donna, quien había avalado a un caballero que había pedido prestados ciertos artículos a Voltera y luego se había esfumado. Parece ser, no obstante, que en 1636-1637 un escándalo relacionado con el soborno de jueces, en el que se vieron implicados algunos judíos, hizo resurgir de nuevo la amenaza de expulsión[47].

Aunque se trata de una historia de ficción, la de Shylock no se halla del todo alejada de la realidad veneciana. De hecho, la obra de Shakespeare ilustra con bastante acierto tres importantes aspectos de aquella época inicial del crédito moderno: la capacidad de los prestatarios de cobrar tipos de interés abusivos cuando los mercados crediticios se hallaban en su inicio; la importancia de los tribunales a la hora de resolver las disputas financieras sin recurrir a la violencia, y, sobre todo, la vulnerabilidad de los acreedores minoritarios frente a cualquier reacción hostil de unos deudores que pertenecían a la mayoría étnica. Al fin y al cabo, en última instancia Shylock no consigue sus propósitos. Aunque el tribunal le reconoce su derecho a exigir su fianza —es decir, a reclamar su libra de carne—, la ley también le prohíbe derramar la sangre de Antonio. Y dado que es un extranjero, la ley exige asimismo la pérdida de sus bienes y de su vida por haber urdido la muerte de un cristiano. Solo logra salvarse aceptando el bautismo. Luego, todos viven felices y comen perdices; salvo Shylock, claro está.

El mercader de Venecia plantea una serie de profundas cuestiones acerca de la economía tanto como del antisemitismo. ¿Por qué los deudores no dejan de pagar sistemáticamente a sus acreedores, especialmente cuando estos últimos pertenecen a minorías étnicas impopulares? ¿Por qué los Shylocks no llevan siempre las de perder?

Los usureros, como los pobres en los que se ceban, están siempre entre nosotros. Proliferan en África oriental, por ejemplo. Pero no hay necesidad de viajar a los países en desarrollo para entender el funcionamiento del sistema de préstamos

primitivo. Según un informe de 2007 elaborado por el Departamento de Comercio e Industria del Reino Unido, aproximadamente 165 000 familias en este país acuden a prestamistas ilegales; dichas familias piden prestado un total de hasta 40 millones de libras anuales, pero devuelven el triple de esa cantidad. Para ver por qué los prestamistas individuales casi siempre son impopulares, independientemente de la etnia a la que pertenezcan, basta con hacer una visita a mi ciudad natal, Glasgow. Los barrios de viviendas marginales de la zona este de la población son desde hace largo tiempo terreno abonado para los usureros. En distritos como Shettleston, donde vivían mis abuelos, los postigos de acero cubren las ventanas de los bloques de viviendas abandonados y los graffiti sectarios decoran las paradas de autobús. Antaño, la vida económica de Shettleston giraba en torno a la paga de los empleados en la fundición Boyd. Hoy gira en torno a los subsidios de desempleo que cobran los parados a través de la Caja Postal. La expectativa de vida masculina se halla en torno a los sesenta y cuatro años, trece menos que la media del Reino Unido y la misma que en Pakistán, lo que significa que un varón que nazca allí normalmente no vivirá lo bastante como para cobrar su pensión de jubilación.

Estas áreas marginales de Glasgow constituyen el coto de caza ideal para los usureros. En el distrito de Hillington, Gerard Law fue durante veinte años el usurero número uno. Utilizaba como oficina el pub Argosy, situado en Paisley Road West, donde se pasaba la mayor parte de los días laborables pese a ser abstemio. El sistema de Law era sencillo. Los prestatarios le entregaban sus cartillas de subsidio o sus tarjetas de la Caja Postal a cambio de recibir un dinero prestado que él registraba en su libro de préstamos. Cuando tocaba cobrar el subsidio, Law le devolvía la tarjeta al prestatario y aguardaba a cobrar sus intereses. El propio libro de préstamos resultaba extremadamente tosco: apenas una descuidada recopilación de transacciones en las que aparecían una y otra vez los mismos veinte o treinta nombres o apodos, junto a cantidades de diversa cuantía: «Beardy Al 15», «Jibber 100», «Bernadett 150», «Wee Caffy 1210». El tipo de interés estándar que Law cobraba a sus clientes era un asombroso 25 por ciento semanal. Habitualmente, los prestatarios como Beardy Al pedían 10 libras y devolvían 12,50 (capital más intereses) al cabo de una semana. Con frecuencia, no obstante, los clientes de Law no podían cumplir con los pagos acordados, algo que difícilmente resulta sorprendente si se tiene en cuenta que algunos de los habitantes de la zona tienen que vivir con solo 5,90 libras diarias. De modo que tenían que pedir prestado un poco más. Pronto algunos clientes llegaban a deberle centenares, e incluso millares, de libras. La rapidez con la que terminaban viéndose completamente atrapados por sus deudas no sorprende demasiado, ya que un 25 por ciento semanal resulta en más de un 11.000 000 por ciento de interés compuesto anual.



El arresto de un usurero: Gerard Law es detenido por agentes de policía de la Unidad de Préstamos Ilegales de Glasgow.

A muy largo plazo, los tipos de interés en Europa han tendido a declinar. Entonces, ¿cómo es que en el Reino Unido hay gente que paga tipos de interés de ocho dígitos por préstamos absolutamente triviales? Se trata, sin duda, de préstamos que habría que estar loco para *no* saltarse a la torera. De hecho, algunos de los clientes de Law eran disminuidos psíquicos. Pero había razones evidentes por las que sus clientes cuerdos consideraban desaconsejable incumplir sus compromisos con él, por muy abusivos que fueran. En palabras del periódico *Scotsman*: «Muchas de sus víctimas se sentían aterrorizadas ante el riesgo de incumplir un pago debido a su reputación»; y ello pese a que no está claro que en realidad Law recurriera nunca a la violencia[48]. Detrás de cada usurero, como muestra también el caso de Shylock, acecha una amenaza implícita.

Es fácil condenar a los usureros como inmorales e, incluso, criminales. Gerard Law fue sentenciado a diez meses de cárcel por su conducta. Sin embargo, hemos de tratar de entender la lógica económica de lo que hizo. En primer lugar, fue capaz de aprovechar el hecho de que no había ninguna institución financiera representativa que

diera crédito a los parados de Shettleston. En segundo término, Law había de ser voraz e implacable precisamente porque era muy probable que los miembros de su pequeña clientela incumplieran los pagos de sus préstamos. La dificultad fundamental de ser un usurero es que el negocio es demasiado arriesgado y de una escala demasiado reducida como para permitir unos tipos de interés bajos. Pero los tipos elevados aumentan la posibilidad de que haya impagados hasta el punto de que solo la intimidación asegura que la gente siga pagando. Entonces, ¿qué hicieron los prestamistas para superar el conflicto fundamental, ya que si eran demasiado generosos no ganaban dinero, y si eran demasiado voraces, como Gerard Law, la gente terminaba llamando a la policía?

EL NACIMIENTO DE LA BANCA

Shylock estaba lejos de ser el único prestamista que descubrió la debilidad inherente del acreedor, especialmente cuando este es extranjero. A comienzos del siglo XIV las finanzas italianas estaban dominadas por las tres casas florentinas de Bardi, Peruzzi y Acciaiuoli. Pero las tres desaparecieron del mapa en la década de 1340 como resultado de la falta de pago de dos de sus principales clientes, el rey Eduardo III de Inglaterra y el rey Roberto de Nápoles. Pero si esto ilustra la potencial debilidad de los prestamistas, el auge de los Medici viene a ilustrar precisamente lo contrario: su potencial poder.

Quizá no haya habido ninguna otra familia que haya dejado una impronta tal en su época como dejaron los Medici en el Renacimiento. Dos de sus miembros llegaron a ser papas (León X y Clemente VII); otras dos se convirtieron en reinas de Francia (Catalina y María), y otros tres fueron duques (de Florencia, Nemours y Toscana). De manera harto apropiada, fue el supremo teórico del poder político, Nicolás Maquiavelo, quien escribió su historia. Su mecenazgo de las artes y las ciencias abarcó todo un abanico de genios desde Miguel Ángel hasta Galileo. Y su deslumbrante legado arquitectónico todavía envuelve al moderno turista que visita Florencia. Baste contemplar la villa de Cafaggiolo, el monasterio de San Marcos, la basílica de San Lorenzo y los espectaculares palacios ocupados por el duque Cosimo de Medici a mediados del siglo XVI: el antiguo Palacio Pitti, el redecorado Palazzo Vecchio y las nuevas oficinas de la ciudad (los Uffizi), cuyo atrio desciende hacia el río Arno**[49]**. Pero ¿cuál fue el origen de todo este esplendor? ¿De dónde salió el dinero que pagó obras maestras como el resplandeciente *Nacimiento de Venus* de Sandro Botticelli? La respuesta sencilla es que los Medici eran agentes de cambio: miembros del *Arte de Cambio*, como se denominaba el gremio de cambistas. Luego se les pasó a conocer como banqueros (*banchieri*) debido a que, como los judíos de Venecia, llevaban a cabo su actividad literalmente sentados en un banco detrás de una mesa en la calle. El banco originario de los Medici (sería más adecuado decir

«tenderete») estaba situado cerca del palacio de Cavalcanti, en la esquina de las actuales Via Porta Rossa y Via dell'Arte della Lana, a corta distancia del principal mercado lanero florentino.

Podría afirmarse legítimamente que hasta la década de 1390 los Medici fueron más gángsteres que banqueros: un clan de poca monta, más conocido por su baja violencia que por sus altas finanzas. Entre 1343 y 1360 nada menos que cinco Medici fueron condenados a muerte por delitos graves[50]. Entonces apareció Giovanni di Bicci de' Medici. Este tenía el propósito de legitimar a la familia; y gracias al trabajo duro, a una vida sobria y a unos meticulosos cálculos, lo consiguió.

En 1385, Giovanni se convirtió en el director de la sucursal romana del banco que gestionaba su pariente Vieri di Cambio de' Medici, un prestamista de Florencia. En Roma, Giovanni se labró una reputación como cambista. El papado era en muchos aspectos el cliente ideal, dado el número de monedas distintas que entraban y salían de las arcas vaticanas. Como ya hemos visto, era esta una época en la que había múltiples sistemas monetarios, unos de oro, otros de plata y otros de metales de baja ley, de modo que tanto el comercio a larga distancia como el pago de impuestos se veían complicados por la necesidad de conversión de una moneda a otra. Pero Giovanni vio claramente que en su Florencia natal había aún mayores oportunidades, de modo que en 1397 regresó allí. Para cuando le cedió el negocio a su hijo mayor, Cosimo, en 1420, había fundado una sucursal del banco en Venecia además de la de Roma; posteriormente vendrían nuevas sucursales en Génova, Pisa, Londres y Aviñón. Asimismo, Giovanni había adquirido participaciones en dos fábricas de lana florentinas.

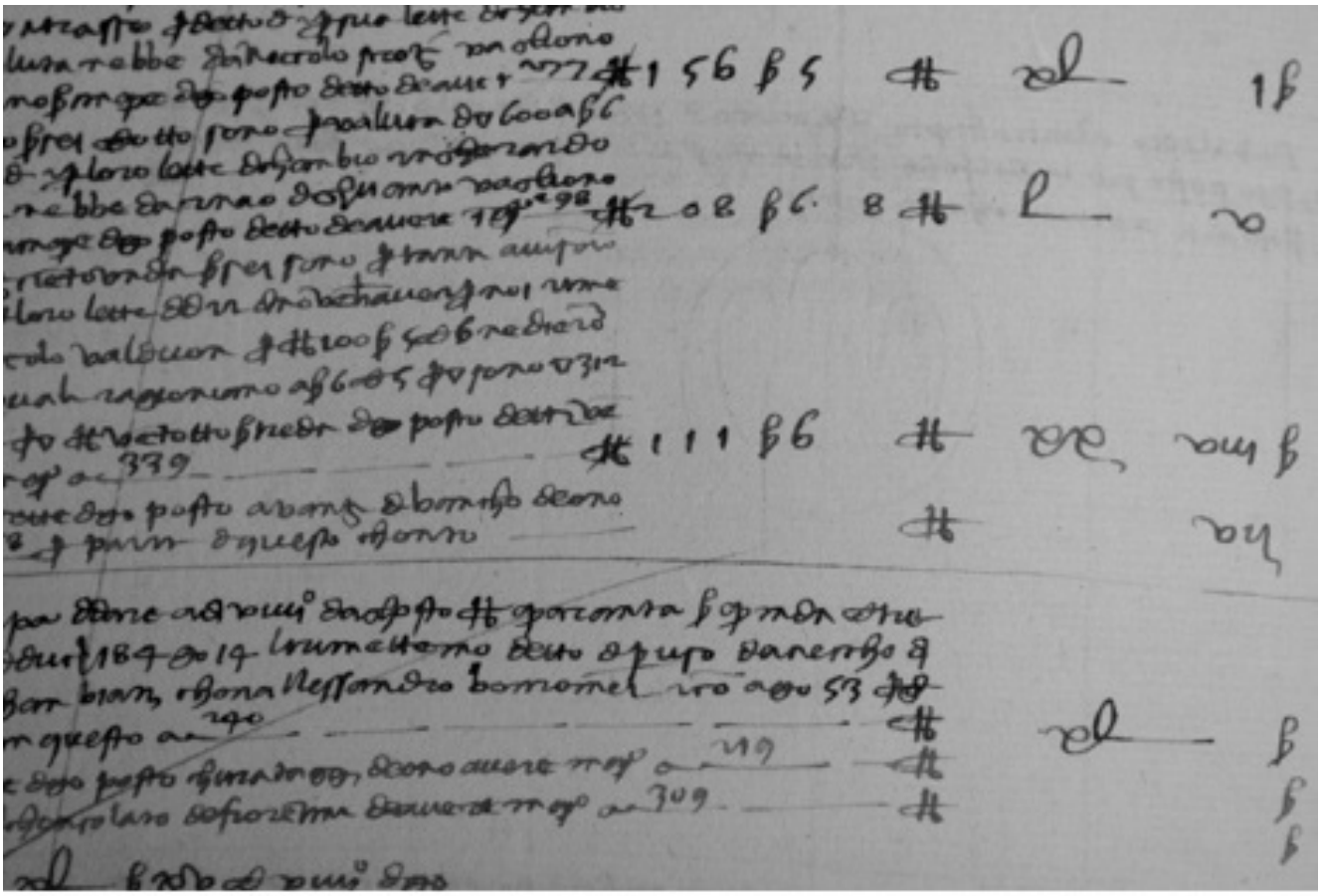


Un banquero en su banco: Quentin Massys, *El banquero* (1514).

Un elemento que tuvo una especial importancia en los comienzos del negocio de los Medici fueron las letras de cambio (*cambium per literas*), que habían surgido durante la Edad Media como una forma de financiar el comercio[51]. Si un comerciante le debía a otro una suma que no podía pagarle en efectivo hasta la conclusión de una determinada transacción a unos meses vista, el acreedor podía girar una letra al deudor, y o bien utilizar la propia letra como medio de pago, o bien obtener efectivo por ella con cierto descuento de un banquero dispuesto a actuar como agente. Mientras que el cobro de intereses estaba condenado como usura por la Iglesia, no había nada que impidiera a un negociante astuto obtener beneficios de

tales transacciones. Esa era la esencia del negocio de los Medici. No había cheques: las instrucciones se daban verbalmente y se registraban en los libros del banco. No había intereses: a los impositores se les daba la denominada *discrezione* (una cantidad proporcional a los beneficios anuales de la firma) para compensarles por arriesgar su dinero[52].

El *libro segreto* (literalmente, «libro secreto»)[53] de Giovanni di Bicci de Medici ilustra de manera fascinante el auge de la familia[54]. En parte, esta fue simplemente la historia de una meticulosa contabilidad. Es cierto que, para las pautas modernas, había algunas imperfecciones. Por ejemplo, los Medici no utilizaban sistemáticamente el método de contabilidad por partida doble, a pesar de que se conocía en Génova ya desde la década de 1340[55]. Aun así, el investigador moderno no puede menos que sentirse impresionado por la pulcritud y el orden de las cuentas de los Medici. Los archivos contienen también varios de sus primeros balances generales, con las reservas y depósitos correctamente dispuestos en un lado (como pasivo o *vostro*) y los préstamos a clientes o letras de cambio en el otro (como activo o *nostro*). Los Medici no inventaron esas técnicas, pero sí las aplicaron a una escala mayor de la que se había visto hasta entonces en Florencia. La verdadera clave del éxito de los Medici, sin embargo, no fue tanto el tamaño como la diversificación. Mientras que anteriormente los bancos italianos habían sido estructuras monolíticas que podían venirse abajo fácilmente por culpa de un deudor que incumpliera sus pagos, el banco Medici era de hecho un conjunto de múltiples sociedades interrelacionadas, basada cada una de ellas en un contrato especial y renegociado regularmente. Los directores de las sucursales no eran empleados, sino socios menores a los que se remuneraba con una parte de los beneficios. Fue esta descentralización la que ayudó a hacer que el banco Medici resultara tan rentable. Con un capital de alrededor de 20 000 florines en 1402, y una nómina de como mucho 17 personas, entre 1397 y 1420 obtuvo unos beneficios de 151 820 florines, lo que equivale a unos 6326 florines anuales, una tasa de rendimiento del 32 por ciento. La sucursal de Roma sola no tardó en alcanzar rendimientos de más del 30 por ciento[56]. La prueba de que el modelo funcionaba puede verse en los registros tributarios florentinos, donde aparecen páginas y páginas que enumeran los activos de Giovanni di Bicci, cuyo valor alcanzaba los 91 000 florines[57].



Detalle de un libro de contabilidad de la banca Medici.

Cuando murió Giovanni, en 1429, sus últimas palabras fueron una exhortación a sus herederos para que mantuvieran su nivel de perspicacia financiera. A su funeral asistieron 26 hombres de apellido Medici, todos los cuales rindieron homenaje al que con su esfuerzo se había convertido en el *capo della casa*. Para cuando Pío II fue nombrado papa, en 1458, el hijo de Giovanni, Cosimo de' Medici y el Estado florentino venían a ser prácticamente lo mismo. Como diría el propio papa: «Las cuestiones políticas se deciden en su casa. El hombre que él elige ocupa el poder. […] Él es quien decide la paz y la guerra y controla las leyes. […] Él es rey en todo menos en el nombre». A los gobernantes extranjeros se les aconsejaba que se comunicaran con él personalmente y que no perdieran el tiempo dirigiéndose a ninguna otra persona en Florencia. El historiador florentino Francesco Guicciardini observaba: «Tenía una reputación de la que probablemente ningún otro ciudadano particular ha disfrutado jamás desde la caída de Roma hasta nuestros días». Uno de los retratos más populares de Botticelli —el de un joven asombrosamente apuesto— se pintó de hecho como tributo a un banquero difunto. El rostro de la medalla es el de Cosimo de Medici, y junto a él aparece la inscripción *pater patriae*: «padre de la patria». Para cuando Lorenzo el Magnífico, nieto de Cosimo, asumió la dirección del banco, en 1469, los otrora «Soprano» se habían convertido en auténticos «Corleone», o incluso más. Y todo su poder se basaba en la banca.

Más que ninguna otra cosa, es la *Adoración de los Magos* de Botticelli la que mejor capta la transformación de las finanzas que realizaron los Medici. Si se observa detalladamente, resulta que los tres Reyes Magos son Medici: el mayor de ellos, que le lava los pies al niño Jesús, es Cosimo el Viejo; más abajo, y algo a la derecha, aparecen sus dos hijos Piero (de rojo) y Giovanni (de blanco). También salen en el cuadro Lorenzo (con una túnica de color azul claro) y Giuliano, asiendo su espada. La obra, que fue encargada por el jefe del Gremio de Banqueros como homenaje a la familia, quizá debería haberse titulado *La adoración de los Medici*. Antaño condenados por la justicia, los banqueros estaban ahora próximos a la divinidad.

El sometimiento de la república florentina al poder de una familia de banqueros extraordinariamente rica inevitablemente generó oposición. Entre octubre de 1433 y septiembre de 1434, Cosimo y muchos de sus partidarios fueron exiliados de Florencia a Venecia. En 1478, Giuliano, el hermano de Lorenzo, fue asesinado en el brutal intento de la familia Pazzi de poner fin al dominio de los Medici. El propio banco sufrió por el hecho de que Lorenzo descuidara los negocios para dedicarse a la política. Sometidos a una menor supervisión, algunos directores de sucursales, como Francesco Sassetti de Aviñón o Tommaso Portinari de Brujas, se hicieron más poderosos. Cada vez más, el banco pasó a depender de su capacidad para atraer depósitos, al tiempo que las ganancias del comercio y las divisas se hacían más inestables. Empezaron a cometerse costosos errores, como los préstamos que hizo la sucursal de Brujas a Carlos el Temerario, duque de Borgoña, o los de la sucursal de Londres al rey Eduardo IV, que jamás serían íntegramente devueltos. Para mantener a flote la empresa, Lorenzo se vio obligado a expoliar el Monte delle Dote (una especie de fondo mutuo municipal para el pago de las dotes de las hijas)[58]. Finalmente, en 1494, en medio del caos provocado por una invasión francesa, la familia fue expulsada y todas sus propiedades confiscadas y liquidadas. Culpando a los Medici de las desdichas de la ciudad, el predicador dominico Girolamo Savonarola abogó por una «hoguera de las vanidades» que sirviera de purga, un llamamiento al que respondió la multitud invadiendo el palacio de los Medici y quemando la mayor parte de los archivos del banco (todavía pueden verse trozos chamuscados en los documentos que sobrevivieron). Como dijera el propio Lorenzo en una canción que compuso en la década de 1470: «Si eres feliz, que así sea. / Ya que el mañana es incierto».

Pero cuando la élite acaudalada de Florencia contempló la tea de Savonarola o la turba plebeya como alternativas al dominio de los Medici, no tardó en sentir nostalgia por la magnificente familia. En 1537, cuando tenía diecisiete años, Florencia reclamó la presencia de Cosimo de’ Medici (el Joven), y en 1569 se creaba el Gran Ducado de Toscana. La línea ducal se prolongaría durante más de doscientos años, hasta 1743; y las esferas semejantes a monedas (*palle*) del escudo de armas de los Medici servirían como permanente recordatorio de los orígenes de la familia.

Aunque otros lo habían probado antes que ellos, los Medici fueron los primeros banqueros que hicieron la transición del éxito financiero al estatus de poder hereditario. Y lo lograron aprendiendo una lección fundamental: en las finanzas, lo pequeño raramente es hermoso. Al hacer su banco más grande y más diversificado que cualquier institución financiera anterior, hallaron el modo de dispersar sus riesgos. Y al dedicarse al cambio de divisas además de a los préstamos, redujeron su vulnerabilidad a los impagados.

El sistema bancario italiano se convirtió en el modelo para las naciones del norte de Europa que alcanzaron los mayores éxitos comerciales en los siglos posteriores, especialmente los holandeses y los ingleses, pero también los suecos. Fue en Amsterdam, Londres y Estocolmo donde se produjo la siguiente oleada decisiva de innovación financiera al hacer su aparición los precursores de los modernos bancos centrales. El siglo XVII presenció la fundación de tres instituciones claramente novedosas que, cada una a su manera, estaban destinadas a ejercer una función financiera pública además de privada. El Amsterdamsche Wisselbank (Banco de Cambio de Amsterdam) se fundó en 1609 para resolver los problemas prácticos que creaba a los comerciantes la circulación de múltiples monedas en las Provincias Unidas, donde había nada menos que catorce cecas distintas además de una copiosa cantidad de monedas extranjeras. Al permitir a los comerciantes abrir cuentas expresadas en una moneda estandarizada, el Banco de Cambio fue pionero en la creación de un sistema de cheques y domiciliaciones o transferencias bancarias que hoy nos parece imprescindible. Ello permitió que se realizaran un número cada vez mayor de transacciones comerciales sin necesidad de que las sumas en ellas implicadas se materializaran en monedas reales. Un comerciante podía hacerle un pago a otro simplemente disponiendo que la cantidad en cuestión se adeudara en su cuenta bancaria y se abonara en la de su colega[59]. La limitación de este sistema era simplemente que el Banco de Cambio mantenía una ratio cercana al ciento por ciento entre sus depósitos y sus reservas de metal precioso y moneda. Todavía en una fecha tan tardía como 1760, cuando el valor de sus depósitos rozaba los 19 millones de florines, sus reservas de metálico superaban los 16 millones. En consecuencia, un pánico bancario resultaba prácticamente imposible, dado que el banco disponía del suficiente efectivo como para satisfacer a casi todos sus impositores en el caso de que, por alguna razón, todos ellos quisiesen liquidar sus depósitos a la vez. No cabe duda de que este hecho hacía al banco muy seguro, pero también impedía que desempeñara lo que hoy se consideraría la característica definitoria de un banco: la creación de crédito.

Fue en Estocolmo casi medio siglo después, con la fundación del Stockholms Banco (Banco de Estocolmo) en 1657, cuando se rompió esa barrera. Aunque realizaba las mismas funciones que el holandés Wisselbank, el Banco se concibió para que fuera también un *lanebank*, es decir, para que se dedicara al crédito además

de facilitar los pagos comerciales. Al prestar cantidades superiores a sus reservas de metálico, puede decirse que introdujo la práctica de lo que más tarde se conocería como reserva parcial bancaria, explotando el hecho de que el dinero dejado en depósito podía darse a prestatarios obteniendo una rentabilidad de él. Dado que resultaba altamente improbable que *todos* los impositores acudieran en masa a retirar su dinero, en un momento determinado solo hacía falta mantener una parte de este en las reservas del banco. El pasivo del banco pasó a estar integrado, pues, por sus depósitos (por los que pagaba intereses) más su capital, mientras que el activo lo formaban sus créditos (por los que cobraba intereses) más sus reservas.

La tercera gran innovación del siglo XVII se produjo en Londres con la creación del Banco de Inglaterra en 1694. Destinado principalmente a ayudar al gobierno a financiar la guerra (convirtiendo una parte de la deuda pública en acciones del banco), la institución gozó de una serie de privilegios distintivos. Desde 1709 fue la única entidad bancaria británica a la que se permitió operar como banco por acciones (véase el capítulo 3); y a partir de 1742 estableció un monopolio parcial sobre la emisión de billetes de banco, una peculiar forma de pagaré que no devengaba intereses, destinada a facilitar los pagos sin necesidad de que las dos partes implicadas en una transacción hubieran de tener cuentas corrientes.

Para entender la potencia de estas tres innovaciones, los estudiantes de primer año de máster de la Escuela de Negocios de Harvard practican con un juego monetario simplificado. Este se inicia con un imaginario banco central que le paga al profesor 100 dólares en nombre del gobierno, en concepto de un trabajo de consultoría, no demasiado lucrativo por otra parte. El profesor lleva los billetes a un banco imaginario que gestiona uno de sus alumnos y los deposita allí, recibiendo un certificado de depósito. Suponiendo, en aras de la simplicidad, que este banco opera con una ratio de reservas del 10 por ciento (es decir, que aspira a mantener la ratio entre sus reservas y su pasivo en un 10 por ciento), deposita 10 dólares en el banco central y presta los 90 restantes a uno de sus clientes. Mientras el cliente decide qué hacer con su crédito, deposita el dinero en otro banco. Este también utiliza la regla del 10 por ciento de reservas, de modo que deposita 9 dólares en el banco central y presta los 81 restantes a otro de sus clientes. Tras varias repeticiones de más de lo mismo, el profesor pide a la clase que calcule el incremento de la masa monetaria. Ello le permite introducir dos de las definiciones fundamentales de la moderna teoría monetaria: M0 (conocida también como la base monetaria o dinero de alta potencia), que es igual al pasivo total del banco central, esto es, al efectivo más las reservas de los bancos del sector privado depositadas en el banco central; y M1 (denominada también dinero en sentido estricto), que es igual al efectivo en circulación más la demanda de depósitos «a la vista». Cuando el dinero se ha depositado en tres bancos imaginarios distintos, M0 es igual a 100 dólares, pero M1 es igual a 271 (100 + 90 + 81), lo que ilustra con bastante claridad, por más que de una forma extremadamente

simplificada, cómo la moderna reserva parcial bancaria permite la creación de crédito y, por ende, de dinero.

Luego el profesor le da una sorpresa al primer alumno pidiéndole que le devuelva sus 100 dólares. Este tiene que retirar entonces todas sus reservas y reclamar la devolución de su préstamo al segundo alumno, desencadenando una especie de efecto dominó que hace que M1 se contraiga con la misma rapidez con la que se había expandido. Ello ilustra el peligro de un pánico bancario. Dado que el primer banco solo tenía un impositor, el intento de este de retirar sus depósitos representa una petición de fondos diez veces superior a las reservas del banco. La supervivencia del primer banquero dependía claramente del hecho de que fuera capaz de reclamar el préstamo que le había hecho a su cliente, quien, a su vez, había de retirar todos sus depósitos del segundo banco, y así sucesivamente. Al hacer sus préstamos, los banqueros deberían haber pensado más cuidadosamente acerca del grado de dificultad con el que podrían reclamar el dinero, lo que básicamente es una cuestión relacionada con la liquidez del crédito.

Las definiciones de la masa monetaria —fuerza es reconocerlo— poseen cierto carácter arbitrario. Algunas mediciones de M1 incluyen los cheques de viaje en el total. En M2 se añaden las cuentas de ahorro, las cuentas de depósito del mercado monetario y los certificados de depósito. M3 es todavía más amplia, al incluir los depósitos en eurodólares de los mercados extraterritoriales y los acuerdos de recompra entre bancos y otros intermediarios financieros. Pero no permitamos que los tecnicismos nos detengan aquí. El aspecto crucial que hay que comprender es que con la difusión por todo el mundo occidental de *a*) las transacciones intrabancarias e interbancarias que no requieren efectivo, *b*) la reserva parcial bancaria, y *c*) los monopolios de la emisión de billetes por parte de los bancos centrales, la propia naturaleza del dinero evolucionó de una forma profundamente importante. Ya no cabía concebir el dinero —tal como hicieran los españoles en el siglo XVI— como un metal precioso que había sido desenterrado, fundido y acuñado en forma de monedas. Ahora el dinero representaba la suma total de unos pasivos u obligaciones concretas (depósitos y reservas) contraídas por los bancos. En pocas palabras, el crédito constituía el total de los activos bancarios (préstamos). Parte de ese dinero podía todavía consistir de hecho en metal precioso, si bien una parte cada vez mayor de este último pasaría a guardarse en la cámara acorazada del banco central. Pero la mayor parte de él estaría constituida por aquellos billetes de banco y monedas fraccionarias reconocidos como dinero de curso legal junto con el dinero invisible que existía sobre el papel en los extractos de las cuentas de depósito. La innovación financiera había cogido la inerte plata de Potosí y la había convertido en la base de un sistema monetario moderno, con las relaciones entre deudores y acreedores negociadas o «intermediadas» por unas instituciones cada vez más numerosas denominadas bancos. La función principal de dichas instituciones era ahora la recopilación de información y la gestión del riesgo. Su fuente de beneficios radicaba en maximizar la

diferencia entre los costes de su pasivo y los beneficios de su activo, sin reducir las reservas hasta el punto de que la entidad se hiciera vulnerable a lo que se denomina un pánico bancario: una crisis de confianza en la capacidad del banco para satisfacer a sus impositores, que lleva a una masiva retirada de fondos y, en última instancia, a la bancarrota (que en su origen significaba literalmente romper el banco donde se sentaban los banqueros).

De manera harto significativa, aunque las técnicas bancarias italianas fueron mejorándose en los centros financieros del norte de Europa, inesperadamente hubo un país que se quedó algo rezagado en este aspecto. Lastrada por la superabundancia de metal precioso, la poderosa España de la época no supo desarrollar un sistema bancario sofisticado, dependiendo, en cambio, de los comerciantes de Amberes para disponer de adelantos en efectivo a corto plazo sobre las futuras entregas de plata. Madrid no captó la idea de que el dinero en realidad tenía que ver con el crédito, y no con el metal. De hecho, la Corona española terminó incumpliendo el pago de toda su deuda, o de parte de ella, nada menos que en catorce ocasiones entre 1557 y 1696. Con semejante historial, ni toda la plata de Potosí podía hacer de España un riesgo crediticio seguro. En el mundo moderno, el poder sería para los banqueros, no para los insolventes.

LA EVOLUCIÓN DE LA BANCA.

Los historiadores financieros no están de acuerdo acerca de hasta qué punto el crecimiento de la banca a partir del siglo XVII puede atribuirse a la aceleración del crecimiento económico iniciada en Inglaterra a finales del XVIII y propagada luego a la Europa occidental y sus ramificaciones en forma de asentamientos a gran escala en Norteamérica y Australasia[60]. Desde luego, no cabe duda de que la revolución financiera precedió a la revolución industrial. Es cierto que los avances decisivos en la fabricación textil y la producción de hierro, que fueron las puntas de lanza de la revolución industrial, no dependieron demasiado de la banca para su financiación[61]. Pero también lo es que los bancos desempeñaron un papel más importante en la industrialización de la Europa continental que en la de Inglaterra. Sería vano, de hecho, tratar de buscar una relación causal simplista (que unas instituciones financieras más sofisticadas provocaron el crecimiento, o que este espoleó el desarrollo financiero). Parece perfectamente plausible, más bien, que los dos procesos fueran interdependientes y se reforzaran mutuamente. Asimismo, ambos exhibieron un carácter netamente evolucionista, con una recurrente mutación (innovación técnica), especiación (la creación de nuevas clases de empresa) y equilibrio puntuado (crisis que determinarían qué empresas sobrevivirían y cuáles desaparecerían).

En palabras de Adam Smith: «La juiciosa operación de la banca, al emplear papel en sustitución de una gran parte de este […] oro y plata […] proporciona […] una especie de ferrocarril aéreo». En el siglo posterior a la publicación de *La riqueza de las naciones* (1776), hubo una explosión de innovación financiera que vio proliferar en Europa y Norteamérica todo un abanico de diferentes tipos de bancos. Los más arraigados fueron los bancos de descuento, que contribuyeron a las finanzas nacionales y al comercio internacional descontando las letras de cambio giradas por un comerciante a otro. Ya en tiempos de Smith, Londres era sede de varias firmas de gran éxito, como Barings, que se especializó en la banca comercial transatlántica (como se acabó llamando esta línea de negocio). Por razones reguladoras, en este período los bancos ingleses eran casi todos sociedades privadas, algunas de ellas especializadas en los negocios de la denominada City, los 2,5 kilómetros cuadrados del centro de Londres que durante siglos habían sido el foco de las finanzas mercantiles, mientras que otros se especializaban en los negocios de la élite terrateniente. Estos últimos eran los llamados «bancos rurales», cuyo auge y caída siguieron muy de cerca al auge y caída de la agricultura británica.

Una diferencia decisiva entre la evolución natural y la evolución financiera radica en el papel de lo que podría denominarse el «diseño inteligente», aunque en este caso los reguladores son invariablemente humanos antes que divinos. Poco a poco, mediante un prolongado proceso de ensayo y error, el Banco de Inglaterra desarrolló una serie de funciones públicas, a cambio de la reafirmación de su monopolio sobre la emisión de billetes en 1826, estableciendo sucursales en las provincias y arrancando gradualmente el negocio de la emisión de billetes de manos de los bancos en todo el país**[62]**. Cada vez más, el Banco de Inglaterra pasó a desempeñar un papel esencial en las transacciones interbancarias. Una parte cada vez mayor de la liquidación de las sumas que un banco debía a otro empezó a pasar por las oficinas del Banco en Threadneedle Street. Con la derogación definitiva de las leyes sobre la usura de 1833, que limitaban su tipo de descuento (de las letras de cambio), el Banco fue capaz de explotar plenamente la ventaja que le proporcionaba el hecho de ser el mayor banco de la City. De manera creciente, su tipo de descuento pasó a verse como el tipo de interés mínimo a corto plazo en el llamado mercado monetario (para el crédito a corto plazo, sobre todo a través del descuento de letras de cambio).

La cuestión que quedaría pendiente de resolver durante otros cuarenta años sería la de qué relación debía haber entre las reservas del Banco y la cantidad de billetes en circulación. En la década de 1840, la postura del gobernador, J. Horsley Palmer, era que la reserva debía regularse básicamente en función del volumen de negocio del descuento, siempre que una tercera parte de ella consistiera en monedas de oro u oro en lingotes. El primer ministro, sir Robert Peel, recelaba de esta opción, creyendo que comportaba el riesgo de una excesiva emisión de billetes de banco y de generar inflación. La Ley de Estatuto Bancario promulgada por el gobierno Peel en 1844 dividía el Banco de Inglaterra en dos partes: un departamento de operaciones

bancarias, que llevaría a cabo los propios negocios comerciales del Banco, y un departamento de emisión dotado con 14 millones de libras en valores y una cantidad no especificada de moneda y lingotes que fluctuaría en función de la balanza comercial entre Inglaterra y el resto del mundo. La denominada emisión fiduciaria no tenía que exceder la suma de los valores más el oro. Sin embargo, varias crisis repetidas (en 1847, 1857 y 1866) dejaron claro que ese era un corsé demasiado restrictivo; en cada uno de estos casos hubo que suspender temporalmente la Ley para evitar un completo colapso de liquidez[63]. Fue solo tras la última de esas crisis, durante la que se produjo el espectacular pánico bancario que arruinó al banco Overend Gurney, cuando el editor de *The Economist*, Walter Bagehot, reformuló el papel apropiado del Banco de Inglaterra en una crisis como «prestador de último recurso»: prestar sin restricciones, aunque a un tipo disuasorio, para combatir la crisis de liquidez[64].

Hay que señalar que Bagehot no resolvió del todo el problema monetario victoriano, ya que no fue más capaz que otros preeminentes economistas teóricos decimonónicos de cuestionar el sacrosanto principio, establecido en la época en que Isaac Newton era el responsable de la Casa de la Moneda británica, de que una libra esterlina debía ser convertible en una cantidad de oro fija e inmutable según la proporción de 3 libras 17 chelines y 10,5 peniques por onza de oro. Para entender el debate de la época en torno al patrón oro hay que tener en cuenta que, en muchos aspectos, los ingleses victorianos eran casi tan esclavos del metal precioso como lo habían sido los conquistadores españoles tres siglos antes. «Solo los metales preciosos son dinero —declaraba un gerifalte de la City, el barón de Overstone—. Los billetes de papel son dinero porque son representaciones del dinero metálico. Cuando no, son falsos y espurios fingidores. Un impositor puede obtener metal, pero todos no, y en consecuencia los depósitos no son dinero.»[65] De haberse adherido también a ese principio, y de haber hecho la masa monetaria de la economía británica realmente dependiente de la cantidad de moneda y lingotes de oro disponible en la reserva del Banco de Inglaterra, el crecimiento económico del Reino Unido se habría visto completamente asfixiado, a pesar de los efectos expansionistas de los nuevos descubrimientos de oro del siglo XIX. Tan restrictiva era la emisión de billetes del Banco de Inglaterra que desde mediados de la década de 1890 hasta la Primera Guerra Mundial su reserva de lingotes en realidad excedió el valor de los billetes en circulación. Fue solo la proliferación de nuevas clases de bancos, y especialmente de los que aceptaban depósitos, la que hizo posible la expansión monetaria. A partir de 1858 se levantaron las restricciones que pesaban sobre la banca por acciones británica, preparando el terreno para el surgimiento de unos cuantos bancos comerciales: el London & Westminster (fundado en 1833), el National Provincial (1834), el Birmingham & Midland (1836), el Lloyds (1884) y el Barclays (1896). En cambio, a los bancos de inversiones industriales como los que iniciaron su andadura en Bélgica (Société Générale), Francia (Crédit Mobilier) y Alemania (Darmstädter

Bank) no les fue tan bien en Inglaterra tras el fracaso del Overend Gurney. En efecto, la necesidad fundamental no era que los bancos compraran grandes bloques de acciones en empresas industriales, sino que las instituciones atrajeran a los ahorradores para que les entregaran sus depósitos, creando una base en constante expansión que permitiera nuevos préstamos bancarios en el otro lado del balance general.

En este proceso un papel especialmente importante fue el desempeñado por los nuevos bancos de ahorro que proliferaron en torno al cambio de siglo. En 1913, los depósitos de los bancos de ahorros ingleses equivalían a 256 millones de libras, lo que representaba alrededor de la cuarta parte del total de depósitos del Reino Unido. Los activos de los bancos de ahorros alemanes eran más de dos veces y media mayores que los de los «grandes bancos» más conocidos como el Darmstädter, el Deutsche, el Dresdner y el Disconto-Gesellschaft. En conjunto, en vísperas de la Primera Guerra Mundial, los depósitos de residentes en bancos ingleses totalizaban casi 1200 millones de libras, frente a un total de billetes en circulación de solo 45,5 millones de libras. El dinero estaba ahora principalmente en los bancos, fuera de la vista, aunque nunca fuera de la mente.

Aunque hubo cierta variación, la mayoría de las economías avanzadas básicamente siguieron la pauta británica en lo relativo a la regulación a través de un banco central monopolista y la concentración de la captación de depósitos en unas pocas instituciones relativamente grandes. El Banco de Francia se fundó en 1800; el Reichsbank alemán, en 1875; el Banco de Japón, en 1882, y el Banco Nacional Suizo, en 1907. En Inglaterra, como en el resto del continente europeo, hubo una marcada tendencia a la concentración, ejemplificada por la importante reducción del número de bancos rurales, que pasó de un máximo de 755 en 1809 a solo 17 en 1913.

En cambio, la evolución de las finanzas fue muy distinta en Estados Unidos. Allí la aversión de los legisladores a la idea de unas finanzas excesivamente poderosas abortó en dos ocasiones la creación de un embrionario banco central (el primer y el segundo Banco de Estados Unidos), de modo que hasta 1913 no se aprobaría la legislación necesaria para crear el Sistema de la Reserva Federal. Hasta ese mismo momento, Estados Unidos estuvo básicamente metido en un experimento natural con una banca completamente libre. La Ley Bancaria Nacional de 1864 había reducido significativamente las barreras a la creación de bancos de propiedad privada, y los requisitos de capital eran bajos en comparación con las pautas europeas. Al mismo tiempo, había obstáculos a la creación de bancos que traspasaran las fronteras de los distintos estados de la Unión. El efecto combinado de estas normas fue un aumento del número de bancos nacionales a finales del siglo XIX y comienzos del XX, que pasó de menos de 12 000 en 1899 a más de 30 000 en su máximo de 1922. Un gran número de bancos poco capitalizados constituía una receta segura para generar inestabilidad financiera, y los pánicos bancarios se convirtieron en una característica habitual de la vida económica estadounidense; sobre todo, y de manera más

espectacular, durante la Gran Depresión, cuando una gran crisis bancaria se vio exacerbada, antes que mitigada, por una autoridad monetaria que llevaba operando poco más de quince años. La introducción del seguro de depósitos en 1933 ayudó a reducir la vulnerabilidad de los bancos estadounidenses a los pánicos bancarios. Sin embargo, el sector bancario seguiría estando extremadamente fragmentado hasta 1976, cuando Maine se convirtió en el primer estado que legalizó la banca interestatal. No sería hasta 1993, tras la crisis de las sociedades de ahorro y préstamo (véase el capítulo 5), cuando el número de bancos nacionales cayó por debajo de 3600 por primera vez en casi un siglo.

En 1924, John Maynard Keynes, en célebre frase, descartó el patrón oro calificándolo de «bárbara reliquia». Pero la liberación del dinero creado por los bancos del ancla de un metal precioso se produjo de una manera gradual. El patrón oro tenía sus ventajas, no cabe duda. La estabilidad del tipo de cambio propiciaba unos precios predecibles en el comercio y reducía los costes de las transacciones, mientras que la estabilidad a largo plazo de los precios actuaba como un ancla para las expectativas inflacionistas. Es posible que el oro redujera también los costes para los prestatarios al comprometer a los gobiernos a realizar políticas fiscales y monetarias prudentes. La dificultad de vincular la moneda a un patrón basado en una única mercancía, o, mejor dicho, de vincular mutuamente ambas cosas, radica en el hecho de que los responsables de las políticas económicas se ven forzados a elegir entre los movimientos libres de capital y una política monetaria nacional independiente; no pueden tener ambas cosas. Un vínculo monetario puede significar una mayor inestabilidad de los tipos de interés a corto plazo, dado que el banco central tratará de mantener constante el precio de su dinero en términos de dicho vínculo. Esto puede significar deflación si la oferta del vínculo se ve constreñida (como ocurrió con la oferta de oro en relación con su demanda en las décadas de 1870 y 1880). Y también puede transmitir crisis financieras (como sucedió durante la restauración del patrón oro a partir de 1929). En cambio, un sistema de dinero basado principalmente en depósitos bancarios y tipos de cambio flotantes está exento de tales restricciones. El patrón oro estuvo moribundo durante largo tiempo, pero fueron muy pocos los que le lloraron cuando finalmente, el 15 de agosto de 1971, se eliminó el último vestigio significativo que quedaba de él: ese día, el presidente Richard Nixon cerró la denominada «ventana oro» a través de la cual, en determinadas circunstancias restringidas, todavía podían cambiarse dólares por oro. Desde ese momento quedó rota la secular vinculación entre el dinero y el metal precioso.

LA BANCARROTA NACIONAL.

La ciudad de Memphis, en el estado norteamericano de Tennessee, es famosa por el blues, las barbacoas y las bancarrotas. Si queremos entender cómo los banqueros actuales —los sucesores de los Medici— abordan el problema del riesgo crediticio creado por los prestatarios poco fiables, seguramente Memphis es el mejor lugar para empezar.

Como media, cada año hay en Estados Unidos entre uno y dos millones de casos de bancarrota, casi todos relacionados con individuos que prefieren declararse en quiebra antes que cumplir con unas obligaciones inasumibles. Una asombrosa proporción de dichos casos se producen en Tennessee. Lo extraordinario del asunto es lo relativamente indoloro que este proceso aparenta ser; esto es, en comparación con lo que ocurría en la Venecia del siglo XVI o, por volver a otro ejemplo anterior, en algunas zonas de la actual Glasgow. La mayor parte de los prestatarios que se encuentran con dificultades en Memphis pueden eludir sus deudas, o, cuando menos, reducirlas, sin ser estigmatizados y saliendo físicamente indemnes. Uno de los grandes rompecabezas de nuestra época quizá sea el hecho de que la economía capitalista de mayor éxito del mundo parece haberse construido sobre los cimientos de la facilidad de la quiebra financiera.

Cuando visité Memphis por primera vez, a comienzos del verano de 2007, me sentí fascinado por la ubicuidad y proximidad tanto del crédito fácil como de la bancarrota fácil. Bastó con que me diera un paseo por una de sus calles típicas cerca del centro de la ciudad. Primero venían los centros comerciales y los tugurios de comida rápida, que es donde sus habitantes hacen la mayor parte de sus gastos. Justo al lado había un «asesor tributario» dispuesto a ayudar a quienes andaban escasos de efectivo a pedir su crédito tributario para personas de bajos ingresos. Vi un despacho donde se ofrecían préstamos poniendo el coche como garantía, y, al lado mismo, una compañía de segundas hipotecas, además de un establecimiento de cobro de cheques que ofrecía adelantos sobre la nómina (eso sí, con un 200 por ciento de interés), por no mencionar una casa de empeños del tamaño de unos grandes almacenes. Convenientemente situado para quienes habían empeñado ya todas sus pertenencias, un Rent-A-Center ofrecía muebles y televisores baratos en alquiler. ¿Y al lado de este? Pues un Plasma Center, que ofrecía 55 dólares a tocateja por donar sangre. Puede verse, pues, que la moderna Memphis da un significado completamente nuevo a la expresión «sacar la sangre». Puede que no resulte tan difícil renunciar a medio litro de sangre como a una libra de carne, pero la idea general parece igualmente desconcertante.

Sin embargo, las consecuencias de los incumplimientos de pago en Memphis resultan mucho menos graves que el riesgo de muerte que corría Antonio en Venecia. Después del Plasma Center, mi siguiente parada fue la oficina de George Stevenson, uno de los abogados que se ganan la vida declarando bancarrotas en el Tribunal de Quiebras del Distrito Occidental de Tennessee. En la época de mi viaje, había alrededor de 10 000 declaraciones de quiebra solo en el área de Memphis, de modo

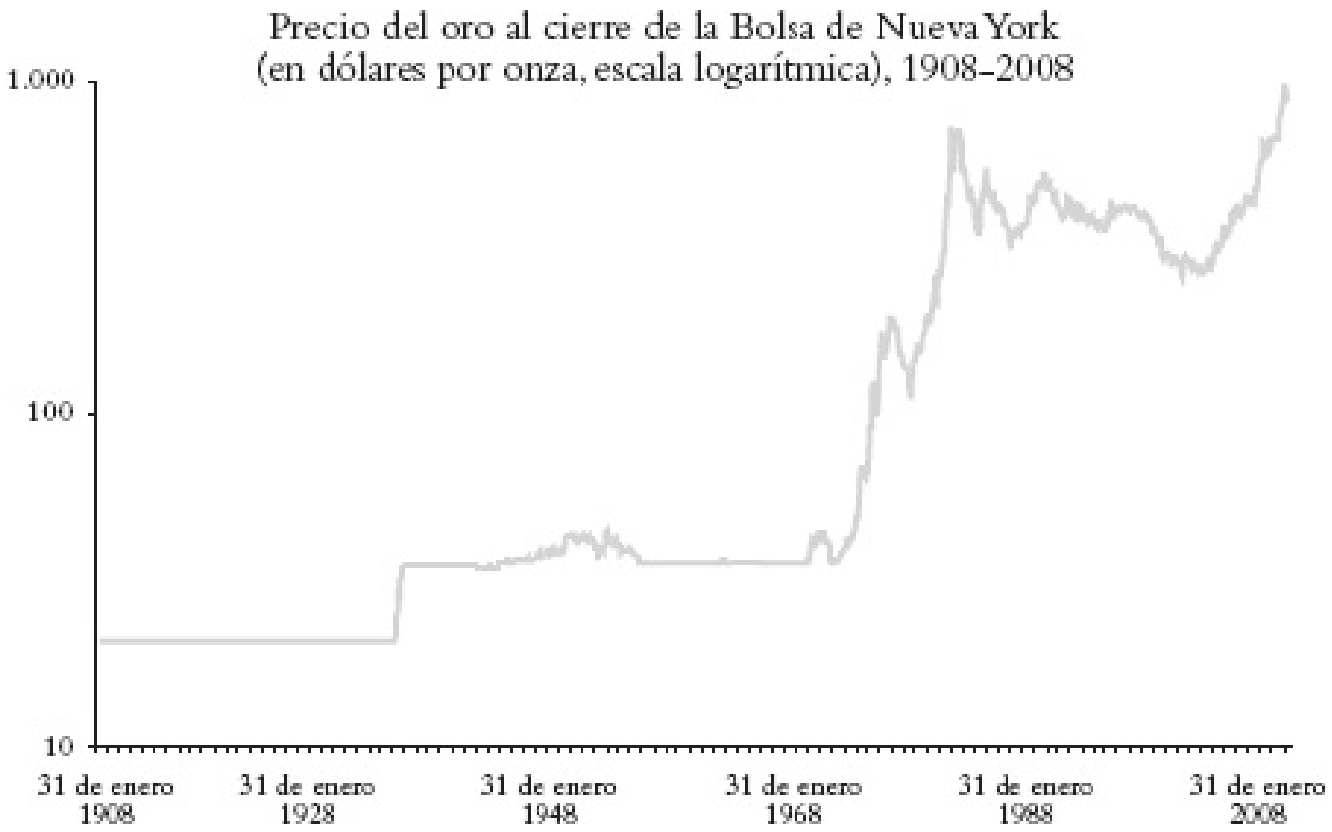
que no me sorprendió en absoluto ver el Tribunal de Quiebras abarrotado de gente. Ciertamente parece que el sistema funciona bastante bien. Uno a uno, los individuos y parejas que se han declarado insolventes se sientan con un abogado que negocia en su nombre con sus acreedores. Hay incluso una cola especial para las quiebras rápidas, aunque como media solo tres de cada cinco quebrados son rehabilitados (lo que significa que se llega a un acuerdo con sus acreedores).

La capacidad de eludir las deudas insostenibles y empezar de nuevo es una de las peculiaridades distintivas del capitalismo estadounidense. Desde 1898, todo estadounidense tiene derecho a acogerse al capítulo VII (liquidación) o al XIII (reorganización personal voluntaria) de la Ley de Quiebras. Ricos y pobres, parece que los estadounidenses ven la bancarrota como un «derecho inalienable», casi en igualdad de condiciones con «la vida, la libertad y la búsqueda de la felicidad». La teoría es que el derecho norteamericano existe para alentar el espíritu empresarial, es decir, para facilitar la creación de nuevas empresas. Y eso significa dar a la gente un respiro cuando sus planes les salen mal, aunque sea por segunda vez, permitiendo así que quienes han nacido con una propensión natural al riesgo vayan aprendiendo mediante el método de ensayo y error hasta que finalmente descubran cómo ganar ese millón de dólares. Al fin y al cabo, el quebrado de hoy puede ser el empresario de éxito del mañana.

A primera vista, la teoría ciertamente parece funcionar. Muchos de los hombres de negocios de mayor éxito de Estados Unidos fracasaron en sus primeros empeños, incluyendo al rey del ketchup John Henry Heinz, al máximo exponente del circo Phineas Barnum y al magnate del automóvil Henry Ford. Todos estos hombres acabaron haciéndose inmensamente ricos, entre otras cosas porque se les dio la oportunidad de probar, de fracasar y de empezar de nuevo. Pero si se examina más de cerca, lo que ocurre en Tennessee es completamente distinto. La gente que acude al Tribunal de Quiebras del Distrito no son empresarios que se hayan ido a pique. Son solo personas normales y corrientes que no pueden pagar sus facturas, a menudo las cuantiosas facturas médicas a las que de repente pueden tener que hacer frente los estadounidenses de edad avanzada si no cuentan con un seguro médico privado. Puede que el procedimiento de quiebra se diseñara para ayudar a los empresarios y a sus negocios, pero hoy en día el 98 por ciento de las declaraciones de quiebra se clasifican como no empresariales, y alrededor de las tres cuartas partes de las quiebras de Memphis se acogen al denominado capítulo XIII, según el cual el deudor acepta ceder una parte o el total de sus futuros ingresos a fin de pagar todas sus deudas previas a la quiebra. El principal motor de la bancarrota resulta ser, no la actividad empresarial, sino el endeudamiento. En 2007, la deuda de consumo en Estados Unidos alcanzó la cifra récord de 2,5 billones de dólares. Allá por 1959, la deuda de consumo equivalía al 16 por ciento de la renta personal disponible; hoy equivale al 24 por ciento[66]. Uno de los retos que debe afrontar hoy cualquier historiador de las finanzas es el de entender las causas de esta explosión de

endeudamiento familiar y estimar cuáles serán las futuras consecuencias si, como parece probable, en estados como Tennessee se produce un incremento de la tasa de quiebras.

Antes de poder responder adecuadamente a estas preguntas, debemos introducir los otros elementos clave del sistema financiero: el mercado de bonos, el mercado de valores, el mercado de seguros, el mercado inmobiliario y la extraordinaria globalización de todos estos mercados que se ha producido en los últimos veinte años. La raíz, no obstante, estriba en la evolución del dinero y los bancos cuyos pasivos constituyen su elemento clave. La ineludible realidad parece ser que la ruptura del vínculo entre la creación de dinero y un ancla metálica ha llevado a una expansión monetaria sin precedentes, además de un boom crediticio de una envergadura como nunca se ha visto antes. Si se mide la liquidez como la ratio entre el dinero en sentido amplio y la producción durante los últimos cien años,[67] resulta bastante evidente que la tendencia desde la década de 1970 ha sido la de que dicha ratio aumente: en el caso del dinero en sentido amplio en las principales economías desarrolladas, ha pasado de alrededor del 70 por ciento antes del cierre de la «ventana oro» a más del ciento por ciento en 2005[68]. En la eurozona, dicho incremento ha sido especialmente marcado, pasando de poco más del 60 por ciento en una fecha tan reciente como 1990 a poco menos del 90 por ciento en la actualidad. Al mismo tiempo, la suficiencia de capital de los bancos en el mundo desarrollado ha ido descendiendo de manera lenta pero constante. En Europa, el capital bancario equivale hoy a menos del 10 por ciento de los activos, mientras que a comienzos del siglo XX el porcentaje era de alrededor del 25 por ciento[69]. En otras palabras, los bancos no solo están aceptando más depósitos; también están prestando una mayor proporción de ellos y minimizando su base de capital. Hoy, los activos bancarios (esto es, los créditos) de las principales economías del mundo equivalen aproximadamente al 150 por ciento del PIB combinado de esos países[70]. Según el Banco de Pagos Internacionales, en diciembre de 2006 el total de los activos bancarios internacionales equivalía a unos 29 billones de dólares, lo que representa alrededor del 63 por ciento del PIB mundial[71].



¿Resulta extraño, pues, que el dinero haya dejado de tener su valor del modo en que lo hizo en la época del patrón oro? El actual diseño del billete de dólar se realizó en 1957. Desde entonces, su poder adquisitivo, con relación al índice de precios al consumo, ha disminuido en un asombroso 87 por ciento. La inflación anual media en ese mismo período ha sido de más del 4 por ciento, el doble de la tasa que experimentó Europa durante la llamada revolución de precios desatada por la plata de Potosí. Un hombre que hubiera cambiado los 1000 dólares que tenía ahorrados por oro en 1970, mientras la «ventana oro» todavía seguía entreabierta, habría recibido poco más de 26,6 onzas del metal precioso; en el momento de redactar estas líneas, cuando el oro se cambia a cerca de 1000 dólares la onza, podría haber vendido su oro por 26 596 dólares.

Un mundo sin dinero sería peor, mucho peor, que nuestro mundo actual. Es erróneo pensar (como hacía el shakespeariano Antonio) que todos los prestamistas de dinero no son más que sanguijuelas, que se dedican a chupar la sangre a los desventurados deudores. Puede que los usureros se comporten de ese modo, pero los bancos han evolucionado desde la época de los Medici precisamente (como dijera en sucinta frase el tercer lord Rothschild) para «facilitar el movimiento de dinero del punto A, donde está, al punto B, donde se necesita»[72]. El crédito y la deuda, en resumen, se hallan entre los componentes básicos del desarrollo económico, tan vital para crear la riqueza de las naciones como la minería, la industria o la telefonía móvil. La pobreza,

en cambio, difícilmente resulta atribuible a las travesuras de los voraces financieros. Con frecuencia tiene más que ver con la falta de instituciones financieras, con la ausencia de bancos, que con su presencia. Solo cuando los prestatarios en lugares como la zona este de Glasgow tienen acceso a redes de crédito eficientes pueden escapar de las garras de los usureros; solo cuando los ahorradores pueden depositar su dinero en bancos fiables este se canaliza y pasa de las manos de los ociosos a las de los industriosos.

La evolución de la banca fue, pues, el paso primero y esencial en el triunfo del dinero. La crisis financiera que se inició en agosto de 2007 tenía relativamente poco que ver con los préstamos bancarios tradicionales o, de hecho, con las bancarrotas, cuyo número (debido a un cambio en la ley) en realidad disminuyó ese año. Su principal causa fue el auge y caída del «crédito titularizado», que permitía a los bancos dar origen a los préstamos, pero luego reempaquetarlos y venderlos. Y eso solo fue posible debido al hecho de que al auge de los bancos le siguió el del que sería el segundo gran pilar del sistema financiero moderno: el mercado de bonos.

2

De bonos y bonistas

Al comienzo de los primeros cien días de Bill Clinton como presidente, su director de campaña, James Carville, hizo una observación que desde entonces se ha hecho famosa: «Yo solía pensar que, si existía la reencarnación, quería volver como presidente, o como papa, o como estrella del béisbol —declaraba al *Wall Street Journal*—. Pero ahora quiero volver como mercado de bonos. Así puedes intimidar a todo el mundo». Para su sorpresa, los precios de los bonos habían subido a raíz de las elecciones del noviembre anterior, una variación que de hecho había precedido a un discurso del presidente en el que este se comprometía a reducir el déficit federal. «Esos del mercado de inversiones son gente dura de pelar —observaba el secretario del Tesoro, Lloyd Bentsen—. ¿Es ese un esfuerzo creíble [el del presidente]? ¿Acaso la administración va a aguantar el empuje? Lo llevan claro.» Si los precios de los bonos seguían repuntando, decía el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, ello representaría «el estímulo [económico] más potente, con mucho, que puedo imaginar»[73]. ¿Qué podía hacer que los funcionarios públicos hablaran con tanta reverencia, incluso con temor, de un simple mercado donde se compran y se venden pagarés del gobierno?

Tras la creación del crédito por parte de los bancos, el nacimiento del bono fue la segunda gran revolución en la historia del dinero. Los gobiernos (y las grandes empresas) emiten bonos como una manera de tomar dinero prestado de un abanico de personas e instituciones más amplio que en el caso de acudieran únicamente a los bancos. Tomemos como ejemplo un bono a diez años del gobierno japonés con un valor nominal de 100 000 yenes y un tipo de interés fijo, o «de cupón», del 1,5 por ciento, lo que representa solo una minúscula parte de la inmensa montaña de 838 billones de yenes de deuda pública que ha acumulado el país, sobre todo desde la década de 1980. El bono encarna el compromiso del gobierno japonés de pagar el 1,5 por ciento de 100 000 yenes cada año durante los próximos diez a quienquiera que posea un bono. El inicial comprador de este tiene derecho a venderlo cuando quiera al precio que señale el mercado. En el momento de redactar estas líneas, dicho precio ronda los 102 333 yenes. ¿Y por qué? Pues porque lo dice el poderoso mercado de bonos.



Bonos a diez años del Estado japonés, con sus correspondientes cupones.

Desde sus modestos comienzos en las ciudades-estado del norte de Italia, hace unos ochocientos años, el mercado de bonos ha crecido hasta alcanzar un tamaño inmenso. Hoy, el valor total de los bonos negociados en el ámbito internacional ronda los 18 billones de dólares. El valor de los bonos negociados en el ámbito nacional (como, por ejemplo, los bonos japoneses que están en manos de inversores japoneses) alcanza la asombrosa cifra de 50 billones de dólares. Todos, nos guste o no (y la mayoría de nosotros ni siquiera lo sabemos), nos vemos afectados por el mercado de bonos en dos importantes aspectos. En primer lugar, una gran parte del dinero que ahorramos para nuestra vejez acaba siendo invertido en el mercado de bonos. En segundo término, debido a su enorme tamaño, y a que se considera que los grandes gobiernos son los prestatarios más fiables, es el mercado de bonos el que establece

los tipos de interés a largo plazo para la economía en su conjunto. Cuando los precios de los bonos caen, los tipos de interés se disparan, con dolorosas consecuencias para todos los prestatarios. Su funcionamiento es como sigue. Alguien tiene 100 000 yenes que desea ahorrar. Comprar un bono de 100 000 yenes mantiene ese capital a buen recaudo mientras que al mismo tiempo proporciona unos pagos regulares al ahorrador. Para ser más exactos, el bono paga un tipo fijo o «de cupón» del 1,5 por ciento: 1500 yenes al año en el caso de un bono de 100 000 yenes. Pero el tipo de interés de *mercado*, o rendimiento actual, se calcula dividiendo el tipo de cupón por el precio de mercado, que actualmente es de 102 333 yenes: 1500 / 102 333 = 1,47 por ciento[74]. Ahora imaginemos un escenario en el que el mercado de bonos se asusta ante el enorme tamaño de la deuda del gobierno japonés. Supongamos que los inversores empiezan a preocuparse por la posibilidad de que Japón sea incapaz de cumplir con los pagos anuales que se ha comprometido a realizar. O supongamos que empiezan a preocuparse por la salud de la moneda japonesa, el yen, en la que están expresados los bonos y en la que se pagan los intereses. En tales circunstancias el precio del bono caería, dado que los nerviosos inversores venderían todo lo que tienen. Solo se encontrarían compradores a un precio lo suficientemente bajo como para compensarles por el acrecentado riesgo de un incumplimiento de pago del gobierno japonés o de una depreciación de su moneda. Imaginemos que el precio de nuestro bono cayera a los 80 000 yenes. Entonces el rendimiento sería de 1500 / 80 000 = 1,88 por ciento. De un plumazo, los tipos de interés a largo plazo para la economía japonesa en su conjunto habían subido algo más de dos quintas partes de un uno por ciento, pasando del 1,47 al 1,88 por ciento. La gente que hubiera invertido en bonos para su jubilación antes de producirse esta variación del mercado perdería un 22 por ciento, dado que su capital se habría reducido tanto como el precio de los bonos. Y la gente que deseaba obtener una hipoteca tras la variación del mercado se encontraría con que ahora pagaba como mínimo un 0,41 por ciento anual (en la jerga bursátil, 41 puntos básicos) menos. En palabras de Bill Gross, que dirige el mayor fondo de bonos del mundo en Pacific Investment Management Company (PIMCO), «los mercados de bonos son poderosos porque constituyen la base fundamental de todos los mercados. El coste del crédito, el tipo de interés [sobre un bono de referencia], determina en última instancia el valor de las acciones, casas, y toda clase de activos».

Desde un punto de vista político, el mercado de bonos es poderoso debido en parte a que diariamente juzga la credibilidad de todas las políticas fiscales y monetarias de un gobierno. Pero su verdadero poder reside en su capacidad de castigar a ese gobierno elevando los costes de sus empréstitos. Incluso una variación al alza de medio punto porcentual puede dañar a un gobierno que tenga déficit, añadiendo una mayor amortización del principal a sus ya de por sí elevados gastos. Como ocurre en tantas relaciones financieras, se entra en una especie de círculo vicioso. Los pagos de intereses más altos hacen que el déficit resulte más elevado

aún. Entonces el mercado de bonos frunce todavía más el ceño. Los bonos se venden de nuevo a precio de saldo. Los tipos de interés suben de nuevo. Y así sucesivamente. Antes o después el gobierno se enfrenta a tres difíciles alternativas. ¿Deja de pagar una parte de su deuda, verificando así los peores temores del mercado de bonos? ¿O bien, para tranquilizar al mercado de bonos, recorta el gasto en alguna otra partida, contrariando a sus votantes o a determinados grupos de presión? ¿O bien trata de reducir el déficit subiendo los impuestos? El mercado de bonos se inició para facilitar los empréstitos al gobierno; en una crisis, en cambio, puede acabar dictando la política económica de ese gobierno.

Entonces, ¿cómo ha llegado este «señor Bono» a hacerse mucho más poderoso que su casi tocayo «señor Bond» creado por Ian Fleming?[75] ¿Y por qué en la práctica resulta que aquel, como este último, también tiene «licencia para matar»?

MONTAÑAS DE DEUDA.

«La guerra —sentenciaba el antiguo filósofo griego Heráclito— es la madre de todas las cosas.» Desde luego, lo fue del mercado de bonos. En la obra *La batalla de las sacas de dinero y las cajas fuertes*, del grabador flamenco Pieter van der Heyden, las huchas, las sacas de dinero, los cilindros de monedas y los cofres del tesoro —la mayor parte de ellos fuertemente armados con espadas, cuchillos y lanzas— se atacan mutuamente en una caótica contienda general. Los versos escritos en holandés bajo el grabado rezan: «Esta lucha y disputa es solo por dinero y bienes». Pero la inscripción bien pudiera haber dicho igualmente: «Esta lucha es solo posible si uno puede recaudar el dinero necesario para pagarla». La posibilidad de financiar la guerra por medio de un mercado de deuda pública fue, como tantas otras cosas en la historia financiera, un invento del Renacimiento italiano.

Durante una gran parte de los siglos XIV y XV, las ciudades-estado medievales de la Toscana —Florencia, Pisa y Siena— estaban en guerra entre sí o con otras ciudades italianas. Pero era esta una guerra que se libraba con dinero tanto como con hombres. En lugar de requerir que sus propios ciudadanos hicieran el trabajo sucio de la guerra, cada ciudad encargaba la tarea a una serie de contratistas militares (*condotieros*) que, tras reunir un ejército, se anexionaban las tierras y expoliaban los tesoros de sus rivales. Entre los condotieros de las décadas de 1360 y 1370, hubo uno que sobresalió con mucho sobre los demás. Su imponente figura todavía puede verse en los muros del Duomo de Florencia, en una pintura originariamente encargada por la agradecida población florentina como homenaje a su «incomparable liderazgo». Por extraño que pueda parecer, este jefe de mercenarios era originario del condado británico de Essex, nacido y criado concretamente en Sible Hedingham. Tan hábil se mostró sir John Hawkwood a la hora de librar la guerra en su nombre que los italianos le llamaron Giovanni Acuto, es decir, «Juan Agudo». El castillo de

Montecchio, en las afueras de Florencia, era una de las numerosas propiedades inmobiliarias que los florentinos le habían dado como recompensa por sus servicios. Pero Hawkwood era un mercenario, que estaba dispuesto a luchar por cualquiera que le pagara, incluyendo Milán, Padua, Pisa o el papa. Así, unos deslumbrantes frescos del florentino Palazzo Vecchio muestran a los ejércitos de Pisa y Florencia entablando combate en 1364, en un momento en el que Hawkwood luchaba por Pisa. Quince años después, no obstante, había pasado a servir a Florencia, y dedicaría el resto de su carrera militar a esta ciudad. ¿Por qué? Pues porque era en Florencia donde estaba el dinero.



Grabado de Pieter van der Heyden a partir de *La batalla por el dinero* de Pieter Brueghel el Viejo, posterior a 1570. La inscripción holandesa reza: «Esta lucha y disputa es solo por dinero y bienes».

El coste de la incesante guerra había hundido en la crisis a las ciudades-estado italianas. Los gastos, incluso en los años de paz, representaban el doble de los ingresos tributarios. Para pagar a personajes como Hawkwood, Florencia incurría en déficit. Todavía puede verse en los Archivos Públicos Toscanos cómo la carga de la

deuda de la ciudad se multiplicó por cien, pasando de 50 000 florines a comienzos del siglo XIV a cinco millones en 1427[76]. Era literalmente una montaña de deuda; y de ahí su nombre: *monte commune*, o «monte comunal»[77]. A comienzos del siglo XV, el dinero pedido a crédito representaba casi el 70 por ciento de los ingresos de la ciudad. El «monte» equivalía a más de la mitad de la producción anual de la economía florentina.

¿Y a quién podían haberle pedido los florentinos tan enorme suma? La respuesta es a sí mismos. En lugar de pagar una contribución territorial, los ciudadanos más ricos se vieron obligados de hecho a prestar dinero a su propio gobierno municipal. A cambio de esos préstamos forzosos (*prestanze*), recibían intereses. Técnicamente no se trataba de usura (la cual, como hemos visto, estaba prohibida por la Iglesia), dado que los préstamos eran obligatorios; en consecuencia, el pago de intereses podía reconciliarse con el derecho canónico al considerarse que se trataba de una compensación (*damnum emergens*) por los costes reales o supuestos derivados de una inversión obligatoria. Como dijera Enrique de Susa, también conocido como Hostiensis, en torno a 1270:

> Si un comerciante, que está acostumbrado a dedicarse al comercio y al negocio de las ferias, y a obtener beneficio de ello, por caridad hacia mí, que tengo una gran necesidad, ha prestado un dinero con el que habría hecho negocio, yo estoy obligado a su *interesse* [nótese este temprano uso del término «interés»][78].

Un rasgo crucial del sistema florentino era que tales préstamos podían venderse a otros ciudadanos en el caso de que un inversor necesitara dinero en efectivo; en otras palabras, se trataba de activos relativamente líquidos, a pesar de que en aquella época los bonos no eran más que unas cuantas líneas escritas en un libro mayor encuadernado en cuero.

En la práctica, pues, Florencia convirtió a sus propios ciudadanos en sus principales inversores. A comienzos del siglo XIV, las dos terceras partes de las familias florentinas habían contribuido de ese modo a financiar la deuda pública, aunque el grueso de las suscripciones correspondía a unos cuantos miles de individuos ricos[79]. Las entradas de los Medici en el *Ruolo delle prestanze* testimonian no solo la escala de su riqueza en aquella época, sino también el alcance de sus contribuciones a las arcas de la ciudad-estado. Una de las razones por las que este sistema funcionaba tan bien era que ellos y unas pocas familias ricas más controlaban también el gobierno de la ciudad y, por ende, sus finanzas. Esta estructura de poder oligárquico proporcionó un firme fundamento político al mercado de bonos. Contrariamente al caso de una monarquía hereditaria, que podía renegar

arbitrariamente de sus compromisos de pago a sus acreedores sin que se le pudieran pedir cuentas, las personas que emitían los bonos en Florencia eran, en gran medida, las mismas que los compraban. No resulta sorprendente, pues, que tuvieran un gran interés en asegurarse de que su inversión se recuperara.

Sin embargo, había un límite al número de guerras más o menos improductivas que podían librarse de ese modo. Cuanto mayores se hacían las deudas de las ciudades italianas, más bonos tenían que emitir; y cuantos más bonos emitían, mayor era el riesgo de que pudieran incumplir sus compromisos de pago. Venecia había desarrollado de hecho un sistema de deuda pública incluso antes que Florencia, a finales del siglo XII. El *monte vecchio*, como se denominaba a la deuda consolidada, desempeñó un importante papel en la financiación de las guerras que Venecia libró en el siglo XIV contra Génova y otros rivales. Tras la prolongada guerra con los turcos que estalló entre 1463 y 1479 surgió un nuevo monte de deuda: el *monte nuovo*[80]. Los inversores recibían un interés anual del 5 por ciento, pagado dos veces al año a partir de los diversos impuestos indirectos de la ciudad (que gravaban a productos de consumo como la sal). Al igual que las *prestanze* florentinas, los *prestiti* venecianos eran préstamos forzosos, pero con un mercado secundario que permitía a los inversores vender sus bonos a otros inversores a cambio de dinero en efectivo[81]. A finales del siglo XV, sin embargo, una serie de reveses militares venecianos vinieron a debilitar sobremanera el mercado de *prestiti*. Tras haberse mantenido en 80 (un 20 por ciento menos que su valor nominal) en 1497, en 1500 los bonos del *monte nuovo* veneciano tenían un valor de solo 52, recuperándose a 75 a finales de 1502, para caer de 102 a 40 en 1509. En sus mínimos de los años 1509 y 1529, el *monte vecchio* se vendía a solo 3, y el *monte nuovo* a 10[82].

Ahora bien, si uno compra un bono del Estado mientras hay una guerra, obviamente está corriendo un riesgo, el riesgo de que el Estado en cuestión pueda no pagarle sus intereses. Por otra parte, hay que recordar que los intereses se pagan sobre el *valor nominal* del bono, de modo que, si uno puede comprar un bono al 5 por ciento a solo el 10 por ciento de su valor nominal, podrá obtener una bonita rentabilidad del 50 por ciento. En esencia, uno espera un rendimiento proporcional al riesgo que está dispuesto a asumir. Al mismo tiempo, y como ya hemos visto, es el mercado de bonos el que establece los tipos de interés para el conjunto de la economía. Si el Estado tiene que pagar el 50 por ciento, entonces es posible que incluso los prestatarios comerciales fiables paguen una especie de prima de guerra. No es casualidad que en el año 1499, en el que Venecia estaba combatiendo por tierra en Lombardía por mar contra el Imperio otomano, se produjera una grave crisis financiera cuando el valor de los bonos se desplomó y los tipos de interés se dispararon[83]. Del mismo modo, el hundimiento del mercado de bonos en 1509 fue una consecuencia directa de la derrota de los ejércitos venecianos en Agnadello. El resultado fue el mismo en ambos casos: la paralización de los negocios.

Las ciudades-estado italianas no fueron las únicas que contribuyeron al auge del mercado de bonos. También en el norte de Europa diversas entidades de gobierno municipal se enfrentaban al problema de financiar sus déficit sin enemistarse con la Iglesia. Pero aquí se adoptó una solución algo distinta. Aunque prohibían el cobro de intereses por un préstamo (*mutuum*), las leyes contra la usura no se aplicaban al tipo de contrato medieval conocido como *census*, que permitía a una parte comprarle a otra un flujo de pagos anual. En el siglo XIII, tales anualidades empezaron a emitirse por parte de diversas ciudades del norte de Francia, como Douai y Calais, y también flamencas, como Gante. Adoptaban una de estas dos formas: *rentes héritables* o *erfelijkrenten*, flujos de ingresos perpetuos que el comprador podía legar a sus herederos; *rentes viagères* o *lijfrenten*, que expiraban con la muerte del comprador. El vendedor —pero no el comprador— tenía derecho a rescatar la *rente* devolviendo el capital. A mediados del siglo XVI, la venta de anualidades representaba alrededor del 7 por ciento de los ingresos de la provincia de Holanda[84].

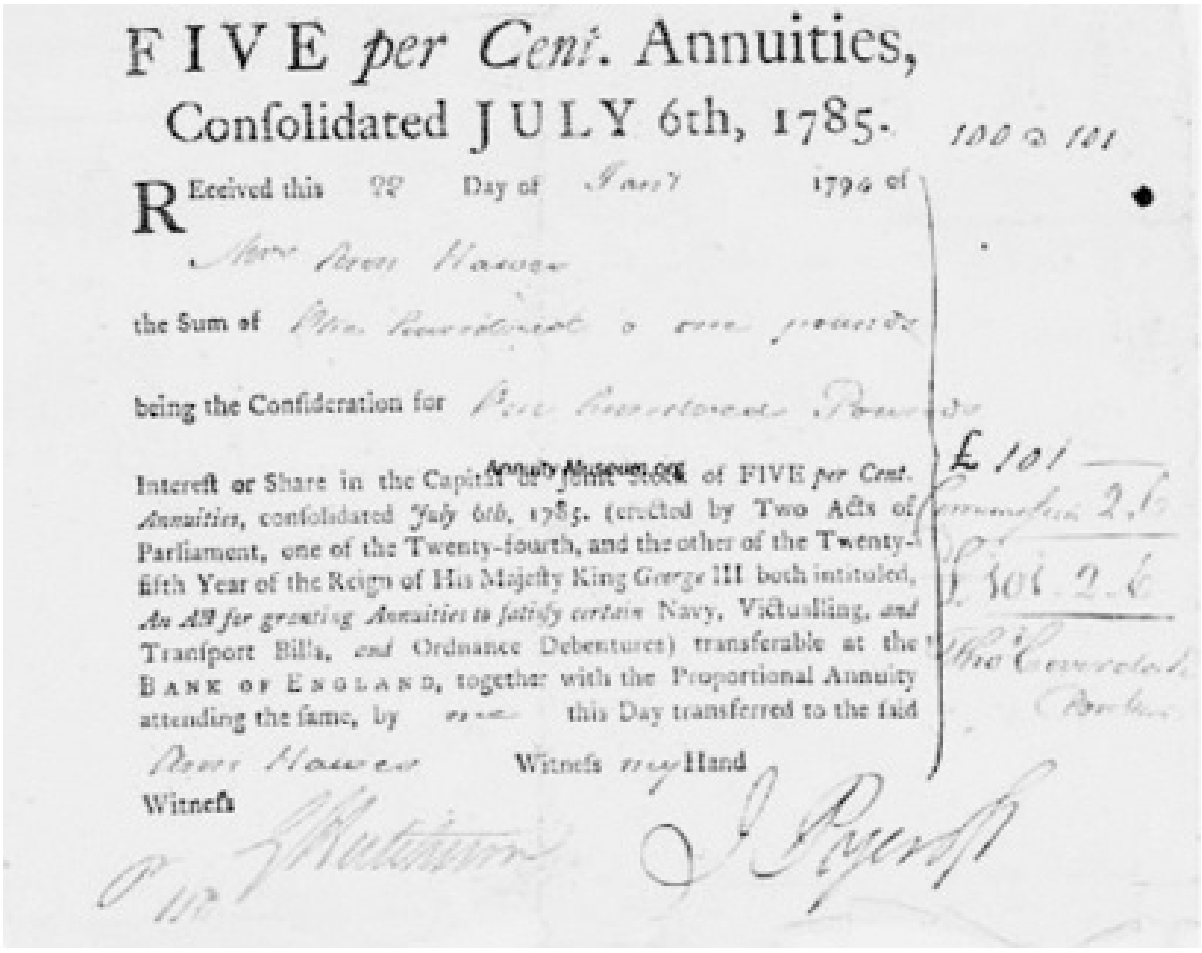
Tanto la corona francesa como la española trataron de recaudar dinero de la misma manera, pero para ello tuvieron que utilizar a las ciudades como intermediarias. En el caso francés, los fondos eran recaudados en nombre del monarca por el *hôtel de ville* de París; en España, los *juros* reales se comercializaban a través de la genovesa Casa di San Giorgio (un consorcio privado que había comprado el derecho a recaudar los impuestos de la ciudad) y la *Beurs* de Amberes, precursora de la Bolsa moderna. Pero quienes invertían en deuda real debían ser cautos. Mientras que las ciudades, con sus formas oligárquicas de gobierno y sus deudas de titularidad local, tenían incentivos para no incumplir sus pagos, no podía decirse lo mismo de los soberanos absolutos. Como ya hemos visto en el primer capítulo, a finales del siglo XVI y durante todo el XVII la Corona española se convirtió en una grave morosa, suspendiendo total o parcialmente los pagos a sus acreedores en 1557, 1560, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647, 1652 y 1662[85].

Parte de la razón de las dificultades financieras de España radicaba en el elevado precio de tratar una y otra vez de llevar al redil a las provincias rebeldes del norte de los Países Bajos, cuya revuelta contra el dominio hispano representaría un punto de inflexión en la historia financiera tanto como en la política. Con sus instituciones republicanas, las Provincias Unidas combinaban las ventajas de una ciudad-estado con la envergadura de un Estado-nación. Y fueron capaces de financiar sus guerras convirtiendo a Amsterdam en el mercado de todo un abanico de nuevos títulos: no solo anualidades vitalicias y perpetuas, sino también préstamos de lotería (por los que los inversores compraban una pequeña probabilidad de un gran rendimiento). En 1650 había más de 65 000 *rentiers* holandeses, hombres que habían invertido su capital en uno u otro de aquellos instrumentos de deuda y, en consecuencia, contribuían a financiar la larga lucha de Holanda por preservar su independencia. Cuando los holandeses pasaron de la lucha por la propia defensa a la expansión imperial, su montaña de deuda se hizo todavía mayor, pasando de 50 millones de

florines en 1632 a 250 millones en 1752. Sin embargo, el rendimiento de los bonos holandeses declinó constantemente, hasta alcanzar un mínimo de solo el 2,5 por ciento en 1747; un signo no solo de que en las Provincias Unidas abundaba el capital, sino también de que los inversores tenían poco miedo a un completo incumplimiento de pago por parte de las autoridades holandesas[86].

Con la Revolución Gloriosa de 1688, que expulsó al católico Jacobo II del trono inglés en favor del príncipe de Orange, protestante y holandés, estas y otras innovaciones cruzaron el canal de la Mancha pasando de Amsterdam a Londres. El sistema fiscal inglés era ya significativamente distinto del de las monarquías del resto de Europa. Las tierras propiedad de la Corona se habían liquidado antes que en otras partes, incrementando la capacidad de los parlamentos de controlar el gasto real en un momento en el que los poderes de estos se desvanecían en los territorios español, francés y alemán. Existía ya una tendencia hacia una administración pública profesional, remunerada con salarios y no con la malversación. La Revolución Gloriosa vino a acentuar aún más esta divergencia. A partir de entonces ya no habría impagos regulares (la denominada «Parada del Erario» —*Stop of Exchequer*— de 1672, cuando, con la Corona gravemente endeudada, Carlos II había suspendido los pagos de sus facturas, todavía seguía fresca en la memoria de los inversores londinenses). Ya no habría más depreciaciones de la moneda por la reducción de su contenido metálico, especialmente tras la adopción del patrón oro en 1717. Habría una supervisión parlamentaria de las finanzas reales. Y se realizaría asimismo un esfuerzo sostenido para consolidar las diversas deudas en las que había incurrido la dinastía Estuardo con los años, un proceso que culminaría en 1749 con la creación del Fondo Consolidado[87] por parte de sir Henry Pelham[88]. Era este un camino financiero radicalmente opuesto al emprendido en Francia, donde seguían produciéndose impagos regularmente, se vendían cargos para recaudar dinero en lugar de dotar de personal a la administración pública, la recaudación de impuestos estaba privatizada o subcontratada, los presupuestos eran raros y escasamente inteligibles, los Estados Generales (lo más parecido a un Parlamento francés) habían dejado de reunirse, y toda una serie de sucesivos interventores generales luchaban por recaudar dinero emitiendo *rentes* y *tontines* (anualidades vinculadas a las vidas de grupos de personas) en unos términos que resultaban excesivamente generosos para los inversores[89]. En Londres, a mediados del siglo XVIII, existía un floreciente mercado de bonos, en el que los fondos consolidados (*consols*) eran los títulos predominantes; se trataba de unos bonos que resultaban sumamente líquidos —en otras palabras, fáciles de vender— y atractivos para los inversores extranjeros (especialmente holandeses)[90]. En París, en cambio, no existía nada parecido. Sería esta una divergencia financiera que acabaría teniendo profundas consecuencias políticas.

Dado que probablemente haya sido el bono de mayor éxito jamás emitido, merece la pena detenerse a examinar un poco más de cerca el famoso *consol* inglés. A finales del siglo XVIII era posible invertir en dos tipos de ellos: los que llevaban un cupón del 3 por ciento y los que llevaban un cupón del 5 por ciento. Por lo demás eran idénticos, dado que ambos eran bonos perpetuos, sin una fecha de vencimiento fija, que podían ser recomprados (rescatados) por el Estado solo si su precio de mercado igualaba o superaba a su valor nominal (par). La ilustración de la página siguiente muestra un típico *consol*, un recibo en parte impreso y en parte escrito a mano donde se declara la cantidad invertida, el valor nominal del título, el nombre del inversor y la fecha:



FIVE *per Cent.* Annuities,

Consolidated JULY 6th, 1785.

Received this 22 Day of January 1796 of

Mrs Anna Hawes

the Sum of One hundred & one pounds

being the Consideration for One hundred Pounds

Interest or Share in the Capital or joint stock of FIVE *per Cent. Annuities*, consolidated *July 6th*, 1785, (erected by Two Acts of Parliament, one of the Twenty-fourth, and the other of the Twenty-fifth Year of the Reign of His Majesty King *George* III both intituled, *An Act for granting Annuities to satisfy certain* Navy, Victualling, *and* Transport Bills, *and* Ordnance Debentures) transferable at the BANK OF ENGLAND, together with the Proportional Annuity attending the same, by one this Day transferred to the said

Anna Hawes Witness my Hand

Witness

£ 101

Un *consol* al 5 por ciento adquirido por Anna Hawes en enero de 1796.

> Recibido este día 22 de enero de 1796 de doña Anna Hawes la suma de ciento y una libras que son la retribución por cien libras. Interés o parte en el capital o fondo social de anualidades del cinco por ciento, consolidado el 6 de julio de 1785 […] transferible al Banco de Inglaterra.

Dado que la señora Hawes pagó 101 libras por un *consol* de 100, obtenía un rendimiento anual para su inversión del 4,95 por ciento. No se puede decir que esta fuera una inversión especialmente oportuna. El mes de abril de aquel año, en Montenotte, se produjo la primera victoria del ejército francés, dirigido por un joven comandante corso llamado Napoleón Bonaparte. En mayo volvió a ganar de nuevo, esta vez en Lodi. Durante las dos décadas siguientes, aquel hombre plantearía una amenaza a la seguridad y la estabilidad financiera del Imperio británico, por no hablar de la paz en Europa, mayor que la de los Habsburgo y los Borbones juntos. Derrotarle llevaría al surgimiento de una nueva montaña de deuda. Y conforme esa montaña fue aumentando de tamaño, el precio de los *consols* individuales bajó, llegando a hacerlo hasta en un 30 por ciento en el punto más bajo de la fortuna británica.

El meteórico ascenso del pequeño corso hasta llegar a convertirse en emperador de Francia y en el amo y señor del continente europeo fue un acontecimiento que pocos habrían podido prever en 1796, y menos que nadie doña Anna Hawes. Pero casi exactamente en la misma época habría de producirse una hazaña de movilidad social aún mas notable (y más duradera). Solo unos pocos años después de la derrota definitiva de Napoleón en Waterloo, un hombre que había crecido en medio de la tristeza del gueto de Frankfurt se reveló como una especie de Napoleón financiero: amo y señor del mercado de bonos, y, según algunos se aventuraban a sugerir, también amo y señor de la política europea. Ese hombre era Nathan Rothschild.

EL NAPOLEÓN DE LAS FINANZAS.

> Dueño de incontables riquezas, se jacta de ser el árbitro de la paz y la guerra, y de que el crédito de las naciones depende de su asentimiento; sus corresponsales son innumerables; sus correos superan en número a los de los príncipes soberanos y los soberanos absolutos; los ministros del Estado están a sueldo de él. Primordial en los gabinetes de la Europa continental, aspira a la dominación del nuestro[91].

Estas palabras las pronunció en 1828 el parlamentario radical británico Thomas Dunscombe. El hombre al que se refería era Nathan Mayer Rothschild, fundador de la oficina en Londres del que sería durante la mayor parte del siglo XIX el mayor banco del mundo[92]. Fue el mercado de bonos el que hizo rica a la familia Rothschild, lo bastante rica como para construirse 41 residencias señoriales por toda Europa, entre ellas Waddesdon Manor, en Buckinghamshire, que ha sido restaurada en toda su esplendorosa gloria por el cuarto lord Rothschild, el tatara-tataranieto de Nathan. Su

ilustre antepasado, según lord Rothschild, era «bajo, gordo, obsesivo, sumamente inteligente, totalmente centrado. […] No puedo imaginar que fuera una persona muy agradable con la que tratar». Su prima Evelyn de Rothschild tiene una opinión parecida: «Creo que era muy ambicioso —afirma, contemplando el retrato de Nathan Rothschild colgado en la sala de juntas de las oficinas de N. M. Rothschild en la calle St. Swithin's Lane, en Londres—. Y creo que era muy decidido. No creo que soportara muy bien a los imbéciles».

Aunque los Rothschild eran compulsivos escritores de correspondencia, se ha conservado un número relativamente pequeño de las cartas de Nathan a sus hermanos. Hay una página, no obstante, que transmite claramente la clase de hombre que fue. Escrita, como todas sus cartas, en un casi indescifrable *Judendeutsch* (alemán transliterado en caracteres hebreos), resume muy bien la que podría calificarse como su ética de trabajo judía y su impaciencia con sus hermanos menos vivaces:

> Escribo para daros mi opinión, ya que es mi condenado deber escribiros. […] Estoy leyendo vuestras cartas, no una sola vez, sino posiblemente un centenar de veces. Podéis imaginároslo. Después de cenar normalmente no tengo nada que hacer. No leo libros, no juego a las cartas, no voy al teatro, mi único placer es mi negocio y de ese modo leo las cartas de Amschel, Salomon, James y Carl. […] En lo que se refiere a la carta de Carl [sobre la compra de una casa más grande en Frankfurt]… todo eso son un montón de tonterías, ya que mientras hagamos buenos negocios y seamos ricos todo el mundo nos halagará y quienes no tienen interés en obtener ingresos a través de nosotros nos envidian por ello. Nuestro Salomon es demasiado bueno y agradable con todo el mundo, y si un parásito le susurra algo al oído él cree que todos los seres humanos son de mente noble[;] lo cierto es que lo único que buscan todos es su propio interés[93].

Apenas sorprende que sus hermanos llamaran a Nathan «el general en jefe». «Para lo único que escribes —se quejaba Salomon con desgana en 1815— es para decir paga esto, paga lo otro, envía esto, envía lo otro.»[94] Fue esta fenomenal energía, unida a un innato genio financiero, la que impulsó a Nathan desde la oscuridad del *Judengasse* de Frankfurt hasta llegar a dominar el mercado de bonos de Londres. Una vez más, sin embargo, fue la guerra la que proporcionó la oportunidad de una innovación financiera.

La mañana del 18 de junio de 1815, 67 000 soldados ingleses, holandeses y alemanes, al mando del duque de Wellington, avistaban a través de los campos de Waterloo, no lejos de Bruselas, un número casi igual de soldados franceses mandados por el emperador de Francia, Napoleón Bonaparte. La batalla de Waterloo fue la culminación de más de dos décadas de conflicto intermitente entre Inglaterra y Francia. Pero fue más que una batalla entre dos ejércitos. Fue también una contienda entre dos sistemas financieros rivales: uno, el francés, que bajo Napoleón había pasado a basarse en el saqueo (esto es, en la tributación de los pueblos conquistados); el otro, el inglés, basado en la deuda.

Nunca antes se habían emitido tantos bonos para financiar un conflicto militar. Entre 1793 y 1815 la deuda nacional británica se multiplicó por tres, alcanzando los 745 millones de libras, más del doble de la producción anual de la economía británica. Pero este incremento en la oferta de bonos había supuesto una carga excesiva para el mercado londinense. Desde febrero de 1792, el precio de un típico *consol* de 100 libras al 3 por ciento había pasado de 96 a menos de 60 libras en vísperas de Waterloo, llegando incluso en un momento dado (en 1797) a caer por debajo de las 50. Eran tiempos difíciles para las personas como doña Anna Hawes.

Según una leyenda muy arraigada, la familia Rothschild debía los primeros millones de su fortuna a la fructífera especulación de Nathan sobre el efecto que tendría el resultado de la batalla en el precio de los bonos ingleses. Según ciertas versiones de la historia, Nathan presenció la batalla en persona, se arriesgó a cruzar el Canal en plena tormenta para llegar a Londres antes que la noticia oficial de la victoria de Wellington, y luego, comprando bonos antes de que estos experimentaran una enorme subida de precios, se embolsó entre 20 y 135 millones de libras. Era una leyenda que posteriormente los nazis harían todo lo posible por consolidar. En 1940, Joseph Goebbels aprobó el rodaje de *Die Rothschilds*, donde se describe a un untuoso Nathan sobornando a un general francés para asegurarse la victoria del duque de Wellington, y luego informando deliberadamente mal del resultado en Londres a fin de precipitar un pánico que llevara a la venta de bonos ingleses, que él compraría a precio de saldo. La realidad, sin embargo, fue completamente distinta[95]. Lejos de ganar dinero con la victoria de Wellington, los Rothschild casi se arruinaron por culpa de ella. Su fortuna se hizo, no gracias a Waterloo, sino a pesar de Waterloo.

Tras una serie de desafortunadas intervenciones, las tropas inglesas habían estado combatiendo a Napoleón en el continente desde agosto de 1808, cuando el futuro duque de Wellington, por entonces teniente general sir Arthur Wellesley, dirigió una fuerza expedicionaria a Portugal, invadida por los franceses el año anterior. Durante la mayor parte de los seis años siguientes, los ingleses tendrían una constante necesidad de llevar hombres y equipamiento a la península Ibérica. Vender bonos públicos ciertamente había hecho recaudar un montón de dinero líquido al gobierno británico, pero los billetes de banco resultaban de muy poca utilidad en los lejanos campos de batalla. Para aprovisionar a las tropas y pagar a los aliados británicos

contra Francia, Wellington necesitaba una moneda que fuera universalmente aceptable. El reto consistía en transformar el dinero recaudado en el mercado de bonos en monedas de oro, y luego llevar estas allí donde se necesitaban. Enviar guineas de oro de Londres a Lisboa resultaba tan caro como arriesgado en tiempos de guerra. Pero cuando los comerciantes portugueses se negaron a aceptar las letras de cambio que les ofrecía Wellington, apenas parecía haber otra alternativa que enviar dinero en efectivo.

Nathan Rothschild, hijo de un anticuario y corredor de cambio de Frankfurt de relativo éxito, no había llegado a Inglaterra hasta 1799, y había pasado la mayor parte de los diez años siguientes en el recién industrializado norte del país, comprando tejidos que luego enviaba a Alemania. Hasta 1811 no entró en el negocio de la banca en Londres. ¿Por qué, entonces, el gobierno británico acudió a él en su hora de necesidad financiera? La respuesta es que Nathan había adquirido una valiosa experiencia en el contrabando de oro con el continente, rompiendo el bloqueo que Napoleón había impuesto entre Inglaterra y el resto de Europa (hay que admitir, no obstante, que fue una ruptura ante la que las autoridades francesas tendieron a hacer la vista gorda, en la simplista creencia mercantilista de que los flujos de salida de oro de Inglaterra contribuirían a debilitar el esfuerzo bélico del país). En enero de 1814, el ministro de Hacienda británico autorizó al comisario en jefe, John Charles Herries, a «emplear a ese caballero [Nathan] del modo más secreto y confidencial para conseguir en Alemania, Francia y Holanda la mayor cantidad posible de monedas de oro y plata francesas, sin exceder el valor de 600 000 libras, que podría tratar de lograr en el plazo de dos meses a partir de este momento». Luego dichas monedas se cargaron en barcos ingleses en el puerto holandés de Hellevoetsluis y se enviaron a Wellington, que para entonces había cruzado ya los Pirineos y entrado en Francia. Fue aquella una operación inmensa, que dependió de la capacidad de los hermanos Rothschild de explotar su red de crédito a ambos lados del Canal y de gestionar transferencias de lingotes de oro a gran escala. Realizaron tan bien el encargo que Wellington no tardó en escribir a fin de expresar su gratitud por los «amplios […] suministros de dinero». Como diría Herries: «Rothschild desde aquí ha ejecutado los diversos servicios confiados a él en esta línea admirablemente bien, y aunque es judío [*sic*], tenemos depositada una gran confianza en él». En mayo de 1814, Nathan había adelantado al gobierno británico cerca de 1,2 millones de libras, el doble de la cantidad prevista en las instrucciones originales.

Movilizar tan vastas cantidades de oro incluso en la fase final de la guerra sin duda resultaba arriesgado. Pero desde el punto de vista de los Rothschild, las formidables comisiones que podían cobrar por ello justificaban los riesgos con creces. Lo que les hacía tan apropiados para la tarea era el hecho de que los hermanos contaban con una red bancaria preestablecida en el seno de su propia familia: Nathan en Londres, Amschel en Frankfurt, James (el menor) en París y Carl en Amsterdam, mientras que Salomon iba de un lado a otro allí donde Nathan juzgaba más necesaria

su presencia. Repartidos por toda Europa, los cinco Rothschild se hallaban en una posición privilegiada para explotar las diferencias de precio y de tipo de cambio entre mercados, el proceso conocido como *arbitraje*. Si el precio del oro era mayor, pongamos por caso, en París que en Londres, James, en la capital francesa, vendía oro por letras de cambio que luego enviaba a Londres, donde Nathan las empleaba en comprar una cantidad de oro mayor. El hecho de que sus propias transacciones en nombre de Herries fueran lo bastante grandes como para afectar a tales precios diferenciales no hacía sino aumentar la rentabilidad del negocio. Además, los Rothschild también manejaban algunas de las grandes subvenciones que el gobierno británico pagaba a sus aliados europeos. En junio de 1814, Herries calculaba que habían realizado pagos de esta clase por un valor de 12,6 millones de francos. El señor Rothschild, señalaba el primer ministro, lord Liverpool, se había convertido en «un amigo muy útil». Como le diría al ministro de Exteriores, lord Castlereagh: «No sé qué habríamos hecho sin él». Para entonces sus hermanos habían pasado ya a llamar a Nathan el «maestro del mercado de valores».

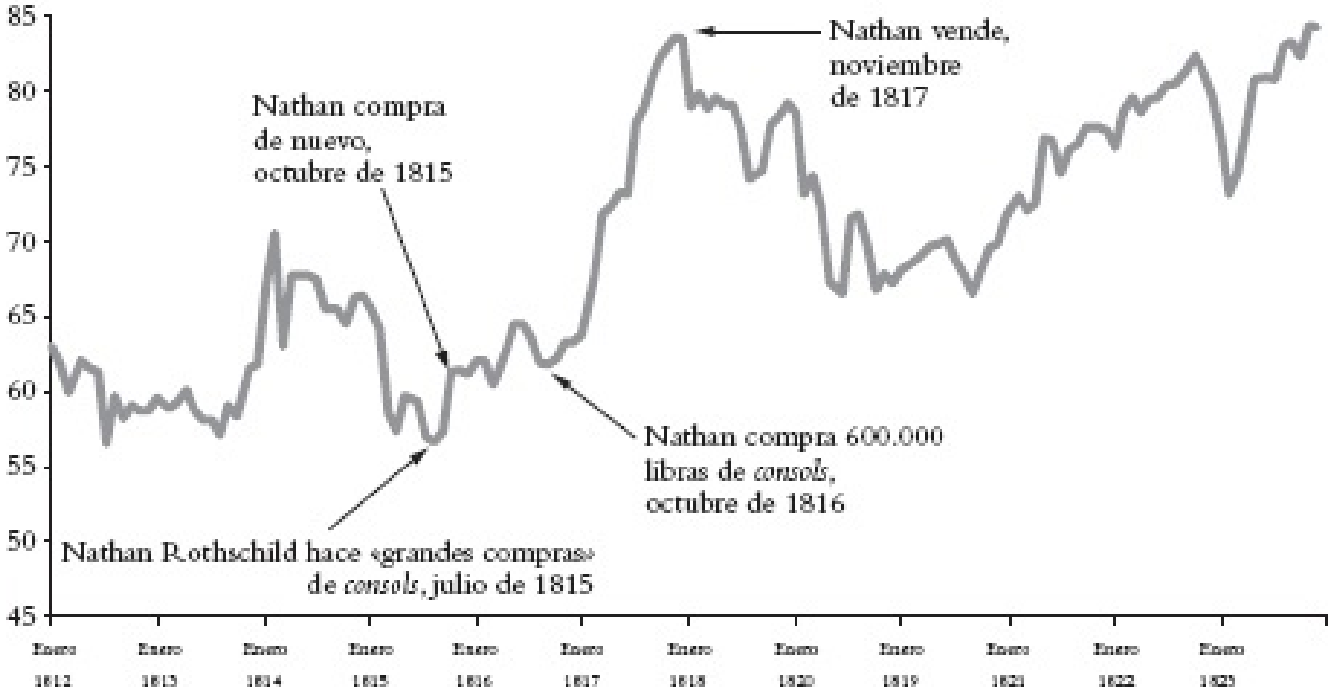
Tras su abdicación en abril de 1814, Napoleón había sido exiliado a la pequeña isla italiana de Elba, que procedió a gobernar como un imperio en miniatura. Pero era demasiado pequeña para retenerlo. El primero de marzo de 1815, para consternación de los monarcas y ministros reunidos para restaurar el viejo orden europeo en el Congreso de Viena, volvió a Francia decidido a revivir su imperio. Los veteranos de la *grande armée* se agruparon bajo su estandarte. Nathan Rothschild respondió a aquella «desagradable noticia» reanudando de inmediato las compras de oro, adquiriendo todos los lingotes y monedas que él y sus hermanos pudieron llevarse a las manos, y poniéndolo a disposición de Herries para que este se los enviara a Wellington. En total, los Rothschild suministraron monedas de oro por un valor de más de dos millones de libras; suficientes como para llenar 884 cajas y 55 barriles. Al mismo tiempo, Nathan se ofreció a hacerse cargo de una nueva ronda de subvenciones para los aliados continentales de Inglaterra, lo que llevó el total de sus transacciones con Herries a poco menos de 9,8 millones de libras en 1815. Con unas comisiones en todo este negocio que iban del 2 al 6 por ciento, el retorno de Napoleón prometía hacer ricos a los Rothschild. Pero había un riesgo que Nathan había subestimado. Al comprar frenéticamente tan enorme cantidad de oro, él había supuesto que, como ocurría con todas las guerras napoleónicas, aquella iba a ser una contienda larga. Fue un error de cálculo que casi resultaría fatal.

Wellington, en célebre expresión, calificó la batalla de Waterloo como «la más completa que se ha visto en la vida». Después de un día entero de brutales ataques, contraataques y heroicas defensas, la tardía llegada del ejército prusiano finalmente se reveló decisiva. Para Wellington, aquella fue una gloriosa victoria. Pero no puede decirse lo mismo de los Rothschild. No cabe duda de que para Nathan Rothschild resultó gratificante ser el primero en recibir la noticia de la derrota de Napoleón gracias a la rapidez de sus correos, casi cuarenta y ocho horas antes de que el mayor

Henry Percy entregara el despacho oficial de Wellington al gabinete. Sin embargo, por muy pronto que la recibiera, la noticia no era nada buena desde el punto de vista de Nathan, que no había esperado algo tan decisivo tan pronto. Ahora, él y sus hermanos estaban sentados sobre un montón de dinero líquido que nadie necesitaba, destinado a pagar una guerra que había terminado. Con la llegada de la paz, los grandes ejércitos que habían combatido a Napoleón podían disolverse, y la coalición de aliados deshacerse. Eso significaba que ya no habría más salarios para los soldados ni más subsidios para los aliados bélicos de Inglaterra. El precio del oro, que durante la guerra se había disparado, estaba destinado a caer. Nathan se enfrentaba ahora, no a los inmensos beneficios que afirma la leyenda, sino a unas fuertes y crecientes pérdidas.

Pero había una posible vía de escape: los Rothschild podían utilizar su oro para hacer una masiva y enormemente arriesgada jugada en el mercado de bonos. El 20 de julio de 1815, la edición vespertina del londinense *Courier* informaba de que Nathan había realizado «grandes compras de valores», con lo que se refería a bonos del Estado. La apuesta de Nathan era que la victoria británica en Waterloo, y la perspectiva de una reducción de los empréstitos del gobierno, haría dispararse los precios de los bonos ingleses. Nathan compró más, y, cuando el precio de los *consols* empezó a subir como era de esperar, siguió comprando aún más. Pese a los desesperados ruegos de sus hermanos de que realizara los beneficios, Nathan se mantuvo firme durante otro año. Por último, a finales de 1817, cuando los precios de los bonos habían subido más de un 40 por ciento, vendió. Teniendo en cuenta los efectos en el poder adquisitivo de la libra esterlina causados por la inflación y el crecimiento económico, sus beneficios tuvieron un valor equivalente a unos 600 millones de libras actuales. Fue uno de los negocios más audaces de toda la historia financiera, que logró arrebatar la victoria financiera de las garras de la derrota militar de Napoleón. El parecido entre vencedor y vencido no pasó desapercibido a sus contemporáneos. En palabras de uno de los socios de los Baring, los grandes rivales de los Rothschild: «Debo confesar sinceramente que yo no tendría valor para hacer sus operaciones. Generalmente están bien planeadas, con gran inteligencia y habilidad de ejecución; pero él es para el dinero y los fondos lo que Bonaparte fue para la guerra»[96]. Para el escritor alemán Ludwig Boerne, los Rothschild eran simplemente *die Finanzbonaparten*[97]. Otros iban aún más lejos, aunque no sin un cierto matiz de ironía: «El dinero es el dios de nuestra época —declaraba el poeta alemán Heinrich Heine en marzo de 1841—, y Rothschild es su profeta»[98].

El precio de los *consols* (bonos perpetuos del Reino Unido), 1812-1822



En una medida que todavía hoy resulta asombrosa, los Rothschild pasaron a dominar las finanzas internacionales durante el medio siglo posterior a Waterloo. Tan extraordinario les pareció este hecho a sus contemporáneos que a menudo trataron de explicarlo en términos místicos. Según una versión que data de la década de 1830, los Rothschild debían su fortuna a la posesión de un misterioso «talismán hebreo» que había permitido a Nathan Rothschild, el fundador de la casa londinense, convertirse en «el Leviatán de los mercados monetarios de Europa»[99]. Similares historias se contaban en el denominado «Enclave de Asentamiento», donde estaban confinados los judíos de Rusia, todavía en una época tan tardía como es la década de 1890[100]. Tal como hemos visto, los nazis prefirieron atribuir el auge de los Rothschild a la manipulación de las noticias bursátiles y otras astutas mañas. Tales mitos siguen vigentes todavía hoy. Según el *best seller Guerras monetarias*, de Song Hongbing (publicado en China en 2007), los Rothschild siguen controlando el sistema monetario global a través de su supuesta influencia en la Reserva Federal estadounidense[101].

La realidad, mucho más prosaica, era que los Rothschild fueron capaces de acumular éxitos durante la fase final de las guerras napoleónicas a fin de consolidarse como los actores dominantes en un mercado de bonos londinense que cada día se hacía más internacional. Y lo hicieron estableciendo una base de capital y una red de información que pronto se revelaron muy superiores a las de sus más inmediatos rivales, los Baring. Se ha calculado que entre 1815 y 1859 la casa londinense emitió

14 clases distintas de bonos garantizados por el Estado con un valor nominal de casi 43 millones de libras, más de la mitad del total emitido por todos los bancos de Londres[102]. Aunque los bonos del gobierno británico constituían el principal título que ponían a disposición de los inversores, también vendían bonos franceses, prusianos, rusos, austríacos, napolitanos y brasileños[103]. Asimismo, a partir de 1830 casi monopolizaron la emisión de bonos del gobierno belga. Lo habitual era que los Rothschild compraran un paquete de nuevos bonos directamente al gobierno emisor, cobrando una comisión por distribuirlos a través de su red de agentes e inversores por toda Europa, y remitiendo los fondos al gobierno solo cuando habían cobrado todos los pagos de los compradores. Normalmente solía haber un generoso margen entre el precio que los Rothschild pagaban al Estado prestatario y el precio que cobraban a los inversores (lo que todavía permitía una adicional «alza» de precios tras la oferta pública inicial). Obviamente, y como hemos visto, ya antes se habían producido préstamos internacionales a gran escala, especialmente en Génova, Amberes y Amsterdam[104]. Pero un rasgo distintivo del mercado de bonos de Londres a partir de 1815 fue la insistencia de Rothschild en que la mayoría de los nuevos prestatarios emitieran bonos expresados en libras esterlinas, en lugar de hacerlo en su propia moneda, y que hicieran los pagos de intereses en Londres o en uno de los otros mercados en los que ellos tenían oficinas. En 1818 su oferta pública inicial de bonos prusianos al 5 por ciento estableció una nueva pauta, ya que estos —tras unas negociaciones prolongadas y a menudo tensas—[105] no se emitieron solo en Londres, sino también en Frankfurt, Berlín, Hamburgo y Amsterdam[106]. En su libro *Sobre el tráfico de bonos del Estado* (1825), el experto jurista alemán Johann Heinrich Bender destacaba esta como una de las más importantes innovaciones financieras de los Rothschild: «Cualquier titular de bonos del Estado… puede cobrar el interés a su conveniencia en varias partes distintas sin esfuerzo alguno»[107]. Ciertamente, la emisión de bonos no era ni mucho menos el único negocio al que se dedicaban los Rothschild: también eran corredores de bonos, arbitrajistas de divisas, comerciantes en lingotes y banqueros privados, además de inversores en seguros, minas y ferrocarriles. Pero el mercado de bonos seguía siendo su principal campo de actividad. A diferencia de sus competidores menores, los Rothschild se enorgullecían de negociar únicamente en lo que hoy denominaríamos valores de primera calidad. Ningún título de los que ellos emitieron en la década de 1820 había incurrido en impago en 1829, pese a que a mediados de la década se produjo una importante crisis de deuda pública.

El éxito trajo consigo una riqueza aún mayor. Cuando Nathan murió, en 1836, su fortuna personal equivalía al 0,62 por ciento de la renta nacional británica. Entre 1818 y 1852, el capital combinado de las cinco «casas» Rothschild (Frankfurt, Londres, Nápoles, París y Viena) pasó de 1,8 a 9,5 millones de libras. Ya en 1825 su capital combinado era nueve veces mayor que el de Baring Brothers y el Banco de Francia. En 1899, con 41 millones de libras, excedía al capital de los cinco mayores bancos

comerciales alemanes juntos. Cada vez más, la firma se fue convirtiendo en una gestora de activos multinacional para el patrimonio de la extensa familia de sus gestores. Al aumentar su número de integrantes de generación en generación, la unidad familiar se mantuvo mediante una combinación de contratos periódicamente revisados entre las cinco casas y un alto nivel de matrimonios endogámicos entre primos o incluso entre tíos y sobrinas. De los 21 matrimonios celebrados entre 1824 y 1877 relacionados con algún descendiente del padre de Nathan, Mayer Amschel Rothschild, nada menos que 15 se celebraron entre descendientes directos suyos. Asimismo, la fidelidad colectiva de la familia a la fe judía, en un momento en el que otras familias judías caían en la apostasía o en el matrimonio mixto, vino a fortalecer su sentimiento de identidad y finalidad comunes como «la familia real caucásica [esto es, judía]».

El viejo Mayer Amschel había advertido repetidamente a sus cinco hijos: «Si no puedes hacer que te amen, haz que te teman». Cuando dominaban el mundo financiero de mediados del siglo XIX como amos y señores del mercado de bono, los Rothschild eran ya más temidos que amados. La derecha reaccionaria lamentaba el auge de una nueva forma de riqueza, más rentable y más líquida que las propiedades inmuebles de las élites aristocráticas europeas. Como percibió Heinrich Heine, había algo profundamente revolucionario en el sistema financiero que los Rothschild estaban creando:

> El sistema de títulos fiduciarios libera […] a los hombres para elegir el lugar de residencia que quieran; pueden vivir en cualquier sitio, sin trabajar, de los intereses de sus bonos, su propiedad transportable, y así se agrupan y constituyen el verdadero poder de nuestras capitales. Y nosotros sabemos ya desde hace tiempo lo que presagia que las energías más diversas puedan convivir codo con codo, que exista tal centralización de la autoridad intelectual y social.

A ojos de Heine, se podía incluir a Rothschild en la misma categoría de Richelieu y Robespierre como uno de los «tres terroríficos nombres que conjuran la gradual aniquilación de la vieja aristocracia». Richelieu había destruido su poder; Robespierre había decapitado sus restos decadentes, y ahora Rothschild proporcionaba a Europa una nueva élite social.

> al elevar el sistema de bonos del Estado al poder supremo… [y] dotar al dinero de los antiguos privilegios de la tierra. Ciertamente, de ese modo ha creado una nueva aristocracia, pero esta se basa en el

> menos fiable de los elementos, en el dinero… [que] es más fluido que el agua y menos constante que el aire[108].

Paralelamente, los radicales de izquierdas se lamentaban del auge de un nuevo poder en el ámbito político, que tenía capacidad de veto sobre las finanzas del gobierno y, por ende, sobre la mayor parte de sus políticas. Tras el éxito de las emisiones de bonos de Rothschild para Austria, Prusia y Rusia, Nathan fue caricaturizado como el agente de seguros de la denominada «Vacua Alianza», que ayudaba a proteger a Europa de los fuegos políticos liberales[109]. En 1821 incluso recibió amenazas de muerte a causa de «su conexión con potencias extranjeras, y especialmente la ayuda proporcionada a Austria, a cuenta de los designios de ese gobierno contra las libertades de Europa»[110]. El historiador liberal Jules Michelet señalaba en su diario, en 1842: «El señor Rothschild conoce Europa príncipe a príncipe, y la Bolsa cortesano a cortesano. Tiene todas las cuentas en la cabeza, las de los cortesanos y las de los reyes; habla con ellos sin consultar siquiera sus libros. A uno le dice: "Su cuenta entrará en números rojos si nombra a tal ministro"»[111]. Predeciblemente, el hecho de que Rothschild fuera judío proporcionó un nuevo ímpetu a los ya de por sí arraigados prejuicios antisemitas. Apenas habían aparecido los Rothschild en la escena estadounidense, en la década de 1830, cuando el gobernador de Mississippi ya denunciaba al «barón Rothschild» por tener «la sangre de Judas y Shylock fluye[ndo] en sus venas, y… [reunir] las cualidades de sus dos compatriotas». Más tarde, en ese mismo siglo, el autor populista «Coin» Harvey describiría la banca Rothschild como un inmenso pulpo negro que extendía sus tentáculos por todo el mundo[112].

Pero era la aparente capacidad de los Rothschild de permitir o prohibir guerras a voluntad la que parecía suscitar mayor indignación. Ya en 1828, el príncipe Pückler-Muskau aludía a aquel «Rothschild… sin el cual ningún poder en la Europa de hoy parece capaz de hacer la guerra»[113]. Un analista de comienzos del siglo XX[114] planteaba la cuestión con mordacidad:

> ¿Alguien supone en serio que algún Estado europeo podría emprender una gran guerra, o que podría suscribirse algún gran empréstito estatal, si la casa de Rothschild y sus conexiones se oponen resueltamente a ello?[115]

Podría suponerse, de hecho, que los Rothschild necesitaban la guerra. Al fin y al cabo, había sido esta la que había generado el mayor negocio de Nathan Rothschild. Sin guerras, los estados decimonónicos apenas habrían tenido necesidad de emitir

bonos. Sin embargo, y como ya hemos visto, las guerras tendían a afectar al precio de los bonos existentes al aumentar el riesgo de que (como ocurriera en la Venecia del siglo XVI) un Estado deudor incumpliera sus pagos de intereses en caso de derrota y de pérdida de territorio. A mediados del siglo XIX, los Rothschild habían pasado de agentes a gestores de fondos, atendiendo cuidadosamente a su propia y vasta cartera de bonos del Estado. Ahora que ya habían ganado su dinero, un conflicto podía hacerles perder más que ganar. Por esta razón se mostraron constantemente hostiles a los intentos de unidad nacional tanto en Italia como en Alemania. Y fue por esta razón por la que vieron con inquietud cómo Estados Unidos se sumía en una guerra intestina. Los Rothschild habían decidido el resultado de las guerras napoleónicas poniendo todo su peso financiero en favor de Inglaterra; ahora ayudarían a decidir el resultado de la guerra de Secesión estadounidense, y lo harían optando por no intervenir.

CÓMO DERROTAR AL SUR.

En mayo de 1863, dos años después de que estallara la guerra de Secesión, el general de división Ulysses S. Grant tomaba Jackson, la capital del estado de Mississippi, obligando al ejército confederado, al mando del teniente general John C. Pemberton, a retirarse hacia el oeste a Vicksburg, a orillas del río Mississippi. Allí, rodeado y con las cañoneras de la Unión bombardeando sus posiciones desde atrás, el ejército de Pemberton logró rechazar dos ataques unionistas, pero finalmente, tras un duro asedio, el hambre le obligó a ceder. El 4 de julio, día de la Independencia estadounidense, Pemberton se rindió. Desde ese momento, el Mississippi pasó a manos del Norte. El Sur quedó literalmente partido en dos.

La caída de Vicksburg se ha considerado siempre uno de los grandes puntos de inflexión de aquella guerra. Y sin embargo, desde un punto de vista financiero, no puede decirse que fuera el más decisivo. El hecho clave se había producido en realidad más de un año antes, a 300 kilómetros río abajo de Vicksburg, donde el Mississippi desemboca en el golfo de México. El 29 de abril de 1862, el oficial de marina David Farragut había utilizado los cañones de Fort Jackson y Fort St. Philip para hacerse con el control de Nueva Orleans. Fue este un choque menos sangriento y prolongado que el asedio de Vicksburg, pero igualmente desastroso para la causa sudista.

Las finanzas de la Confederación representan una de las grandes decepciones de toda la historia estadounidense[116]. Y ello porque, en última instancia, fue tanto la falta de dinero contante y sonante como la falta de capacidad industrial o de recursos humanos lo que vino a mermar el que en términos militares fue un impresionante esfuerzo por parte de los estados del Sur. En los comienzos de la guerra, y en ausencia de un sistema preexistente de tributación centralizada, el naciente

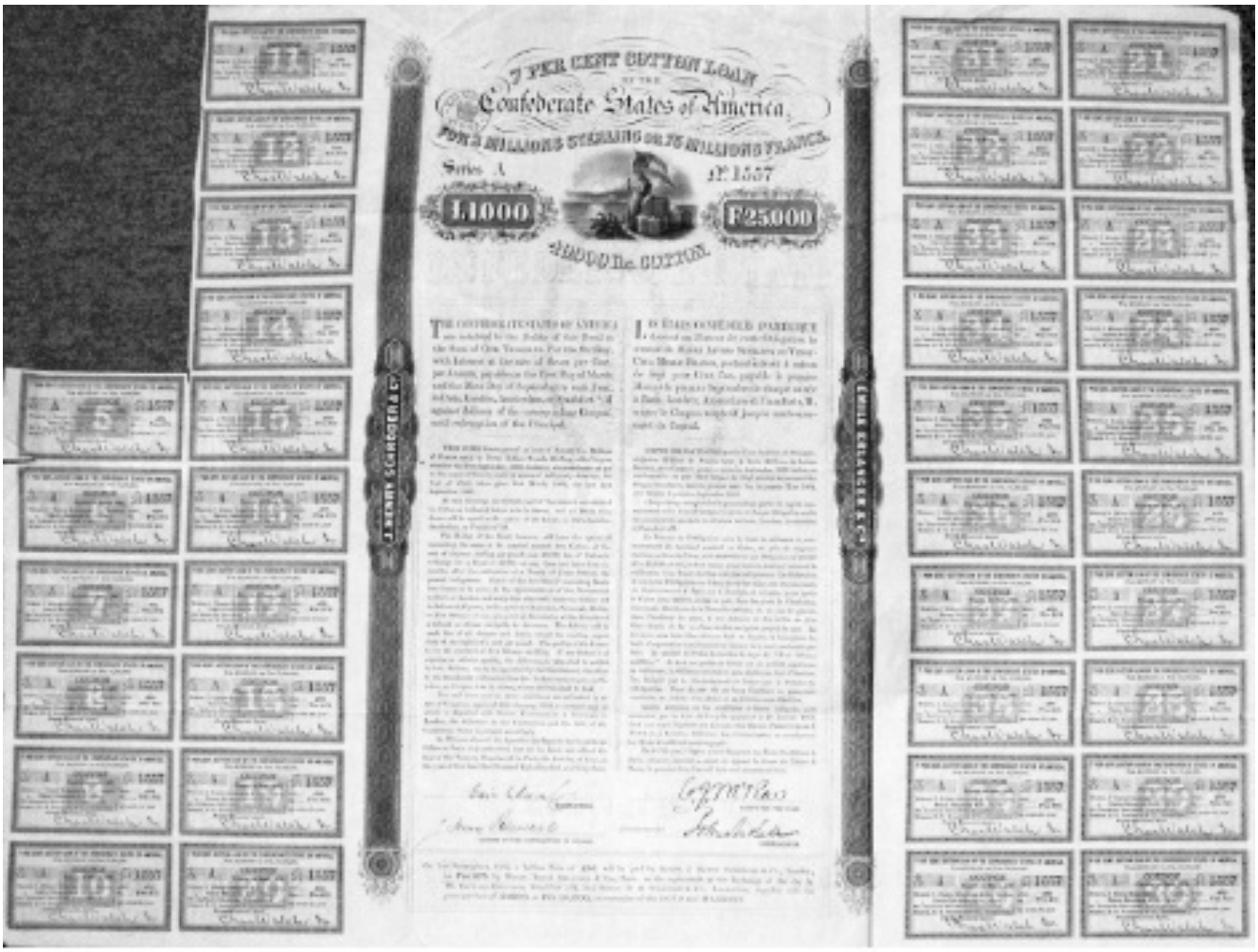
Departamento del Tesoro confederado había pagado su ejército vendiendo bonos a sus propios ciudadanos en forma de dos grandes empréstitos de 15 y 100 millones de dólares respectivamente. Pero en el Sur, con sus numerosas granjas autosuficientes y sus ciudades relativamente pequeñas, había una cantidad limitada de capital líquido disponible. Para sobrevivir —se argumentaría posteriormente—, la Confederación hubo de acudir a los Rothschild, con la esperanza de que la mayor dinastía financiera del mundo pudiera ayudarle a derrotar al Norte tal como había ayudado a Wellington a derrotar a Napoleón en Waterloo.

La idea no resultaba del todo descabellada. En Nueva York, el agente de los Rothschild August Belmont había contemplado con horror cómo Estados Unidos se precipitaba a una guerra civil. Como presidente del Partido Demócrata, había sido uno de los principales partidarios de Stephen A. Douglas, oponente de Abraham Lincoln en las elecciones presidenciales de 1860, y seguía siendo un ruidoso crítico de lo que él calificaba de «política fatal de confiscación y emancipación forzosa»[117]. Salomon de Rothschild, el tercer hijo de James, también había expresado sus simpatías en favor del Sur en las cartas que había escrito a su familia antes de que estallara la guerra[118]. Algunos analistas del Norte sacaron, pues, la que parecía ser la conclusión obvia: los Rothschild respaldaban al Sur. «Belmont, los Rothschild y toda la tribu de los judíos […] han estado comprando bonos confederados», bramaba el *Chicago Tribune* en 1864. Un partidario de Lincoln acusaba a los «judíos, Jeff Davis [el presidente confederado] y el diablo» de formar una Trinidad *non sancta* dirigida contra la Unión[119]. Cuando visitó Londres en 1863, el propio Belmont le dijo a Lionel de Rothschild que «pronto el Norte sería conquistado» (el hecho de que el hombre encargado de recabar el apoyo de Inglaterra a la causa sudista, el secretario de Estado confederado Judah Benjamin, fuera también judío no hizo sino avivar aún más el fuego del recelo).

En realidad, sin embargo, los Rothschild optaron por no respaldar al Sur. ¿Por qué? Quizá se debiera en parte a que sentían una auténtica aversión por la institución de la esclavitud. Pero cabe atribuir un peso cuando menos igual a la percepción de que la Confederación representaba un riesgo excesivo desde el punto de vista crediticio (al fin y al cabo, el presidente confederado Jefferson Davis había defendido abiertamente el repudio de las deudas del país cuando era senador). Esa desconfianza parecía ser ampliamente compartida también en Europa: cuando la Confederación trató de vender bonos convencionales en mercados europeos, los inversores mostraron más bien poco entusiasmo. Pero los sudistas tenían un ingenioso as en la manga; un as que (como la propia manga) estaba hecho de algodón, la clave de la economía confederada y la principal exportación, con mucho, del Sur. La idea era utilizar la cosecha de algodón del Sur no solo como fuente de ingresos de exportación, sino también como garantía de una nueva clase de bonos, que estarían respaldados por este producto. Cuando la oscura firma francesa Émile Erlanger y Cía. empezó a emitir bonos respaldados por el algodón en representación del Sur

estadounidense, la respuesta en Londres y Amsterdam fue muy distinta. Lo más atractivo de estos bonos expresados en libras esterlinas, que tenían un cupón del 7 por ciento y un vencimiento a veinte años, era el hecho de que podían convertirse en algodón al precio de antes de la guerra: seis peniques por libra de peso (unos 13 peniques el kilogramo). A pesar de los reveses militares del Sur, estos bonos conservaron su valor durante la mayor parte de la guerra por la sencilla razón de que el precio del producto subyacente, el algodón, no dejó de subir durante todo el conflicto como consecuencia de la creciente demanda. De hecho, entre diciembre de 1863 y septiembre de 1864 el precio del algodón se duplicó, pese a las derrotas sufridas por los confederados en Gettysburg y Vicksburg, debido a que el precio de los bonos se disparaba[120]. Asimismo, el Sur se hallaba en la afortunada posición de poder subir ese precio todavía más restringiendo la oferta de algodón.

En 1860, el puerto de Liverpool constituía la principal arteria para el suministro de algodón importado a la industria textil británica, por entonces el puntal de la economía industrial victoriana. Más del 80 por ciento de dichas importaciones provenían de los Estados Unidos del sur. Los líderes confederados creían que ello les proporcionaba la influencia necesaria para hacer que Inglaterra se inclinara de su lado en el conflicto. A fin de aumentar la presión, decidieron imponer un embargo sobre todas las exportaciones de algodón a Liverpool. Los efectos fueron devastadores. Los precios del algodón se dispararon, pasando de 6 ¼ a 27 ¼ peniques por libra de peso, al tiempo que las importaciones del Sur caían de los 2,6 millones de balas en 1860 a menos de 72 000 en 1862. Una típica fábrica de algodón inglesa como la que todavía hoy se conserva en la localidad de Styal, al sur de Manchester, empleaba a unos 400 trabajadores; pero eso representaba solo una pequeña parte de las 300 000 personas que trabajaban en la industria del algodón en todo el condado de Lancashire. Sin el algodón, todos aquellos trabajadores no tenían literalmente nada que hacer. A finales de 1862, la mitad de la mano de obra había sido despedida, y alrededor de la cuarta parte de toda la población de Lancashire dependía del auxilio para pobres[121]. El hambre así desencadenada pasaría a conocerse como «la hambruna del algodón». Pero esta era una hambruna provocada por la mano del hombre. Y los hombres que la provocaron parecían estar logrando su objetivo. El embargo no solo creó desempleo, hambre y revueltas en el norte de Inglaterra, sino que la escasez de algodón hizo subir el precio de este y, por ende, el valor de los bonos sudistas, convirtiéndolos en una inversión irresistiblemente atractiva para los miembros clave de la élite política británica. Así, por ejemplo, el futuro primer ministro William Ewart Gladstone compró unos cuantos, como también lo hizo el editor del *Times*, John Delane[122].



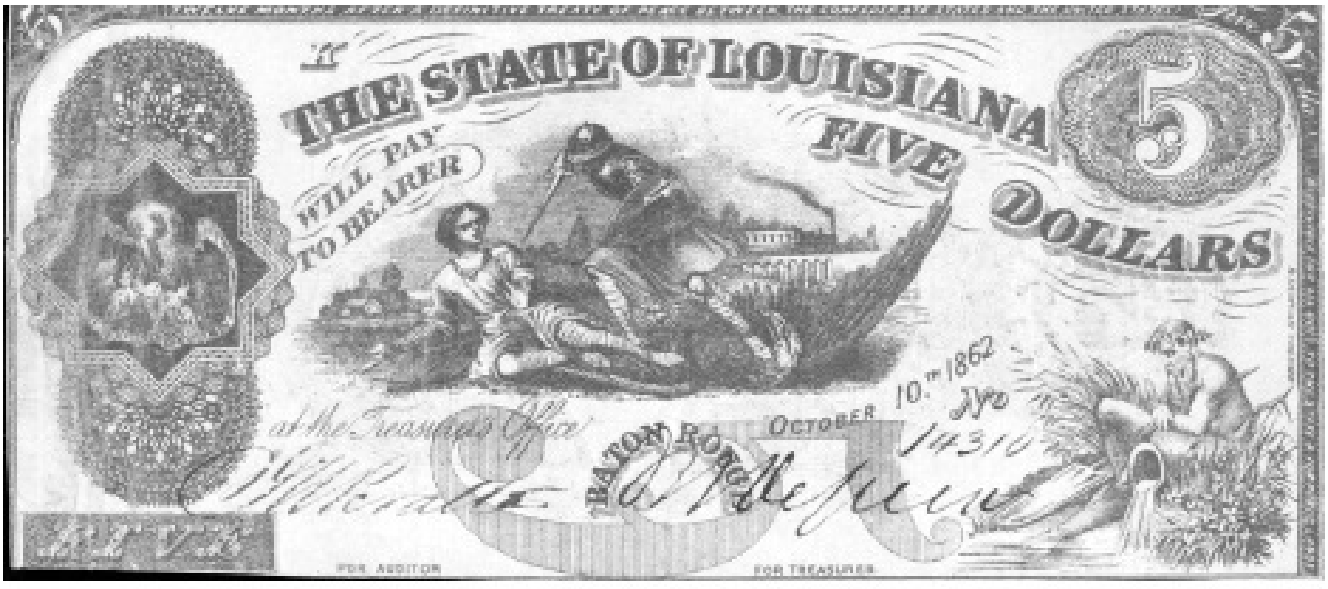
Bono de algodón confederado con sus cupones, de los que solo se han recortado los cuatro primeros.

Y sin embargo, la capacidad del Sur para manipular el mercado de bonos dependía de una condición primordial: que los inversores pudieran tomar físicamente posesión del algodón que respaldaba los bonos en el caso de que el Sur incumpliera el pago de intereses. Al fin y al cabo, una garantía solo vale si el acreedor puede echar mano de ella. Por eso la caída de Nueva Orleans en abril de 1862 representó el verdadero punto de inflexión en la guerra de Secesión estadounidense. Con el principal puerto del Sur en manos de la Unión, cualquier inversor que quisiera conseguir algodón sudista tendría que romper el bloqueo naval de la Unión no una, sino dos veces: una para ir y otra para volver. Y dada la creciente potencia naval del Norte en y en torno al Mississippi, esa no era precisamente una perspectiva tentadora.

Si el Sur hubiera logrado resistir en Nueva Orleans hasta que la cosecha de algodón se hubiese desembarcado en Europa, podría haber llegado a vender más de tres millones de libras en bonos de algodón en Londres. Quizá entonces incluso los Rothschild, por mucha aversión al riesgo que sintieran, habrían saltado el cerco financiero. Pero el hecho es que descartaron la oferta de Erlanger por tener una

«naturaleza tan especulativa que era muy probable que atrajera a todos los especuladores desenfrenados […] no sabemos de nadie respetable que tenga nada que ver con él»[123]. A la Confederación se le había ido la mano. Había cerrado el grifo del algodón, pero luego había perdido la capacidad de abrirlo de nuevo. En 1863 las fábricas de Lancashire habían encontrado nuevos proveedores de algodón en China, Egipto y la India. Y ahora los inversores estaban perdiendo rápidamente la fe en los bonos de algodón del Sur. Las consecuencias para la economía confederada fueron desastrosas.

Con su mercado de bonos nacional exhausto y solo dos raquíticos empréstitos extranjeros, el gobierno confederado se vio obligado a imprimir papel moneda sin respaldo, para pagar la guerra y sus otros gastos, por un valor total de 1700 millones de dólares. Es cierto que los dos bandos de la guerra de Secesión se vieron obligados a imprimir moneda. Pero al final de la guerra los «billetes verdes» de la Unión todavía valían unos 50 centavos en oro, mientras que el valor de los «billetes grises» de la Confederación era de solo un centavo, pese al vano intento de reforma monetaria realizado en 1864[124]. La situación se vio agravada aún más por la capacidad de los estados y municipios sudistas de imprimir su propio papel moneda, así como por las crecientes falsificaciones, dado que la tosca hechura de los billetes confederados facilitaba la posibilidad de copiarlos. Con una cantidad mayor de papel moneda con la que se podía comprar un número cada vez menor de productos, estalló la inflación. Durante la guerra de Secesión los precios aumentaron en el Sur en torno a un 4000 por ciento;[125] en el Norte, en cambio, lo hicieron solo un 60 por ciento. Aun antes de la rendición de los principales ejércitos confederados en abril de 1865, la economía del Sur se estaba ya desmoronando, con la hiperinflación como el más seguro heraldo de la derrota.



«Billete gris» confederado de cinco dólares del estado de Luisiana.

Los Rothschild habían acertado. Quienes habían invertido en bonos confederados terminaron perdiéndolo todo, dado que el victorioso Norte resolvió no pagar las deudas del Sur. Al final no había habido otra opción que financiar el esfuerzo bélico sudista imprimiendo moneda. No sería esta la última vez en la historia en la que un intento de forzar el mercado de bonos terminaría en una ruinosa inflación acompañada de una humillación militar.

LA EUTANASIA DEL RENTISTA.

La suerte de los que perdieron hasta la camisa con los bonos confederados no constituía un fenómeno especialmente inusual en el siglo XIX. La Confederación estadounidense estaba lejos de ser el único Estado del continente americano que acabó defraudando a sus bonistas; fue simplemente el moroso más septentrional de todos ellos. Al sur del río Grande, los impagos de deudas y las depreciaciones monetarias estaban casi a la orden del día. La experiencia de Latinoamérica en el siglo XIX presagiaba en muchos aspectos una serie de problemas que a mediados del XX pasarían a ser casi universales. Ello se debió en parte a la circunstancia de que la clase social que más probabilidades tenía de invertir en bonos —y, por ende, de propiciar que los pagos de intereses se realizaran en una moneda sólida— era más débil allí que en otros lugares; y en parte también al hecho de que las repúblicas latinoamericanas se contaban entre los primeros estados que descubrieron lo relativamente fácil que resultaba incumplir los pagos cuando una parte sustancial de los bonistas eran extranjeros. No fue simple casualidad que la primera gran crisis de deuda latinoamericana ocurriera en una fecha tan temprana como 1826-1829, cuando Perú, Colombia, Chile, México, Guatemala y Argentina incumplieron los pagos de unos préstamos emitidos en Londres solo unos años antes[126].

En muchos aspectos es cierto que el mercado de bonos era muy poderoso. A finales del siglo XIX, los países que incumplían el pago de sus deudas se arriesgaban a sanciones económicas, a la imposición del control extranjero sobre sus finanzas e incluso, en al menos cinco casos, a la intervención militar[127]. Cuesta creer que Gladstone hubiera ordenado la invasión de Egipto en 1882 si el gobierno egipcio no hubiese amenazado con incumplir sus obligaciones para con los bonistas europeos, entre ellos el propio Gladstone. Colocar a un «mercado emergente» bajo la égida del Imperio británico era el modo más seguro de eliminar el riesgo político de entre las preocupaciones de los inversores[128]. Pero incluso los que estaban fuera de dicho imperio se arriesgaban a recibir la visita de un cañonero si dejaban de pagar, como tuvo ocasión de descubrir Venezuela en 1902, cuando una expedición naval conjunta de Inglaterra, Alemania e Italia bloqueó temporalmente los puertos del país. Estados

Unidos se mostró especialmente enérgico (y eficaz) a la hora de proteger los intereses de sus bonistas en Centroamérica y el Caribe[129].

Pero en un aspecto fundamental el mercado de bonos resultaba potencialmente vulnerable. Los inversores de la City londinense, el mayor mercado financiero internacional del mundo durante todo el siglo XIX, eran ricos, pero no numerosos. A comienzos de ese mismo siglo el número de bonistas ingleses probablemente era inferior a 250 000, lo que representaba apenas el 2 por ciento de la población. Su riqueza, en cambio, era más del doble de toda la renta nacional del Reino Unido, mientras que su renta rondaba el 7 por ciento de la renta nacional. En 1822, su renta —los intereses de la deuda nacional— equivalía aproximadamente a la mitad del gasto público total, al tiempo que más de las dos terceras partes de los ingresos tributarios eran indirectos y, en consecuencia, recaían en el consumo. Todavía en una fecha tan tardía como 1870 esas proporciones seguían siendo, respectivamente, de una tercera parte y de más de la mitad. Resultaría bastante difícil diseñar un sistema fiscal más regresivo, con unos impuestos que gravaban las necesidades de la mayoría y que luego se empleaban para financiar los pagos de intereses a los muy ricos. Apenas resulta sorprendente que algunos radicales como William Cobbett se indignaran. «Una deuda nacional, y toda la tributación y especulación que la acompañan —declaraba Cobbett en su obra *Rural Rides* (1830)—, tiene una tendencia natural a *succionar la riqueza de grandes masas […] en beneficio de unos pocos*.»[130] En ausencia de una reforma política —advertía—, todo el país acabaría en manos de «los que han recibido su dinero prestado para mantener su monstruoso sistema […] los intermediarios crediticios, intermediarios bursátiles […] judíos y toda la tribu de devoradores de impuestos»[131].

Pero tales peroratas hicieron muy poco por debilitar la posición de la clase conocida en Francia como los *rentiers* («rentistas»): los que cobraban los intereses de los bonos públicos como la *rente* francesa. Antes al contrario, las décadas posteriores a 1830 fueron una auténtica edad de oro para los rentistas europeos. Los impagos se hicieron cada vez menos frecuentes; el dinero, gracias al patrón oro, se hizo cada vez más fiable[132]. Este triunfo del rentista, pese a la ampliación generalizada del derecho de sufragio, resulta notorio. Es cierto que el auge de los bancos de ahorros (que a menudo se veían obligados por la ley a tener bonos del Estado como su principal activo) proporcionó a nuevos segmentos de la sociedad un contacto indirecto y, por ende, la posibilidad de participar en el mercado de bonos. Pero fundamentalmente los rentistas siguieron siendo una élite de Rothschilds, Barings y Gladstones, social, política y, sobre todo, económicamente interrelacionados. Y lo que acabó con su dominio no fue el auge de la democracia o el socialismo, sino una catástrofe monetaria y fiscal de la que fueron responsables las propias élites europeas. Esa catástrofe fue la Primera Guerra Mundial.

«La inflación —escribía Milton Friedman en una célebre definición— es siempre y en todas partes un fenómeno monetario, en el sentido de que no puede producirse sin un incremento más rápido en la cantidad de dinero que en la producción.» Lo que ocurrió en todos los estados beligerantes durante y después de la Primera Guerra Mundial ilustra muy bien esta afirmación. Hubo básicamente cinco pasos que llevaron a una elevada inflación:

1. La guerra no solo generó escasez de productos, sino asimismo,
2. empréstitos a corto plazo de los bancos centrales a los gobiernos,
3. lo que en la práctica convirtió la deuda en dinero líquido, expandiendo así la masa monetaria,
4. haciendo que variaran las expectativas públicas de inflación y que cayera la demanda de saldo en efectivo,
5. y que subieran los precios de los productos[133].

Sin embargo, la mera teoría monetaria no puede explicar por qué en un determinado país el proceso inflacionario va mucho más allá o avanza más rápido que en otro. Ni tampoco puede explicar por qué las consecuencias de la inflación varían tanto de un caso a otro. Si se junta el gasto público total de las principales potencias combatientes entre 1914 y 1918, Inglaterra gastó bastante más que Alemania, y Francia mucho más que Rusia. Expresada en dólares, la deuda pública de Inglaterra, Francia y Estados Unidos se incrementó entre abril de 1914 y marzo de 1918 mucho más que la de Alemania[134]. Es cierto que entre 1913 y 1918 el volumen de billetes de banco en circulación experimentó un aumento mayor en Alemania (1040 por ciento) que en Inglaterra (708 por ciento) o Francia (386 por ciento), pero en el caso de Bulgaria esa cifra fue del 1116 por ciento, y en el de Rumanía, del 961 por ciento[135]. Con relación a 1913, en 1918 los precios al por mayor habían subido en Italia, Francia e Inglaterra más que en Alemania. En 1918 el índice del coste de la vida en Berlín era 2,3 veces mayor que los niveles de preguerra; el caso de Londres apenas era distinto: 2,1 veces mayor[136]. ¿Por qué, entonces, fue Alemania la que se sumió en la hiperinflación tras la Primera Guerra Mundial? ¿Por qué fue el *Reichsmark* el que se precipitó hacia una absoluta falta de valor? La clave estriba en el papel del mercado de bonos en las finanzas tanto de la guerra como de la posguerra.

Todos los países beligerantes hicieron promociones de venta de bonos de guerra durante el conflicto, persuadiendo a miles de pequeños ahorradores que hasta entonces jamás habían comprado bonos del Estado de que ahora era su deber patriótico hacerlo. No obstante, y a diferencia de Inglaterra, Francia, Italia y Rusia, durante la guerra Alemania no tuvo acceso al mercado de bonos internacional (tras haber desdeñado inicialmente el mercado neoyorquino y luego haber sido expulsada de él). Mientras que las potencias de la Entente pudieron vender bonos en Estados

Unidos o en todo el territorio del Imperio británico —abundante en capitales—, las potencias centrales (Alemania, Austria-Hungría y Turquía) se vieron confinadas a sus propios recursos. Berlín y Viena eran importantes centros financieros, pero carecían de la fuerza de Londres, París y Nueva York. Como resultado, la venta de bonos de guerra se fue haciendo cada vez más difícil para los alemanes y sus aliados conforme el apetito de los inversores nacionales se fue saciando. Mucho antes, y en mucho mayor medida que en Inglaterra, las autoridades alemanas y austríacas hubieron de acudir a sus bancos centrales en busca de financiación a corto plazo. El aumento del volumen de letras del tesoro en manos del banco central era un presagio de inflación, ya que, a diferencia de la venta de bonos al público, el intercambio de letras por billetes de banco incrementaba la masa monetaria. Al final de la guerra, alrededor de una tercera parte de la deuda del Reich era «flotante» o no consolidada, y se había creado un sustancial excedente monetario que solo el control de precios del período bélico evitó que se manifestara en una inflación superior.

La propia derrota tuvo un alto precio. Todas las partes habían asegurado a sus contribuyentes y bonistas que el enemigo pagaría la guerra, y ahora se pasaba la factura a Berlín. Una manera de entender la hiperinflación de posguerra es, pues, la de considerarla una forma de quiebra del Estado. Quienes habían comprado bonos de guerra habían invertido en una promesa de victoria; la derrota y la revolución representaban una insolvencia nacional, cuya peor parte habían de soportar necesariamente los acreedores del Reich. Pero aparte de la derrota, los acontecimientos revolucionarios producidos entre noviembre de 1918 y enero de 1919 no fueron precisamente calculados para tranquilizar a los inversores. Como tampoco lo fue la Conferencia de Paz de Versalles, que impuso una inconcreta responsabilidad sobre las indemnizaciones a la naciente República de Weimar. Cuando finalmente se fijó el total de indemnizaciones en 1921, los alemanes se encontraron atados a una enorme y nueva deuda externa con un valor de capital nominal de 132 000 millones de «marcos de oro» (marcos de preguerra), equivalente a más del triple de la renta nacional. Aunque no toda esta nueva deuda pasó a devengar intereses de inmediato, en 1921 y 1922 los pagos de indemnizaciones previstos representaron más de una tercera parte de todo el gasto del Reich. Ningún inversor que observara la posición alemana en el verano de 1921 podía sentirse optimista, y todo el capital extranjero que afluyó al país después de la guerra era dinero especulativo o «caliente», que no tardaría en volver a salir cuando las cosas se pusieran feas.

Sería erróneo, no obstante, ver la hiperinflación de 1923 como una simple consecuencia del Tratado de Versalles. Obviamente, así es como lo veían los alemanes, que durante todo el período de posguerra sostuvieron que la carga de las indemnizaciones creaba un déficit por cuenta corriente insostenible; que no había más alternativa que imprimir más billetes de marco para poder financiarlo; que la inflación era una consecuencia directa de la depreciación del marco resultante. Pero

todo esto equivalía a ignorar las raíces políticas internas de la crisis monetaria. El sistema tributario de Weimar era débil, sobre todo debido a que el nuevo régimen carecía de legitimidad entre los grupos de mayor renta, que se negaban a pagar la tributación que se les imponía. Al mismo tiempo se gastaba dinero público de manera temeraria, especialmente en generosos convenios salariales con los sindicatos del sector público. La combinación de una tributación insuficiente y un gasto excesivo vino a crear enormes déficits en 1919 y 1920 (por encima del 10 por ciento del producto nacional neto), antes incluso de que los vencedores hubieran presentado la factura de las indemnizaciones. El déficit de 1923, cuando Alemania había suspendido los pagos de dichas indemnizaciones, fue aún mayor. Asimismo, quienes a comienzos de la década de 1920 estaban a cargo de la política económica de Weimar consideraban que apenas tenían incentivos para estabilizar las políticas fiscal y monetaria alemanas, a pesar de que a mediados de 1920 se presentó la oportunidad de hacerlo[137]. Una idea común entre las élites financieras alemanas era la de que la descontrolada depreciación monetaria forzaría a las potencias aliadas a revisar el acuerdo de indemnizaciones, dado que el efecto sería el de abaratar las exportaciones alemanas con relación a los fabricantes estadounidenses, ingleses y franceses. Sí resultó ser cierto que la caída del marco vino a potenciar las exportaciones germanas. Pero lo que los alemanes pasaron por alto fue el hecho de que la expansión inducida por la inflación en 1920-1922, en un momento en el que las economías de Estados Unidos y el Reino Unido yacían en las profundidades de una recesión posbélica, provocó un aumento aún mayor de las importaciones, anulando así la presión económica que habían confiado en poder ejercer. En el núcleo de la hiperinflación alemana subyacía un error de cálculo. Cuando los franceses se dieron cuenta de la falta de sinceridad de las promesas oficiales alemanas de cumplir los compromisos relativos a las indemnizaciones, concluyeron que estas habrían de cobrarse por la fuerza e invadieron la región industrial del Ruhr. Los alemanes reaccionaron entonces proclamando una huelga general («resistencia pasiva»), que financiaron emitiendo aún más papel moneda. Había llegado la recta final hiperinflacionaria.

Como decía Milton Friedman, la inflación es un fenómeno monetario. Pero la hiperinflación es siempre y en todas partes un fenómeno *político*, en el sentido de que no puede producirse sin una disfunción fundamental de la economía política de un país. Había sin duda maneras menos catastróficas de dirimir las reclamaciones enfrentadas de los acreedores nacionales y extranjeros sobre la reducida renta nacional de la Alemania de posguerra. Pero una combinación de estancamiento interno y desafío externo —arraigado en la negativa de muchos alemanes a aceptar que su imperio había sido justamente derrotado— condujo al peor de todos los resultados posibles: un completo colapso de la moneda y de la propia economía. A finales de 1923 había aproximadamente $4{,}97 \times 10^{20}$ *Reichsmarks* en circulación. Cada día se empleaban unos 20 000 millones de billetes de la moneda alemana. La tasa de inflación anual llegó a un máximo de 182 000 millones por ciento. Los

precios eran como media 1,26 *billones* de veces mayores que los de 1913. Es cierto que hubo algunos beneficios a corto plazo. Al desincentivar el ahorro e incentivar el consumo, la acelerada inflación había estimulado la producción y el empleo incluso hasta el último trimestre de 1922. La depreciación del marco, como hemos visto, había potenciado las exportaciones alemanas. Pero el colapso de 1923 fue tanto más grave cuanto había sido pospuesto. La producción industrial cayó hasta alcanzar la mitad del nivel que tenía en 1913. El desempleo se disparó, llegando, en su punto máximo, a afectar a una cuarta parte de los trabajadores sindicados, mientras que otra cuarta parte trabajaba a tiempo parcial. Pero lo peor de todo fue el trauma social y psicológico causado por la crisis. «La inflación es un fenómeno de masas en el sentido más estricto y concreto de la palabra —escribiría más tarde Elias Canetti recordando su experiencia juvenil en una Frankfurt asolada por la inflación—. [Es] un aquelarre de devaluación donde los hombres y las unidades de su dinero se causan mutuamente extraños efectos. Confundiéndose unos con otros, los hombres se sienten tan “malos” como su dinero; y esto se vuelve cada vez peor. Juntos, todos se hallan a su merced y se sienten todos igualmente faltos de valor.»[138]



El precio de la hiperinflación: billete de un billón (o «mil millardos») de marcos alemanes de noviembre de 1923.

Esa falta de valor era el principal producto de la inflación. No solo se hacía inútil al dinero, sino que lo mismo ocurría con todas las formas de riqueza y de renta fijadas en términos de ese dinero. Y eso incluía los bonos. La hiperinflación no podía eliminar la deuda externa de Alemania, que se había establecido en la moneda de preguerra. Pero sí podía eliminar, y de hecho eliminó, toda la deuda interna que se había acumulado durante y después de la guerra, allanando la montaña de deuda como una especie de devastador terremoto económico. El efecto fue similar al de un

impuesto: un impuesto no solo sobre los bonistas, sino sobre cualquiera que viviera de una renta fija en efectivo. Y supuso un gran proceso de nivelación, dado que afectó principalmente a las clases medias altas: rentistas, altos funcionarios públicos y profesionales. Solo los empresarios se hallaron en condiciones de resguardarse de sus efectos ajustando los precios al alza, acaparando dólares, invirtiendo en «valores reales» (como casas o fábricas) y pagando sus deudas en papel moneda depreciado. El duradero legado económico de la hiperinflación fue bastante malo: unos bancos debilitados y unos tipos de interés crónicamente altos, que ahora incorporaban una sustancial prima de riesgo por la inflación. Pero fueron las consecuencias sociales y políticas de la hiperinflación alemana las que resultaron más penosas. El economista inglés John Maynard Keynes había teorizado en 1923 que la «eutanasia del rentista» a través de la inflación resultaba preferible al desempleo masivo a través de la deflación, «dado que en un mundo empobrecido es peor provocar desempleo que defraudar al rentista»[139]. Pese a ello, cuatro años antes él mismo había dado una vívida descripción de las consecuencias negativas de la inflación:

> Mediante un proceso continuo de inflación, los gobiernos pueden confiscar, en secreto y sin ser observados, una parte importante de la riqueza de sus ciudadanos. Por este método no solo confiscan, sino que confiscan *arbitrariamente*; y aunque el proceso empobrece a muchos, de hecho enriquece a algunos. La visión de esta reordenación arbitraria de riquezas no solo ataca a la seguridad, sino también a la confianza en la equidad de la distribución de la riqueza existente. Aquellos a quienes el sistema proporciona beneficios imprevistos […] se convierten en «especuladores», que son objeto del odio de la burguesía, a la que el inflacionismo ha empobrecido no menos que al proletariado. Conforme avanza la inflación […] todas las relaciones permanentes entre deudores y acreedores, que constituyen el fundamento último del capitalismo, se hacen tan absolutamente desordenadas que casi llegan a carecer de sentido[140].

Era a Lenin a quien Keynes atribuía esa idea de que «No hay medio más sutil ni más seguro de derribar la base actual de la sociedad que corromper la moneda». No se conserva ninguna prueba documental de que Lenin dijera nunca tal cosa, pero su camarada bolchevique Yevgueni Preobrazhenski[141] sí describió la prensa de papel moneda como «esa ametralladora del Comisariado de Finanzas que vomitaba fuego en la retaguardia del sistema burgués»[142].

El ejemplo ruso nos recuerda que Alemania no fue el único país conquistado que sufrió una hiperinflación tras la Primera Guerra Mundial. Austria —así como las

recién independizadas Hungría y Polonia— también sufrió desplomes monetarios relativamente graves entre 1917 y 1924. En el caso ruso, la hiperinflación llegó después de que los bolcheviques dejaran de pagar drásticamente toda la deuda zarista. Los bonistas sufrirían también una suerte similar tras la Segunda Guerra Mundial, cuando Alemania, Hungría y Grecia vieron desplomarse sus monedas y sus mercados de bonos[143].

Si la hiperinflación se hallara asociada exclusivamente a los costes de perder guerras mundiales resultaría relativamente fácil de entender. Pero en realidad se trata de un verdadero rompecabezas. En época más reciente, varios países se han visto impulsados a dejar de pagar sus deudas —o bien directamente suspendiendo los pagos de intereses, o bien de manera indirecta depreciando la moneda en la que dichas deudas están expresadas— como resultado de desastres mucho menos graves. ¿Por qué el espectro de la hiperinflación no ha sido desterrado junto con el espectro de un conflicto global?

El jefe de la empresa PIMCO, Bill Gross, empezó su lucrativa carrera como jugador de blackjack en Las Vegas. En su opinión, siempre existe cierto elemento de apuesta implicado cuando un inversor compra un bono. Parte de esa apuesta consiste en esperar que una oleada repentina de inflación no consumirá el valor de los pagos de intereses anuales de los bonos. En palabras del propio Gross: «Si la inflación sube al 10 por ciento y el valor de un tipo de interés fijo es solo del cinco, eso significa básicamente que la inflación lleva una ventaja del cinco por ciento al titular de bonos». Como ya hemos visto, el peligro que plantea esa inflación creciente es que erosiona el poder adquisitivo tanto de la suma de capital invertida como de los pagos de intereses debidos. Y de ahí que, al primer soplo de aumento de la inflación, las cotizaciones de los bonos tiendan a caer. Todavía en una época tan reciente como fue la década de 1970, cuando la inflación se disparó en todo el mundo, el mercado de bonos hizo que un casino de Nevada pareciera un lugar seguro donde invertir el dinero. Gross recuerda vívidamente la época en la que en Estados Unidos la inflación alcanzó cifras de dos dígitos, llegando a un máximo de poco menos del 15 por ciento en abril de 1980. En sus propias palabras: «Aquello no favoreció en nada a los bonos, y produjo […] quizá el peor mercado bajista de bonos no solo que se recuerda, sino de toda la historia». Para ser exactos, los rendimientos anuales reales de los bonos estadounidenses en la década de 1970 fueron de –3 por ciento, una cifra casi tan mala como la producida durante los años inflacionarios de las dos guerras mundiales. Hoy, solo un puñado de países tienen tasas de inflación que superen el 10 por ciento, y solo uno, Zimbabue, sufre de hiperinflación[144]. Pero allá por 1979 al menos siete países tenían una tasa de inflación anual superior al 50 por ciento, y más de 16, incluyendo a Inglaterra y Estados Unidos, tenían tasas de dos dígitos. Entre los países más afectados, ninguno sufrió daños tan graves a largo plazo como Argentina.

Antaño Argentina fue sinónimo de prosperidad. El propio nombre del país significa «tierra de la plata», y el río a cuyas orillas se alza su capital, Buenos Aires, se llama río de la Plata, en referencia no a su color, que es de un marrón turbio, sino a los depósitos de plata que se suponía yacían río arriba. En 1913, según estimaciones recientes, Argentina era uno de los diez países más ricos del mundo. Fuera del mundo anglosajón, su producto interior bruto per cápita solo era superado por Suiza, Bélgica, los Países Bajos y Dinamarca. Entre 1870 y 1913, la economía argentina creció más rápidamente que la de Estados Unidos y Alemania. Había allí casi tanto capital extranjero invertido como en Canadá. No es casualidad que en un tiempo hubiera solo dos almacenes Harrods en el mundo: el célebre establecimiento londinense de Knightsbridge, y el de la avenida Florida, en el corazón de Buenos Aires. Argentina podía aspirar legítimamente a ser una especie de equivalente del Reino Unido, cuando no de Estados Unidos, en el hemisferio sur. En febrero de 1946, cuando el recién elegido presidente, general Juan Domingo Perón, visitó el banco central de Buenos Aires, se sintió asombrado de lo que vio: «Hay tanto oro —declaró maravillado— que casi no puedes andar por los pasillos».

La historia económica de Argentina en el siglo XX constituye una demostración práctica de que todos los recursos del mundo pueden quedar reducidos a cero por la mala gestión financiera. Especialmente a partir de la Segunda Guerra Mundial, el país pasó a desenvolverse continuamente peor que sus vecinos y que la mayor parte del resto del mundo. Tan mal se las arregló en las décadas de 1960 y 1970, por ejemplo, que en 1988 su PIB per cápita era el mismo de 1959; y en 1998 se había hundido hasta representar el 34 por ciento del nivel de Estados Unidos, mientras que en 1913 había sido del 72 por ciento. El país había sido superado, entre otros, por Singapur, Japón, Taiwan y Corea del Sur, sin olvidar, para más inri, al país vecino, Chile. ¿Qué fue mal? Una posible respuesta es la inflación, que alcanzó cifras de dos dígitos entre 1945 y 1952, entre 1956 y 1968, y entre 1970 y 1974; y de tres (y hasta cuatro) dígitos entre 1975 y 1990, llegando al máximo de una tasa anual del 5000 por ciento en 1989. Otra respuesta es el impago de deudas: Argentina dejó de pagar a sus acreedores extranjeros en 1982, 1989, 2002 y 2004. Pero esas respuestas no bastan. El país había sufrido ya tasas de inflación de dos dígitos como mínimo en ocho años distintos durante el período de 1870 a 1914. Y en ese mismo período había dejado de pagar sus deudas al menos en dos ocasiones. Para entender el declive económico de Argentina hace falta, una vez más, ser conscientes de que la inflación es un fenómeno político tanto como monetario.

La oligarquía terrateniente había tratado de basar la economía del país en las exportaciones agrarias al mundo anglosajón, un modelo que fracasó estrepitosamente con la Gran Depresión. Una inmigración a gran escala que no había venido acompañada (como en Estados Unidos) de la pertinente liberalización de las tierras agrícolas para establecer asentamientos había creado una clase obrera urbana desproporcionadamente elevada y extremadamente susceptible a la movilización

populista. Diversas y repetidas intervenciones militares en política, empezando por el golpe que instauró a José Félix Uriburu en 1930, prepararon el terreno a una nueva clase de política cuasifascista bajo el gobierno de Perón, que parecía ofrecer algo a todo el mundo: mejores salarios y condiciones para los trabajadores, y aranceles proteccionistas para los industriales. La alternativa antiobrera a Perón intentada en 1955 (cuando fue derrocado) y en 1966 se apoyó en la devaluación de la moneda para tratar de reconciliar los intereses de la agricultura con los de la industria. Otro golpe militar en 1966 prometió la modernización tecnológica, pero en lugar de ello no trajo sino más devaluación y una inflación más elevada. El regreso de Perón en 1973 fue un fracaso, dado que coincidió con el principio de un aumento global de la inflación, y en Argentina la tasa de inflación anual se disparó al 444 por ciento. Otro nuevo golpe militar sumió al país en la violencia cuando el denominado Proceso de Reorganización Nacional condenó a miles de personas a detenciones arbitrarias y «desapariciones». En términos económicos, la junta militar no logró otra cosa que cargar a Argentina con una deuda externa en rápido crecimiento, que en 1984 superó el 60 por ciento del PIB (aunque esta proporción sería menos de la mitad del nivel máximo de endeudamiento que alcanzó a comienzos de la década de 1900). Como suele ocurrir en las crisis inflacionarias, la guerra desempeñó también su papel: internamente contra los elementos subversivos, y externamente contra el Reino Unido por las islas Malvinas. Pero sería erróneo ver este como otro caso más de un régimen derrotado que liquida sus deudas por medio de la inflación. Lo que hizo imposible de controlar la inflación argentina no fue la guerra, sino una constelación de fuerzas sociales: la oligarquía, los caudillos militares, los grupos de presión de los productores y los sindicatos, sin olvidar a la empobrecida clase marginada de los «descamisados». Por decirlo de manera sencilla, no hubo ningún grupo significativo al que le interesara la estabilidad de los precios. Quienes poseían el capital se sentían atraídos por el déficit y la devaluación; quienes vendían su trabajo estaban acostumbrados a la espiral de salarios y precios. El paso gradual de financiar los déficits del Estado en el ámbito nacional a financiarlos en el ámbito extranjero se tradujo en una externalización de los bonos en cartera[145]. Sobre este telón de fondo hay que entender el fracaso de los sucesivos planes para estabilizar la moneda argentina.

En su relato breve «El jardín de senderos que se bifurcan», el gran escritor argentino Jorge Luis Borges imaginaba la obra escrita de un sabio chino llamado Ts'ui Pên:

> En todas las ficciones, cada vez que un hombre se enfrenta con diversas alternativas, opta por una y elimina las otras; en la del casi inextricable Ts'ui Pên, opta —simultáneamente— por todas. *Crea*, así, diversos porvenires, diversos tiempos, que también proliferan y se

> bifurcan. […] En la obra de Ts'ui Pên, todos los desenlaces ocurren; cada uno es el punto de partida de otras bifurcaciones… [Ts'ui Pên] no creía en un tiempo uniforme, absoluto. Creía en infinitas series de tiempos, en una red creciente y vertiginosa de tiempos divergentes, convergentes y paralelos[146].

No es esta una mala metáfora de la historia financiera de Argentina en los últimos treinta años. Mientras Bernardo Grinspun trató de renegociar la deuda y de gestionar la demanda keynesiana, Juan Vital Sourrouille intentó la reforma monetaria (el denominado Plan Austral) junto con el control salarial y de precios. Pero ninguno de los dos logró llevar a los grupos de presión clave a su propia bifurcación. El gasto público siguió superando a los ingresos tributarios; prevalecieron los argumentos en favor de un final prematuro de los controles salariales y de precios, y la inflación no hizo sino reanudarse después de la más efímera de las estabilizaciones. Los caminos bifurcados volvieron a juntarse, definitiva y catastróficamente, en 1989: *annus mirabilis* en Europa oriental, pero *annus horribilis* en Argentina.

En febrero de 1989 Argentina sufrió uno de los veranos más calurosos que se recuerdan. La red eléctrica de Buenos Aires funcionaba como podía. La gente se acostumbró a padecer cortes de electricidad de cinco horas. Se ordenó cerrar a los bancos y casas de cambio mientras el gobierno trataba de evitar que los tipos de cambio de la moneda se desplomaran. Pero fracasó: en el plazo de solo un mes el austral cayó un 64 por ciento frente al dólar. Al mismo tiempo, el Banco Mundial congeló los créditos a Argentina, argumentando que el gobierno había sido incapaz de resolver su inflado déficit público. Los prestadores del sector privado no se mostraban mucho más entusiastas. Había muy pocas probabilidades de que los inversores compraran bonos con la perspectiva de que la inflación eliminara su valor real en cuestión de días. Al crecer el temor de que las reservas del banco central se agotaran, los precios de los bonos se desplomaron. Solo quedaba una opción para un gobierno desesperado: la prensa de papel moneda. Pero incluso eso fracasó. El viernes 28 de abril, Argentina se quedó literalmente sin dinero. «Es un problema físico», declaraba en una conferencia de prensa el vicepresidente del Banco Central argentino, Roberto Eilbaum: la casa de la moneda se había quedado literalmente sin papel y los impresores se habían declarado en huelga. «No sé cómo vamos a hacerlo, pero el lunes el dinero tiene que estar ahí», confesaba.

En junio, con la tasa de inflación *mensual* por encima del ciento por ciento, la frustración popular estaba a punto de alcanzar su punto de ebullición. Ya en abril los clientes de un supermercado bonaerense habían volcado los carros llenos de productos cuando la dirección anunció por megafonía que todos los precios subían un 30 por ciento desde aquel mismo momento. Durante dos días de junio, en Rosario, la segunda ciudad más grande de Argentina, las masas se lanzaron a una orgía de

alborotos y saqueos que dejó al menos catorce muertos. Sin embargo, y como ocurriera en la República de Weimar, quienes perdían más con la hiperinflación argentina no eran los trabajadores ordinarios, que seguían teniendo buenas probabilidades de igualar la escalada de precios con las subidas salariales, sino quienes dependían de unos ingresos fijos en términos monetarios, como los funcionarios públicos o el personal académico con salarios inflexibles, o los jubilados que vivían de los intereses de sus ahorros. Y como ocurriera en la Alemania de la década de 1920, los principales beneficiarios fueron quienes tenían grandes deudas, que se vieron prácticamente barridas por la inflación. Entre dichos beneficiarios se contaba el propio gobierno, en cuanto que el dinero que debía estaba expresado en australes.

Pero Argentina no podía librarse de todas sus deudas tan fácilmente. En 1983 la deuda externa del país, que estaba expresada en dólares estadounidenses, alcanzaba los 46 000 millones de dólares, una cifra que equivalía aproximadamente al 40 por ciento de la producción nacional. Independientemente de lo que le ocurriera a la moneda argentina, esta deuda expresada en dólares seguiría siendo la misma. De hecho, incluso tendería a crecer, en la medida en que los sucesivos gobiernos, desesperados, pedirían prestada una cantidad de dólares aún mayor. En 1989 la deuda externa del país superaba los 65 000 millones de dólares, y durante la siguiente década seguiría creciendo hasta alcanzar los 155 000 millones. Los acreedores internos ya se habían visto penalizados por la inflación; pero solo el impago podía liberar a Argentina de la carga de su deuda externa. Como hemos visto, anteriormente el país ya se había precipitado por aquella misma senda en más de una ocasión. En 1890 Baring Brothers se había visto arrastrada al borde de la bancarrota por sus inversiones en valores argentinos (especialmente por una fallida emisión de bonos de la compañía de agua y alcantarillado de Buenos Aires) cuando el gobierno argentino había dejado de pagar su deuda externa. Fueron precisamente los viejos rivales de los Baring, los Rothschild, quienes persuadieron al gobierno británico de que contribuyera con un millón de libras al que se convertiría en un fondo de rescate de 17 millones de libras, argumentando que el colapso de Baring representaría «una terrible calamidad para el comercio inglés en todo el mundo»[147]. Y fue también el primer lord Rothschild el que presidió un comité de banqueros creado para imponer reformas a los díscolos argentinos. Los futuros préstamos estarían condicionados a que se llevara a cabo una reforma monetaria que vinculara el peso al oro por medio de una junta de interventores independiente e inflexible[148]. Ahora, en cambio, un siglo después, los Rothschild estaban más interesados en las viñas de Argentina que en su deuda externa. Y fue el Fondo Monetario Internacional el que hubo de realizar la ingrata tarea de tratar de evitar el impago de la deuda por parte de Argentina; o, cuando menos, de mitigar sus efectos. Una vez más, el remedio era una junta de interventores, esta vez vinculando la moneda al dólar.

Cuando el ministro de Economía, Domingo Cavallo, introdujo el nuevo «peso convertible» en 1991, este se convirtió en la sexta moneda argentina en el plazo de un siglo. Pero también este remedio terminó en fracaso. Es cierto que en 1996 se había logrado reducir la inflación a cero; y de hecho, en 1999 llegó a ser negativa. Pero el paro subió al 15 por ciento y las desigualdades de renta resultaban solo marginalmente mejores que en Nigeria. Además, la restricción monetaria no vino acompañada en ningún momento por una restricción fiscal paralela; la deuda pública pasó del 35 por ciento del PIB a finales de 1994 al 64 por ciento a finales de 2001 dado que tanto el gobierno central como los provinciales drenaban el mercado de bonos internacionales en lugar de equilibrar sus presupuestos. En resumen, pues, y pese a vincular la moneda e incluso reducir la inflación, Cavallo no había logrado modificar los propulsores sociales e institucionales subyacentes que tantas crisis monetarias habían causado ya en el pasado. Se había preparado el terreno para un nuevo impago de la deuda por parte de Argentina, y también para una nueva moneda. Después de dos operaciones de rescate en enero (15 000 millones de dólares) y mayo (8000 millones de dólares), el FMI declinó lanzar un tercer salvavidas. El 23 de diciembre de 2001, a finales de un año en el que el PIB per cápita había disminuido en un angustioso 12 por ciento, el gobierno anunció una moratoria sobre la integridad de su deuda externa, incluyendo bonos por un valor de 81 000 millones de dólares: el mayor impago de deuda de la historia.

La trayectoria de Argentina ilustra el hecho de que el mercado de bonos es menos poderoso de lo que a primera vista podría parecer. El diferencial medio del 2,95 por ciento entre los bonos argentinos y británicos en la década de 1880 escasamente compensaba a inversores como los Baring por los riesgos que corrían al invertir en Argentina. Del mismo modo, el diferencial medio de 644 puntos básicos entre los bonos argentinos y los estadounidenses durante el período de 1998 a 2000 vino a depreciar el riesgo de impago cuando el vínculo monetario de Cavallo empezó a desmoronarse. Cuando se anunció el impago, el diferencial aumentó a 5500 puntos básicos, y en marzo de 2002 superaba los 7000. Tras unas negociaciones tan difíciles como prolongadas (había 152 clases de papel implicadas, expresadas en seis monedas distintas y regidas por ocho jurisdicciones), la mayoría de los aproximadamente 500 000 acreedores acordaron aceptar nuevos bonos con un valor de alrededor de 35 centavos de dólar, lo que representa uno de los recortes más drásticos en toda la historia del mercado de bonos[149]. Tan buenos resultados dio el impago de Argentina (desde entonces el crecimiento económico ha aumentado, mientras que los diferenciales de los bonos están de nuevo en el abanico de los 300-500 puntos básicos) que muchos economistas no pudieron por menos que preguntarse por qué tendría que haber un solo Estado deudor que cumpliera sus compromisos con los bonistas extranjeros[150].

LA RESURRECCIÓN DEL RENTISTA.

En la década de 1920, como ya hemos visto, Keynes había predicho la «eutanasia del rentista», anticipando que la inflación acabaría comiéndose todos los beneficios de quienes habían puesto su dinero en bonos del Estado. Pese a ello, en nuestra época hemos presenciado una milagrosa resurrección del bonista. Tras la Gran Inflación de la década de 1970, los últimos treinta años han visto cómo un país tras otro reducía la tasa de inflación a cifras de un solo dígito[151] (incluso en Argentina, hoy la tasa de inflación oficial se halla por debajo del 10 por ciento, aunque las estimaciones extraoficiales elaboradas en las provincias de Mendoza y San Luis la sitúan por encima del 20 por ciento). Y en la medida en que la inflación ha bajado, los bonos se han recuperado en el que ha sido uno de los grandes mercados alcistas de la historia moderna. Pero hay algo que resulta aún más extraordinario: pese al espectacular impago de Argentina —por no mencionar el de Rusia en 1998—, los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes han mostrado una constante tendencia a la baja, alcanzando a comienzos de 2007 unos mínimos que no se veían desde antes de la Primera Guerra Mundial, lo que implica una confianza casi inquebrantable en el futuro económico. Los rumores sobre la muerte del «señor Bono» han resultado ser, pues, una evidente exageración.

La inflación ha bajado en parte debido a que muchos de los artículos que compramos, desde la ropa hasta los ordenadores, se han abaratado como resultado de la innovación tecnológica y de la reubicación de la producción en economías asiáticas de bajo nivel salarial. También se ha reducido gracias a una transformación global de la política monetaria que se inició con los aumentos —de inspiración monetarista— de los tipos de interés a corto plazo realizados por el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal estadounidense a finales de la década de 1970 y comienzos de la de 1980, y que continuó con la ampliación de la independencia de los bancos centrales y determinados objetivos concretos en la de 1990. Pero no es menos importante, como muestra el caso argentino, la circunstancia de que algunos de los propulsores estructurales de la inflación también se hayan debilitado. Los sindicatos no son tan poderosos. Muchas empresas públicas que perdían dinero se han privatizado. Pero quizá lo más importante de todo sea el hecho de que ha aumentado el grupo social interesado en obtener rendimientos reales positivos con los bonos. En el mundo desarrollado, una creciente proporción de la riqueza adquiere hoy la forma de fondos de pensiones privados y otras instituciones de ahorro de las que se exige —o, cuando menos, se espera— que mantengan una elevada proporción de sus activos en forma de bonos del Estado y otros valores de renta fija. En 2007, un estudio sobre los fondos de pensiones en once importantes economías reveló que los bonos representaban más de una cuarta parte de sus activos, una proporción sustancialmente menor que la de las pasadas décadas, aunque todavía sustancial[152]. Con cada nuevo

año que pasa aumenta la proporción de la población que vive de los ingresos de tales fondos, paralelamente al incremento del número de jubilados.

Lo cual nos lleva de nuevo a Italia, la tierra donde nació el mercado de bonos. En 1965, en vísperas de la Gran Inflación, solo el 10 por ciento de los italianos tenían 65 años o más; hoy esa proporción es el doble: alrededor de una quinta parte, y la ONU estima que para el año 2050 se situará en algo menos de la tercera parte. En una sociedad con tal envejecimiento de la población, existe una enorme y creciente necesidad de valores de renta fija, así como de una baja inflación que garantice que los intereses de estos conserven su poder adquisitivo. En la medida en que hay cada vez más gente que abandona la población activa, los déficits públicos recurrentes aseguran que en el mercado de bonos nunca falten bonos que vender. Y el hecho de que Italia haya cedido su soberanía monetaria al Banco Central Europeo se traduce en que los políticos italianos no deberían volver a tener la oportunidad de imprimir papel moneda y activar con ello la espiral inflacionista.

Eso no significa, sin embargo, que el mercado de bonos gobierne el mundo en el sentido que afirmaba James Carville. De hecho, la clase de disciplina que él asociaba al mercado de bonos en la década de 1990 ha brillado por su ausencia durante el mandato del sucesor de Bill Clinton, George Bush hijo. Solo unos meses antes de la elección de Bush, el 7 de septiembre de 2000, se clausuró definitivamente el llamado «Reloj de la Deuda Nacional», situado en la neoyorquina Times Square. Ese día el reloj rezaba: «Nuestra deuda nacional es de 5.676.989.904 887 dólares. La parte que le corresponde a su familia son 73 733 dólares». Después de tres años de excedentes presupuestarios, los dos candidatos a la presidencia hablaban de saldar la deuda nacional como de un proyecto viable. Según la CNN:

> El candidato presidencial demócrata, Al Gore, ha esbozado un plan que dice que eliminaría la deuda en 2012. Los principales asesores económicos del gobernador de Texas y candidato presidencial republicano, George W. Bush, están de acuerdo en el principio de saldar la deuda, pero no se han comprometido con una fecha concreta para eliminarla[153].

Esa falta de compromiso por parte del segundo candidato resultaría harto significativa. Durante el tiempo en que Bush estuvo en la Casa Blanca, su administración tuvo déficit presupuestario en siete de sus ocho años de mandato. La deuda federal ha pasado de 5,6 a más de 9,6 billones de dólares, y en 2008 la Oficina Presupuestaria del Congreso preveía que esta seguiría aumentando hasta llegar a más de 12 billones en 2017. Sin embargo, lejos de castigar este despilfarro, el mercado de bonos lo ha recompensado positivamente. Entre diciembre de 2000 y noviembre de

2008, el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años *disminuyó* del 5,24 al 3,53 por ciento, y en el momento de redactar estas líneas se mantiene ligeramente por encima del 4 por ciento.

Es imposible, no obstante, dar sentido a este «enigma» —como calificó Alan Greenspan al hecho de que el rendimiento de los bonos no respondiera a las subidas de los tipos de interés a corto plazo—**[154]** estudiando aisladamente el mercado de bonos. Debemos desviar nuestra atención, pues, del mercado de deuda pública a su hermano más joven y, en muchos aspectos, más dinámico: el mercado de acciones de capital social, conocido coloquialmente como la Bolsa o el mercado de valores.

3

Inflando burbujas

Los Andes se extienden a lo largo de más de 7000 kilómetros como una dentada y sinuosa espina dorsal por la parte izquierda del territorio sudamericano. Formados hace alrededor de cien millones de años, cuando la placa tectónica de Nazca inició su lento pero tumultuoso desplazamiento bajo la placa sudamericana, su cumbre más elevada, el Aconcagua (en Argentina), supera los 6900 metros de altitud sobre el nivel del mar. Otros hermanos menores del Aconcagua, estos en territorio chileno, se alzan como relucientes centinelas blancos en torno a Santiago de Chile. Pero solo cuando uno se halla en el altiplano boliviano llega a captar la verdadera envergadura de los Andes. Cuando las nubes de lluvia se levantan despejando la carretera de La Paz al lago Titicaca, la silueta de las montañas se recorta contra el cielo, dibujando una especie de irregular y brillante sucesión de dientes de sierra que dominan el horizonte.

Observando los Andes, resulta difícil imaginar que alguna clase de organización humana pudiera superar tan inmensa barrera natural. Pero hubo una empresa estadounidense para la que los dentados picos no resultaban en absoluto más desalentadores que las densas selvas amazónicas que yacen al este de la cordillera. Esa empresa se propuso construir un gaseoducto que partiera de Bolivia y cruzara todo el continente hasta llegar a la costa atlántica de Brasil, y otro —el más largo del mundo— que fuera desde el extremo de la Patagonia hasta la capital argentina, Buenos Aires.

Tan grandiosos planes, que ejemplifican la desmesurada ambición del capitalismo de nuestra época, fueron posibles gracias a la invención de una de las instituciones más fundamentales del mundo moderno: la empresa. Es la empresa la que permite a miles de personas aunar sus recursos para realizar proyectos arriesgados a largo plazo que requieren la inversión de vastas sumas de capital antes de poder obtener beneficios. Tras el advenimiento de la banca y el nacimiento del mercado de bonos, el siguiente paso en la historia del triunfo del dinero fue, pues, el surgimiento de la sociedad por acciones de responsabilidad limitada: «por acciones» porque el capital de la empresa era propiedad conjunta de múltiples inversores; «de responsabilidad limitada» porque la existencia independiente de la empresa como persona «jurídica» protegía a los inversores de perder toda su riqueza si el proyecto fracasaba. La responsabilidad de estos se limitaba al dinero que habían empleado en comprar

acciones de la compañía. Las empresas más pequeñas podían operar asimismo como sociedades; pero quienes aspiraban a abarcar continentes enteros necesitaban grandes compañías[155].

Sin embargo, la capacidad de la empresa de transformar la economía global dependería también de otra innovación, relacionada con la anterior. En teoría, se supone que la actuación de los gerentes de las sociedades por acciones está estrechamente controlada por la vigilancia de los accionistas, que asisten a reuniones anuales y tratan de ejercer su influencia o bien directamente, o bien indirectamente a través de consejeros sin cargos ejecutivos. En la práctica, no obstante, los que ejercen un control más estrecho sobre las empresas son las bolsas o mercados de valores, donde cada día se compran y se venden un número casi infinito de «trocitos» de empresas normalmente denominados acciones, pero también valores o títulos. En esencia, el precio que la gente está dispuesta a pagar por una parte de una empresa nos indica cuánto dinero cree que ganará esa empresa en el futuro. De hecho, los mercados de valores celebran cada hora una especie de referéndum sobre las empresas cuyas acciones se negocian en ellos: sobre la calidad de su gestión, sobre el atractivo de sus productos, sobre las perspectivas de sus principales mercados, etc.

Pero los mercados también tienen su vida propia. El futuro es en gran medida incierto, de modo que nuestras evaluaciones sobre la futura rentabilidad de las empresas están condenadas a variar. Si fuéramos meras máquinas de calcular, todos nosotros seríamos capaces de procesar simultáneamente toda la información disponible y llegar a la misma conclusión. Pero somos seres humanos, y, como tales, somos propensos a la miopía mental y a los cambios de humor. Cuando las cotizaciones del mercado de valores se disparan al alza de una forma sincronizada, cosa que hacen a menudo, es como si los inversores fueran presa de una especie de euforia colectiva, que el ex presidente de la Reserva Federal estadounidense Alan Greenspan denominó, en memorable expresión, «exuberancia irracional»[156]. Inversamente, cuando el «instinto animal» de los inversores pasa de la codicia al temor, la burbuja de su anterior euforia puede estallar con asombrosa rapidez. Lo de «animal» no se menciona aquí por casualidad, ya que las metáforas zoológicas forman parte integrante de la cultura bursátil (al menos de la anglosajona). Así, a los optimistas que compran acciones se les califica de «toros», mientras que a los pesimistas que las venden se les tilda de «osos». Hoy se dice que los inversores forman una especie de «rebaño electrónico», que en un momento puede estar pastando felizmente en los prados de los rendimientos positivos, mientras que al siguiente puede salir en estampida para correr a refugiarse en el corral. Lo importante, sin embargo, es que los mercados de valores constituyen auténticos espejos de la psique *humana*. Al igual que el *Homo sapiens*, pueden deprimirse, e incluso pueden sufrir crisis nerviosas. Pese a ello, la esperanza —¿o tal vez sea la amnesia?— siempre parece ser capaz de triunfar sobre esas malas experiencias.

En los cuatrocientos años transcurridos desde que empezaron a comprarse y venderse acciones, ha habido toda una serie de burbujas financieras. Una y otra vez, las cotizaciones se han disparado hasta alcanzar niveles insostenibles, solo para volver a precipitarse de nuevo. Y también una y otra vez este proceso ha venido acompañado de trampas y estafas, en la medida en que una serie de «iniciados» poco escrupulosos que tienen acceso a información privilegiada y conocen bien el mundillo (lo que en inglés se denomina *insiders*, literalmente «los de dentro») tratan de obtener beneficios a expensas de los «neófitos» recién llegados que lo desconocen (en inglés *outsiders*, literalmente «los de fuera»)[157]. Tan familiar resulta esta pauta que hasta es posible dividirla en cinco etapas:

1. *Movimiento*: un cambio en las circunstancias económicas crea nuevas y provechosas oportunidades para ciertas empresas.
2. *Euforia*, o exceso de inversión: se inicia un proceso de retroalimentación por el que el aumento de los beneficios esperados lleva a un rápido incremento de las cotizaciones.
3. *Manía*, o burbuja: la perspectiva de unas ganancias de capital fáciles atrae a nuevos inversores, así como a estafadores ansiosos por arrebatarles su dinero.
4. *Aflicción*: los iniciados se dan cuenta de que las ganancias esperadas ya no pueden justificar el precio de las acciones, ahora exorbitante, y empiezan a obtener beneficios vendiendo.
5. *Repulsión*, o descrédito: al caer las cotizaciones, los neófitos huyen en estampida, haciendo que la burbuja estalle por completo[158].

Las burbujas bursátiles tienen también otras tres características recurrentes. La primera es el papel de lo que a veces se denomina «información asimétrica». Los iniciados —relacionados aquí con la gestión de las empresas de la burbuja— saben mucho más que los neófitos, a quienes quieren separar de su dinero. Obviamente, tales asimetrías existen siempre en todos los negocios, pero en una burbuja se da la circunstancia de que los iniciados la explotan de manera fraudulenta[159]. El segundo tema es el papel de los flujos de capital transfronterizos, ya que la probabilidad de que se produzcan burbujas es mayor cuando el capital fluye libremente de un país a otro. En tales circunstancias puede que el especulador avezado, establecido en un importante centro financiero, carezca de la información privilegiada del auténtico iniciado; pero es mucho más probable que elija con mayor precisión los momentos adecuados —comprando con antelación y vendiendo antes de que estalle la burbuja— que el ingenuo inversor novato. En otras palabras: en una burbuja no todo el mundo es irracional; o, al menos, algunas de las víctimas de la «exuberancia» son menos irracionales que otras. Por último, y de manera más importante, una auténtica burbuja no puede producirse sin la posibilidad de una fácil creación de crédito. De ahí que

tantas burbujas tengan su origen en los pecados de acción u omisión de los bancos centrales.

Nada ilustra con mayor claridad lo difícil que les resulta a los seres humanos aprender de la historia que la repetida sucesión de burbujas bursátiles. Considérese, a modo de ejemplo, cómo los lectores de la revista *Business Week* veían el mundo en dos momentos distintos del tiempo, separados por solo veinte años. El 13 de agosto de 1979, la portada de dicha revista exhibía un arrugado certificado de acciones, con la forma de un avión de papel estrellado, bajo el titular: «La muerte de los títulos: cómo la inflación está destruyendo el mercado de valores». No se dejaba ninguna duda a los lectores con respecto a la magnitud de la crisis:

> Hace tiempo que las masas han pasado de las acciones a las inversiones, que tienen mayores rendimientos y mayor protección frente a la inflación. Ahora los fondos de pensiones —la última esperanza del mercado— han obtenido autorización para cambiar las acciones y los bonos por la propiedad inmobiliaria, los futuros, el oro e incluso los diamantes. La muerte de los títulos parece ser una situación casi permanente[160].

Ese día, el índice industrial Dow Jones, el indicador bursátil estadounidense que más tiempo lleva funcionando, se cerraba a 875, situándose prácticamente en el mismo nivel que diez años antes y casi un 17 por ciento por debajo de su máximo de 1052 en enero de 1973. Ese pesimismo resultaba comprensible tras una década y media de decepciones. Sin embargo, lejos de expirar, a los títulos estadounidenses les faltaban solo unos años para experimentar una de las grandes fiebres alcistas de la época moderna. Después de haber tocado fondo en agosto de 1982 (777), el Dow Jones pasaría a aumentar en más del triple en el lapso de solo cinco años, alcanzando un máximo histórico de 2700 en el verano de 1987. Luego, tras un breve y abrupto desplome en octubre de ese mismo año, el índice reanudó su carrera ascendente. A partir de 1995 el ritmo de su ascenso incluso aumentó. El 27 de septiembre de 1999 se cerraba a algo menos de 10 395, lo que significaba que la cotización media de una gran empresa estadounidense se había multiplicado casi por doce en solo veinte años. Ese día, los lectores de *Business Week* leían con emoción:

> No hace falta que la situación mejore excesivamente para justificar un Dow de 36 000, afirman James K. Glassman y Kevin A. Hassett en *Dow 36 000: The New Strategy for Profiting From the Coming Rise in the Stock Market*. Los autores sostienen que el mercado merece ya los 36 000, y que las cotizaciones avanzarán hacia

> ese objetivo durante los próximos 3-5 años en la medida en que los inversores lleguen también a esa misma conclusión. […] El mercado —incluso con una ratio precio/ganancias de 30—[161] es una ganga. Según sus cálculos, un «precio perfectamente razonable» para el mercado… es de 100 veces las ganancias[162].

Este artículo se publicaba menos de cuatro meses antes del desmoronamiento de la burbuja de las empresas «punto com», que se había basado en unas expectativas exageradas sobre las futuras ganancias de las compañías tecnológicas. En octubre de 2002 el Dow Jones había bajado a 7286, un nivel que no se veía desde finales de 1997. En el momento de redactar estas líneas (abril de 2008), sigue cotizando a una tercera parte del nivel que predecían Glassman y Hassett.

Probablemente como mejor se midan los resultados del mercado de valores estadounidense sea comparando los rendimientos totales de las acciones, presuponiendo la reinversión de todos los dividendos, con los rendimientos totales de otros activos financieros como los bonos del Estado y las letras comerciales o del Tesoro, las últimas de las cuales pueden considerarse representativas de cualquier instrumento a corto plazo como un fondo común de inversiones o un depósito a la vista en un banco. La fecha de inicio, 1964, es el año de nacimiento del autor. Resulta evidente de inmediato que si en esa fecha mis padres hubieran podido invertir siquiera fuera una pequeña suma en el mercado de valores estadounidense, y hubieran seguido reinvirtiendo los dividendos que obtenían cada año, en 2007 habrían visto multiplicada su inversión inicial por un factor de casi 70. Por ejemplo, 10 000 dólares se habrían convertido en 700 000. Las alternativas de bonos o letras no habrían resultado tan rentables. Un fondo de bonos estadounidense se habría multiplicado por un factor de poco menos de 23; y una cartera de letras, por un factor de solo 12. Ni que decir tiene que hay que ajustar esas cifras a la baja para tener en cuenta el coste de la vida, que por su parte se ha incrementado en un factor de casi siete a lo largo de mi vida. En términos reales, las acciones se incrementaron en un factor de 10,3; los bonos, de 3,4; y las letras, de 1,8. Si en 1964 mis padres hubiesen cometido el error de limitarse a comprar 10 000 dólares en billetes de banco, el valor real del dinero ahorrado para su hijo habría disminuido en términos reales en un 85 por ciento.

A largo plazo no hay ningún mercado de valores que haya superado en resultados al estadounidense. Cierta estimación de los rendimientos bursátiles reales a largo plazo mostraba un rendimiento medio para el mercado de valores estadounidense del 4,73 por ciento anual entre la década de 1920 y la de 1990. A continuación le seguía Suecia (3,71 por ciento) y tras ella Suiza (3,03), con el Reino Unido entrando por los pelos en el grupo de los diez primeros con un 2,28 por ciento. Seis de los veintisiete mercados analizados habían sufrido como mínimo una gran interrupción, normalmente como resultado de una guerra o una revolución. Diez mercados

adolecían de unos rendimientos reales a largo plazo negativos; de estos, los peores eran Venezuela, Perú, Colombia y, en lo más bajo, Argentina (–5,36 por ciento)[163]. Así pues, el que las acciones constituyen la mejor opción a largo plazo es un principio que está lejos de ser universalmente aplicable[164]. Sigue siendo cierto, no obstante, que en la mayoría de los países para los que hay rangos de datos a largo plazo las acciones han superado en rendimiento a los bonos, por un factor aproximado de cinco, durante todo el siglo XX[165]. Esto difícilmente puede sorprendernos. Los bonos, como ya hemos visto en el capítulo 2, no son más que compromisos por parte de los gobiernos de pagar intereses y, en última instancia, de devolver el capital al final de un plazo de tiempo determinado. Pero ya sea por impago o por depreciación de la moneda, muchos gobiernos han incumplido esos compromisos. En cambio, una acción es una parte del capital de una empresa con fines lucrativos. Si la empresa tiene éxito en sus propósitos, no solo habrá dividendos, sino también una significativa probabilidad de apreciación del capital. Obviamente, también hay riesgos. Los rendimientos de las acciones resultan menos predecibles y más inestables que los rendimientos de los bonos y de las letras. La probabilidad de que una empresa media vaya a la quiebra y deje de existir resulta significativamente más elevada que la de que desaparezca un Estado soberano medio. En el caso de una quiebra empresarial, a quienes primero se satisface es a los titulares de bonos y otras formas de deuda, mientras que los titulares de acciones puede que terminen con las manos vacías. Por estas razones, los economistas consideran que los rendimientos superiores de las acciones reflejan una «prima de riesgo» inherente a estas, aunque es evidente que en algunos casos ha sido este un riesgo que valía la pena correr.

DIME CON QUIÉN ANDAS.

Tras la ornamentada fachada barroca de la veneciana iglesia de San Moisés, literalmente bajo los pies de las decenas de miles de turistas que visitan la iglesia cada año, existe una notable —por más que casi inadvertida— inscripción:

HONORI ET MEMORIA JOANNIS LAW EDINBURGENSES
REGII GALLIARUM AERARII PREFECTI CLARISSIMA

«Al honor y la memoria de John Law de Edimburgo, el más distinguido interventor del tesoro de los reyes de los franceses.» Un lugar de reposo más bien extraño para el hombre que inventó la burbuja bursátil.

John Law, escocés ambicioso, asesino convicto, jugador compulsivo y deficiente genio financiero, no solo fue el responsable de la primera ascensión-y-caída propiamente dicha de los precios de unos activos financieros; también puede decirse que provocó indirectamente la Revolución francesa al malograr de manera absoluta la

mejor oportunidad que tenía la monarquía del *ancien régime* para reformar sus finanzas. Su historia constituye uno de los más asombrosos y a la vez menos comprendidos relatos de aventuras de toda la historia financiera. Y es también en gran medida una historia de nuestra época.

Nacido en Edimburgo en 1671, Law era hijo de un joyero de éxito y heredero del castillo de Lauriston, con vistas al fiordo de Forth. En 1692 se trasladó a Londres, pero pronto empezó a malgastar su patrimonio en toda una serie de aventuras comerciales y correrías de juego. Dos años después tuvo un duelo con su vecino, que se negaba a compartir el mismo edificio que el disoluto Law y su querida, y le mató. Law fue juzgado y condenado a muerte, pero escapó de la cárcel y huyó a Amsterdam.

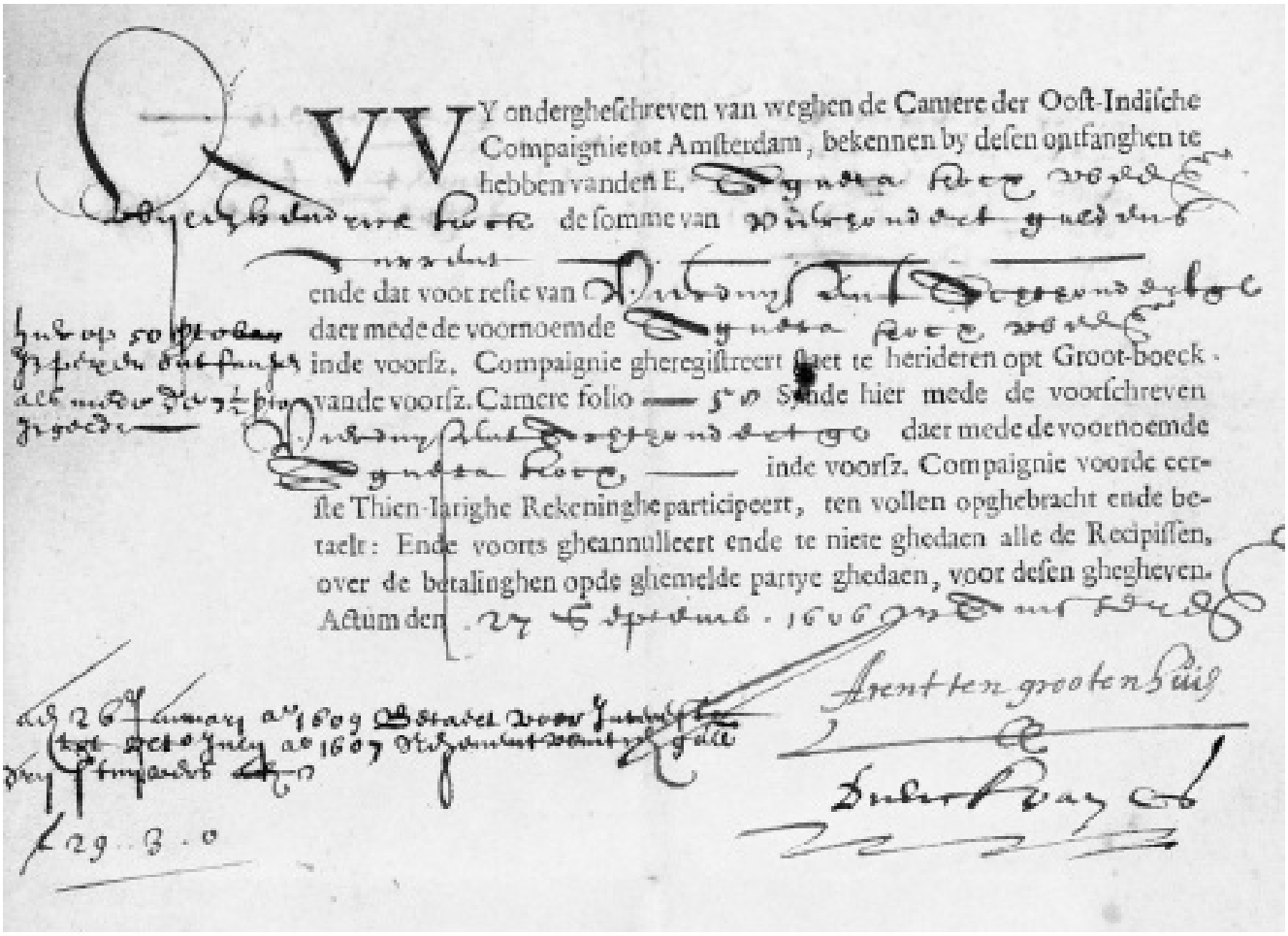
Law no podía haber elegido mejor ciudad para ocultarse. En la década de 1690 Amsterdam era la capital mundial de la innovación financiera. Para financiar su lucha por la independencia de España a finales del siglo XVI, como ya hemos visto en el capítulo anterior, los holandeses habían mejorado el sistema italiano de deuda pública (introduciendo, entre otras cosas, préstamos de lotería que permitían a la gente jugar al tiempo que invertían sus ahorros en deuda pública). Habían reformado asimismo su moneda, creando el que posiblemente fuera el primer banco central del mundo, el Banco de Cambio de Amsterdam (Amsterdamsche Wisselbank), lo que solventó el problema de la depreciación del contenido metálico de la moneda creando una forma fiable de dinero bancario (véase el capítulo 1). Pero probablemente la invención más importante de los holandeses fue la sociedad por acciones.

La historia de este tipo de empresa se había iniciado un siglo antes de la llegada de Law, y tenía su origen en los intentos de los comerciantes holandeses de arrebatar a Portugal y España el control del lucrativo comercio de especias con Asia. Los europeos codiciaban las especias como la canela, el clavo, la macis, la nuez moscada y la pimienta no solo para dar sabor a su comida, sino también para conservarla. Durante siglos, esas mercancías habían viajado por tierra de Asia a Europa siguiendo la denominada Ruta de las Especias; pero con el descubrimiento portugués de la ruta marítima a las Indias Orientales, a través del cabo de Buena Esperanza, se abrieron nuevas oportunidades comerciales de irresistible atractivo. El Museo Histórico de Amsterdam está lleno de cuadros que representan barcos holandeses yendo y viniendo de las Indias Orientales. Un temprano ejemplo de este género artístico lleva la siguiente inscripción: «Cuatro barcos zarparon en busca de especias a Bantam y también establecieron puestos comerciales. Y volvieron ricamente cargados a […] Amsterdam. Partieron el 1 de mayo de 1598. Regresaron el 19 de julio de 1599». Como sugiere la inscripción, no obstante, el viaje de ida y vuelta resultaba muy largo (de hecho, esos catorce meses se situaban bastante por debajo de la media). Y también peligroso: de los 22 barcos que zarparon en 1598, solo una docena regresaron sanos y salvos. Por tales razones, para los comerciantes tenía sentido aunar sus recursos. En 1600 había alrededor de seis nacientes compañías de las Indias

Orientales operando desde los principales puertos holandeses. Sin embargo, en todos los casos estas entidades tenían una vigencia limitada que se especificaba por adelantado —normalmente la duración prevista para un viaje concreto—, después de lo cual se devolvía el capital a los inversores[166]. Este modelo empresarial no podía bastar para crear las bases y fortificaciones permanentes que resultaban claramente necesarias si se pretendía suplantar a los portugueses y sus aliados los españoles[167]. Movidos tanto por los cálculos estratégicos como por el afán de beneficios, los Estados Generales holandeses —el Parlamento de las Provincias Unidas— propusieron entonces fusionar las compañías existentes en una única entidad. El resultado sería la Compañía Holandesa de las Indias Orientales (Vereenigde Nederlandsche Geoctroyeerde Oostindische Compagnie, abreviado VOC; literalmente Compañía Unida de las Indias Orientales), a la que en 1602 se le adjudicaría oficialmente el monopolio de todo el comercio holandés al este del cabo de Buena Esperanza y al oeste del estrecho de Magallanes[168].

La estructura de la VOC resultaba novedosa en toda una serie de aspectos. Es cierto que, al igual que sus predecesoras, se suponía que había de durar un período fijo, en este caso veintiún años; de hecho, el artículo 7 de sus estatutos establecía que los inversores estarían autorizados a retirar su dinero al cabo de solo diez años, cuando se elaborara el primer balance general. Pero la envergadura de la empresa no tenía precedentes. La suscripción de capital de la compañía estaba abierta a todos los residentes de las Provincias Unidas, y los estatutos no establecían ningún límite máximo a la cantidad que podía recaudarse. Comerciantes, artesanos e incluso sirvientes corrieron a adquirir acciones; solo en Amsterdam había 1143 suscriptores, de los cuales únicamente 80 habían invertido más de 10 000 florines, mientras que otros 445 habían invertido menos de 1000. La cantidad recaudada, 6,45 millones de florines, hizo de la VOC la mayor empresa, con mucho, de la época. El capital de su rival, la Compañía Británica de las Indias Orientales, fundada dos años antes, era de solo 68 373 libras —alrededor de 820 000 florines—, y estaba repartido únicamente entre 219 suscriptores[169]. Dado que la VOC era una empresa respaldada por el Estado, se hicieron todos los esfuerzos posibles por superar la rivalidad entre las diferentes provincias (y especialmente entre Holanda, la más rica, y Zelanda). El capital de la compañía estaba repartido (aunque de manera desigual) entre seis cámaras regionales (Amsterdam, Zelanda, Enkhuizen, Delft, Hoorn y Rotterdam). Sus setenta directores (*bewindhebbers*), que eran a la vez sustanciales inversores, también se distribuían entre dichas cámaras. Uno de sus papeles era el de nombrar a diecisiete personas que formaban *de Heeren XVII* —«los Diecisiete Señores»—, una especie de consejo de administración. Aunque Amsterdam tenía el 57,4 por ciento del capital total de la VOC, nombraba solo a ocho de los Diecisiete Señores. Entre los directivos fundadores estaba Dirck Bas, un paterfamilias consagrado a ganar dinero que, a juzgar por su retrato, estaba lejos de sentirse incómodo por sus riquezas[170].

La propiedad de la compañía estaba, pues, dividida en múltiples *partijen* o *actien*, literalmente «partes de acción», es decir, «acciones». Los pagos por dichas acciones se habían de realizar a plazos, pagaderos en 1603, 1605, 1606 y 1607. Los certificados emitidos no eran como los modernos títulos, sino más bien una especie de recibos; el documento clave en derecho era el registro de acciones de la VOC, donde se consignaban los nombres de todos los accionistas en el momento de la compra[171]. El principio de responsabilidad limitada estaba implícito: los accionistas solo podían perder su inversión en la compañía, y ningún otro activo, en el caso de que esta fracasara[172]. Por otra parte, no había garantía alguna sobre los rendimientos; el artículo 17 de los estatutos de la VOC establecía simplemente que se realizaría un pago a los accionistas en cuanto se hubieran obtenido unos beneficios equivalentes al 5 por ciento del capital inicial.


VVY ondergheſchreven van weghen de Camere der Oost-Indiſche Compaignie tot Amſterdam, bekennen by deſen ontfanghen te hebben vanden E. de ſomme van ende dat voor reſte van daer mede de voornoemde inde voorſz. Compaignie gheregiſtreert staet te herideren opt Groot-boeck vande voorſz. Camere folio 5vo Synde hier mede de voorſchreven daer mede de voornoemde inde voorſz. Compaignie voorde eerſte Thien-Iarighe Rekeninghe participeert, ten vollen opghebracht ende betaelt: Ende voorts gheannulleert ende te niete ghedaen alle de Recipiſſen, over de betalinghen opde ghemelde partye ghedaen, voor deſen ghegheven. Actum den . 27 Septembr. 1606
Arent ten grooten Huijs
Dirck van Os

La acción más antigua conocida: acción número 6 de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales (estrictamente hablando, no se trataba de un certificado de acción, sino de un recibo por el pago parcial de esta, emitido por la Cámara de Comercio de Amsterdam el 27 de septiembre de 1606, y firmado por Arent ten Grotenhuys y Dirck van Os).

La VOC no fue, en realidad, un éxito comercial inmediato. Hubo que crear redes comerciales, y establecer la modalidad de funcionamiento y una serie de bases seguras. Entre 1603 y 1607 se armaron y enviaron a Asia un total de 22 barcos, con un coste de algo menos de 3,7 millones de florines. El propósito inicial era establecer una serie de factorías (refinerías de salitre, instalaciones textiles y almacenes), cuyo producto se cambiaría luego por especias. Los primeros éxitos contra los portugueses proporcionaron sendas cabezas de puente en Masulipatnam, en el golfo de Bengala, y Amboina (o Ambon) en las Molucas; pero en 1606 el almirante Matelief fracasó en su intento de tomar Malaca, en la península malaya, y un ataque sobre Makian (otra isla moluca) fue repelido con éxito por una flota española. Una tentativa de construir un fuerte en Banda Neira, la mayor de las islas Banda (productoras de nuez moscada), también fracasó[173]. Cuando en 1608 se firmó una tregua de doce años con España, la VOC había ganado más dinero con la captura de barcos enemigos que con el comercio[174]. Un importante inversor, el menonita Pieter Lijntjens, se sintió tan consternado por la belicosa conducta de la compañía que en 1605 la abandonó. Otro de sus primeros directores, Isaac Le Maire, dimitió en señal de protesta ante lo que consideró una mala gestión de los asuntos de la compañía[175].

Pero ¿cuál era el verdadero poder de los accionistas, incluso de los mayores de ellos? Más bien poco. Cuando en 1612 —la fecha en la que se suponía que los inversores podían retirar su capital si así lo querían— los directores de la compañía pidieron al gobierno que liberara a esta de la obligación de publicar sus cuentas de los diez años transcurridos, su petición fue aceptada, y tanto la publicación de las cuentas como las devoluciones de capital a los inversores se pospusieron. La única compensación para los accionistas fue que en 1610 los Diecisiete Señores acordaron realizar un pago de dividendos al año siguiente, si bien en aquel momento la compañía iba tan apretada de dinero que los dividendos hubieron de pagarse en especias. En 1612 se anunció que la VOC no se liquidaría como originariamente se había planeado. Ello significaba que cualquier accionista que deseara recuperar su dinero no tenía otra alternativa que vender sus acciones a otro inversor[176].

La sociedad por acciones y el mercado de valores nacieron, pues, con una diferencia de solo unos pocos años. Apenas empezó a existir la primera empresa de propiedad colectiva, con la primera oferta pública inicial de acciones, surgió un mercado derivado para permitir que dichas acciones pudieran comprarse y venderse; un mercado que resultaría ser notablemente líquido. La rotación de las acciones de la VOC era elevada: en 1607, nada menos que una tercera parte de los valores de la compañía habían sido transferidas por parte de su propietario original[177]. Asimismo, y dado que los libros de la compañía se abrían con muy poca frecuencia —las compras se registraban oficialmente de forma mensual o trimestral—, no tardó en desarrollarse un activo mercado de futuros de las acciones de la VOC, que permitió las ventas a término. Al principio, tales transacciones se realizaban en mercados extraoficiales al aire libre, en la calle Warmoesstraat o cerca de la Oude Kerk

(«Iglesia Vieja»). Pero el mercado de acciones de la VOC era tan activo que en 1608 se decidió construir una *Beurs* («Bolsa») cubierta en la zona del Rokin, no lejos del ayuntamiento. Con su patio rectangular, sus arcadas y su torre del reloj, esta bolsa, la primera del mundo, tenía todo el aspecto de un colegio de Oxford medieval. Pero lo que ocurría allí dentro entre las doce del mediodía y las dos de la tarde de los días laborables era algo inequívocamente revolucionario. Un contemporáneo supo captar la atmósfera del parqué cuando una de sus típicas sesiones tocaba a su fin: «A los apretones de manos les siguen los gritos, los insultos, la insolencia, los codazos y los empujones». Los «toros» (*liefhebbers*) batallaban contra los «osos» (*contremines*). El inquieto especulador «se muerde las uñas, se retuerce las manos, cierra los ojos, da cuatro pasos y cuatro veces habla solo, se lleva la mano a la mejilla como si tuviera dolor de muelas, y todo ello acompañado de una misteriosa tos»[178].

Tampoco fue casualidad que ese mismo período presenciara la fundación (en 1609) del Banco de Cambio de Amsterdam, dado que un mercado de valores no puede funcionar fácilmente sin un sistema monetario eficaz. Una vez que los banqueros holandeses empezaron a aceptar acciones de la VOC como garantía crediticia, comenzó a forjarse el vínculo entre el mercado de valores y la oferta de crédito. El siguiente paso fue que los bancos prestaran dinero a fin de que se pudieran comprar acciones con crédito. La empresa, la Bolsa y el banco proporcionaron, así, el fundamento triangular para una nueva clase de economía.

Durante un tiempo pareció que quienes criticaban a la VOC, encabezados por el contrariado ex director Le Maire, podían explotar este nuevo mercado para presionar a los directores de la compañía. Pero su esfuerzo concertado para forzar a la baja los precios de las acciones de la VOC mediante una venta en descubierto en el naciente mercado de futuros se vio frenado por el pago de dividendos de 1611, lo cual arruinó a Le Maire y a sus socios[179]. Asimismo, en 1612, 1613 y 1618 se pagaron nuevos dividendos en efectivo[180]. Pero los detractores de la compañía (los «inversores disidentes» o *Doleanten*) seguían estando insatisfechos. En un panfleto publicado en 1622 y titulado *El discurso necesario* (*Nootwendich Discours*), un autor anónimo se lamentaba de la falta de transparencia que caracterizaba al «interesado gobierno de algunos de los directores», que se aseguraban de que «todo quedara en la oscuridad»: «El libro de cuentas que solo podemos conjeturar debe de haber sido restregado con tocino y comida para perros»[181]. Los cargos directivos deberían ejercerse durante un plazo de tiempo determinado —argumentaban los disidentes—, y todos los grandes accionistas deberían tener derecho a nombrar a un director.

La campaña en favor de una reforma de lo que hoy llamaríamos la dirección empresarial acabaría por dar sus frutos. En diciembre de 1622, cuando se renovaron los estatutos de la compañía, esta fue sustancialmente modificada. Los cargos de los directores ya no serían vitalicios, sino que se ejercerían solo durante el plazo de tres años por mandato. En lo sucesivo los «participantes principales» (accionistas con tantos títulos como los directores) tendrían derecho a elegir a «Nueve Hombres» de

entre ellos, a quienes los Diecisiete Señores estarían obligados a consultar sobre los «grandes e importantes asuntos», y que asimismo estarían autorizados a supervisar la contabilidad anual de las seis cámaras y a nombrar, junto con los Diecisiete Señores, a los futuros candidatos a directores. Además, en marzo de 1623 se acordó que los Nueve Hombres tendrían derecho a asistir (aunque sin voto) a las reuniones de los Diecisiete Señores, así como a revisar los gastos de compra anuales. Los participantes principales también estarían autorizados a nombrar auditores (*rekeningopnemers*) para comprobar las cuentas remitidas a los Estados Generales[182]. Los accionistas también se vieron apaciguados por la decisión, en 1632, de establecer un dividendo estándar del 12,5 por ciento, que representaba el doble del tipo del interés al que la compañía podía pedir dinero prestado[183]. El resultado de esta política era que en lo sucesivo prácticamente todos los beneficios netos de la compañía se distribuirían entre los accionistas[184]. Asimismo, se aseguraría a estos contra la reducción del valor de sus títulos. Curiosamente, la base de capital seguiría siendo en esencia la misma durante toda la existencia de la VOC[185]. Cuando se requerían desembolsos de capital, la VOC recaudaba dinero no emitiendo nuevas acciones, sino emitiendo deuda en forma de bonos. De hecho, tan bueno era el crédito de la compañía en la década de 1670 que esta pudo actuar como intermediaria en un préstamo de dos millones de florines de los estados de Holanda y Zelanda.

Obviamente, ninguna de estas disposiciones habría resultado sostenible si la VOC no hubiera pasado a ser rentable a mediados del siglo XVII. Ello fue, en gran medida, un logro de Jan Pieterszoon Coen, un belicoso joven que tenía muy clara la relación entre comercio y coacción. Como él mismo diría: «No podemos hacer la guerra sin el comercio, ni el comercio sin la guerra»[186]. Era implacable en su trato con los competidores, ejecutando a los representantes de la Compañía Británica de las Indias Orientales en Amboina y barriendo prácticamente del mapa a los bandaneses autóctonos. En mayo de 1619, Coen, auténtico imperialista de nacimiento, se hizo con el control del pequeño puerto javanés de Yakarta, al que rebautizó como Batavia, y en su momento, con solo treinta años de edad, se convirtió en el primer gobernador general de las Indias Orientales Holandesas. Él y su sucesor, Antonie van Diemen, expandieron sistemáticamente el poder holandés en la región, expulsando a los ingleses de las islas Banda, a los españoles de Ternate y Tidore y a los portugueses de Malaca. En 1657 los holandeses controlaban casi toda Ceilán (la actual Sri Lanka), mientras que en la década siguiente se presenció una expansión aún mayor a lo largo de la costa malabar en el subcontinente y en las islas Célebes (o Sulawesi). También había florecientes bases holandesas en las costa de Coromandel[187]. La potencia de fuego y el comercio exterior surcaban juntos los mares en barcos como el *Batavia*, del que todavía hoy puede verse una magnífica réplica en Lelystad, en la costa holandesa.

Los beneficios comerciales de esta agresiva estrategia fueron sustanciales. En la década de 1650 la VOC había establecido un eficaz y extremadamente lucrativo

monopolio sobre la exportación de clavo, macis y nuez moscada (la producción de pimienta estaba demasiado dispersa como para poder monopolizarla), y se estaba convirtiendo en un importante canal para las exportaciones textiles indias desde Coromandel[188]. Actuaba asimismo como centro del comercio intraasiático, intercambiando plata y cobre japoneses por tejidos indios, y por oro y seda de China. A su vez, los tejidos indios podían intercambiarse por pimienta y especias de las islas del Pacífico, que luego podían emplearse para adquirir metales preciosos de Oriente Próximo[189]. Más tarde, la compañía proporcionó también diversos servicios financieros a otros europeos en Asia, especialmente a Robert Clive, que transfirió una gran parte de la fortuna que había obtenido conquistando Bengala a Londres a través de Batavia y Amsterdam[190]. Dado que era la primera gran empresa del mundo, la VOC podía combinar las economías de escala con unos costes de transacción reducidos y lo que los economistas denominan «externalidades de red», el beneficio de compartir información entre múltiples empleados y agentes[191]. Como le ocurría a la Compañía Británica de las Indias Orientales, el mayor reto de la VOC era el llamado «problema del mandante y el mandatario»: la tendencia de los agentes que la representaban en los diversos puntos a negociar en beneficio propio, echar a perder las transacciones o simplemente defraudar a la empresa. Esto, sin embargo, se contrarrestó en parte mediante un inusual sistema de retribuciones, que vinculaba la remuneración a las inversiones y las ventas, dando prioridad a la facturación antes que a los beneficios netos[192]. El volumen de negocio se disparó. En la década de 1620, 50 barcos de la VOC habían vuelto de Asia cargados de productos; en la de 1690 la cifra era de 156 barcos[193]. Entre 1700 y 1750 el tonelaje del transporte holandés que doblaba el cabo de Buena Esperanza se duplicó, y todavía en una fecha tan tardía como 1760 seguía siendo aproximadamente el triple de la correspondiente cifra para el transporte inglés[194].

El auge económico y político de la VOC puede verse reflejado en el precio de sus acciones. El mercado de valores de Amsterdam era ciertamente inestable, ya que sus inversores reaccionaban a cualesquiera rumores de guerra, de paz y de naufragios de un modo vívidamente descrito por el judío sefardí José Penso de la Vega en su libro titulado —con gran acierto— *Confusión de confusiones* (1688). Pero la tendencia a largo plazo fue claramente alcista durante más de un siglo tras la fundación de la compañía. Entre 1602 y 1733 las acciones de la VOC pasaron de la paridad (100) a alcanzar un máximo histórico de 786, y ello pese al hecho de que desde 1652 hasta la Revolución Gloriosa de Inglaterra (1688) la compañía hubo de sufrir la belicosa competencia británica[195]. Tal apreciación sostenida del capital, combinada con los dividendos regulares y unos precios al consumo estables,[196] aseguró que los mayores accionistas como Dirck Bas se enriquecieran enormemente. Ya en 1650 los pagos de dividendos totales representaron ocho veces la inversión original, lo que implicaba una tasa de rendimiento anual del 27 por ciento[197]. Lo llamativo, no obstante, es el hecho de que jamás existiera nada que pudiera considerarse

propiamente una *burbuja* en la Compañía Holandesa de las Indias Orientales. A diferencia de la burbuja del mercado de futuros de los tulipanes de 1636-1637, el incremento de las cotizaciones de la VOC se produjo de una manera gradual, extendiéndose a lo largo de más de un siglo, y aunque su descenso fue más rápido, aun así necesitó más de sesenta años para caer hasta 120, lo que ocurrió en diciembre de 1794. Este auge y caída siguió muy de cerca al auge y caída del propio Imperio holandés. Las cotizaciones de las acciones en otras sociedades mercantiles monopolistas, en apariencia similares a la VOC, se comportaron de forma muy distinta, disparándose y luego desplomándose en el lapso de solo unos pocos meses. Para entender por qué, hemos de volver a encontrarnos con John Law.

Para el rebelde escocés, las finanzas holandesas representaron una especie de revelación. Law se sentía fascinado por las relaciones entre la Compañía de las Indias Orientales, el Banco de Cambio y la Bolsa. Atraído siempre por el juego, Law encontraba la Bolsa de Amsterdam más excitante que cualquier casino. Se maravillaba ante las estratagemas de los vendedores al descubierto, que difundían rumores negativos para tratar de forzar a la baja las cotizaciones de la VOC, o de los especialistas en *windhandel*, que negociaban especulativamente en acciones de las que ni siquiera estaban en posesión. La innovación financiera estaba por todas partes. El propio Law puso en marcha un ingenioso plan para asegurar a los propietarios de billetes de la lotería nacional holandesa contra los malos resultados.

Pero a Law no dejaba de chocarle el sistema financiero holandés por sus carencias. Para empezar, parecía desatinado restringir el número de acciones de la Compañía de las Indias Orientales cuando el mercado se mostraba tan enamorado de ellas. Asimismo, Law se sentía desconcertado por el conservadurismo del Banco de Cambio de Amsterdam. Su «dinero bancario» había resultado un éxito, pero en gran medida este adoptaba la forma de meras columnas de cifras en los libros del banco. Aparte de los recibos emitidos a los comerciantes que depositaban moneda en el banco, el dinero no tenía existencia física. En la mente de Law empezaba a tomar forma la idea de una asombrosa modificación de esas instituciones, que combinaría las propiedades de una sociedad mercantil monopolista con las de un banco público que emitiera papel moneda a la manera del Banco de Inglaterra. Law ardía en deseos de probar un sistema completamente nuevo de finanzas en un país que no recelara de ello. Pero ¿en cuál?

Primero probó suerte en Génova, cambiando divisas y valores. Luego pasó algún tiempo en Venecia, negociando de día y jugando de noche. Asociándose con el conde de Islay, acumuló también una sustancial cartera en el mercado de valores de Londres (lo que sugiere que Law estaba bien relacionado, aunque no por ello dejaba de tener mala fama por su dudosa conducta: lady Catherine Knowles, hija del conde de Banbury, pasaba por ser su esposa y era la madre de sus dos hijos, pese al hecho de

que estaba casada con otro hombre). En 1705 presentó al Parlamento escocés una propuesta para la creación de un nuevo banco, cuyo texto sería publicado más tarde con el título de *Reflexiones sobre el dinero y el comercio*. Su idea central era que el nuevo banco debía emitir pagarés con intereses, que reem pla za rían la función de las monedas. El proyecto fue rechazado por el Parlamento poco antes de que se aprobara el Acta de Unión con Inglaterra[198]. Desengañado de su patria, Law se trasladó a Turín, y en 1711 obtuvo una audiencia con Víctor Amadeo II, duque de Saboya. En sus inéditos «Memoriales del Piamonte», Law defendía de nuevo su idea del papel moneda. Para él, solo la confianza era la base del crédito público; con confianza, los billetes de banco servirían tan bien como las monedas. «He descubierto el secreto de la piedra filosofal —le diría a un amigo—: convertir el papel en oro.»[199] El duque puso reparos a su idea, afirmando: «No soy lo bastante rico como para arruinarme».

LA PRIMERA BURBUJA.

¿Por qué fue precisamente en Francia donde se le dio a Law la oportunidad de probar su alquimia financiera? Al fin y al cabo, los franceses le conocían bien: en 1708 el marqués de Torcy, ministro de Exteriores de Luis XIV, le había identificado como un *joueur* («jugador») profesional y posible espía. La respuesta es que los problemas fiscales de Francia eran especialmente desesperados. Cargado con una enorme deuda pública como resultado de las guerras de Luis XIV, el gobierno estaba al borde de la que sería su tercera bancarrota en menos de un siglo. Se juzgó necesaria una revisión de las deudas vigentes de la Corona, lo que llevó a la cancelación y reducción de muchas de ellas en lo que de hecho fue un impago parcial. Aun así, habían de emitirse 250 millones de unos nuevos pagarés con intereses denominados *billets d'état* para financiar el déficit. Y las cosas todavía se pusieron peor con el intento de reducir la cantidad de oro y plata acuñadas, lo que hizo que la economía entrara en recesión[200]. Law afirmaba tener la solución a todos aquellos problemas.

En octubre de 1715, la primera propuesta de Law para la creación de un banco público emisor de billetes fue sometida al consejo real, que la rechazó debido a la oposición del duque de Noailles a la atractiva sugerencia de Law de que el banco debería de actuar también como cajero de la Corona, recaudando todos los pagos tributarios. Más éxito tuvo su segunda propuesta, esta vez para un banco meramente privado, y en mayo de 1716 se creaba la Banque Générale bajo la dirección del propio Law. Se autorizó a la entidad a emitir billetes pagaderos en especie (oro o plata) durante un período de veinte años. El capital se estableció en seis millones de libras francesas (1200 acciones de 5000 libras cada una), tres cuartas partes de las cuales se pagarían en los ya algo depreciados *billets d'état* (de modo que el capital efectivo se aproximaba a las 2.850 000 libras)[201]. Al principio parecía una empresa bastante modesta, pero Law siempre tenía grandes ideas en mente, y estaba decidido

a vendérselas al duque de Orleans, regente durante la minoría de edad de Luis XV. En 1717 dio otro paso más al decretarse que los billetes de la Banque Générale serían de uso obligatorio en el pago de todos los impuestos, una medida que inicialmente encontró resistencia en algunos lugares, pero que fue impuesta eficazmente por el gobierno.

La ambición de Law era recuperar la confianza económica en Francia estableciendo un banco público, basado en el modelo holandés, pero con la diferencia de que este emitiría papel moneda. Al invertirse el dinero en el banco, la enorme deuda del gobierno se consolidaría. Al mismo tiempo, el papel moneda reavivaría el comercio francés, y, con él, la potencia económica de Francia. «El banco no es la única ni la más grandiosa de mis ideas —le diría al regente—. Produciré una obra que sorprenderá a Europa por los cambios que efectuará en favor de Francia; cambios más poderosos de los que produjo el descubrimiento de las Indias.»[202]

Law había estudiado las finanzas en la republicana Holanda, pero desde el primer momento supo ver que la Francia absolutista representaría un mejor escenario para lo que pasaría a conocerse como «Sistema de Law». «Sostengo —escribiría— que un príncipe absoluto que sabe cómo gobernar puede extender más su crédito y encontrar los fondos necesarios a un tipo de interés más bajo que un príncipe cuya autoridad se vea limitada.» Era una teoría absolutista de las finanzas, basada en la afirmación de que «en las autoridades crediticias, como en las militares y legislativas, el poder supremo debe residir en una sola persona»[203]. La clave era hacer que el crédito real funcionara de forma más productiva que en el pasado, cuando la Corona había pedido dinero prestado como una precaria forma de financiar sus guerras. En el plan de Law, el monarca delegaría en la práctica su crédito a «una sociedad mercantil, en la que todos los materiales de comercio del reino recaen sucesivamente y se acumulan en uno solo». Toda la nación se convertiría, según sus palabras, «en un cuerpo de comerciantes, que recurren el efectivo del banco real, en el que, como consecuencia se reunifica todo el comercio, el dinero y la mercancía»[204].

Como en el caso holandés, el imperio desempeñaba un papel clave en la visión de Law. Para él, se estaba haciendo demasiado poco por desarrollar las posesiones francesas de ultramar. En consecuencia, se propuso hacerse con el control del comercio de Francia con el territorio de Luisiana, un territorio tan vasto como absolutamente subdesarrollado que se extendía desde el delta del Mississippi hacia el Medio Oeste estadounidense, y que equivalía aproximadamente a una cuarta parte de lo que hoy es Estados Unidos. En 1717 se concedía a una nueva Compañía de Occidente (Compagnie d'Occident) el monopolio del comercio con Luisiana (además del control de los asuntos internos de la colonia) por un período de veinticinco años. El capital de la compañía se establecía en 100 millones de libras, una suma sin precedentes en Francia. El precio de las acciones se fijaba en 500 libras cada una, y se alentaba a todos los franceses, independientemente de su posición social, así como a los extranjeros, a comprarlas (a plazos) con los *billets d'état*, que iban a ser

retirados y convertidos en *rentes* (bonos perpetuos) al 4 por ciento. El nombre de Law encabezaba la lista de directores de la empresa.

Es cierto que hubo cierta resistencia inicial al Sistema de Law. El duque de Saint-Simon observaba atinadamente:

> Un establecimiento de esta clase puede ser bueno en sí mismo; pero eso solo es así en una república o en una monarquía como Inglaterra, cuyos financieros están controlados por aquellos solos que les abastecen, y que solo les abastecen en la medida que les place. Pero en un Estado que es débil, mudable y absoluto, como Francia, la estabilidad necesariamente ha de brillar por su ausencia; dado que el rey… puede derribar el Banco, una tentación que resultaría demasiado grande, y al mismo tiempo demasiado fácil[205].

Como para probar esas afirmaciones, a comienzos de 1718 el Parlamento de París lanzó un feroz ataque contra el nuevo ministro de Hacienda, René d'Argenson —y también contra el banco de Law—, a raíz de la depreciación del 40 por ciento del contenido metálico de la moneda ordenada por el primero, lo cual había provocado, según se quejaba el Parlamento, «un caos tan grande y tan oscuro que no hay modo de saber nada de él»[206]. Al mismo tiempo, una empresa rival, fundada por los hermanos Pâris, estaba teniendo más éxito a la hora de atraer a nuevos inversores que la Compañía de Occidente de Law. Sin embargo, con un estilo auténticamente absolutista, el regente reafirmó por la fuerza las prerrogativas de la Corona, para gran deleite —y provecho— de Law («¡Cuán grande es el beneficio de un poder despótico —observaba este— en los comienzos de una institución sometida a tanta oposición por parte de una nación que todavía no se ha acostumbrado a ella!»)[207]. Asimismo, a partir de finales de 1718 el gobierno garantizó a la Compañía de Occidente toda una serie de privilegios que se esperaba que aumentaran el atractivo de sus acciones. En agosto se le otorgó el derecho a recaudar todos los ingresos del tabaco. En diciembre adquirió los privilegios de la Compañía de Senegal. En un nuevo intento de reforzar la posición de Law, se dio el espaldarazo real a la Banque Générale, y en diciembre de 1718 esta se convertía en la Banque Royale, de hecho el primer banco central francés. Para aumentar el atractivo de sus billetes, en lo sucesivo estos podrían cambiarse o bien por *écus de banque* (que representaban cantidades fijas de plata), o bien por las —más comúnmente utilizadas— *livres tournois* (una unidad de cuenta cuya relación con el oro y la plata podía variar). En julio, no obstante, se dejaron de imprimir billetes de *écu* y se retiraron los que había,[208] mientras que un decreto del 22 de abril de 1719 estipulaba que los billetes de banco debían quedar excluidos de

las «disminuciones» periódicas (de precio) a las que estaba sujeta la plata[209]. Se había iniciado la transición de Francia de la moneda metálica al papel moneda.

Mientras tanto, la Compañía de Occidente seguía expandiéndose. En mayo de 1719 se hizo con el control de las Compañías de las Indias Orientales y de la China para formar la Compañía de las Indias (Compagnie des Indes), más conocida como la Compañía del Mississippi. En julio, Law consiguió los beneficios de la ceca real por un período de nueve años. En agosto le arrebató la concesión de las recaudaciones tributarias indirectas cedidas a particulares a un financiero rival al que se la habían otorgado un año antes. En septiembre la compañía aceptó prestar 1200 millones de libras a la Corona a fin de que esta liquidara íntegramente toda la deuda real. Un mes más tarde, Law se hizo con el control de la recaudación de todos los impuestos directos.

Law estaba orgulloso de su Sistema. Lo que había existido hasta entonces —escribiría— no era mucho más que «un método de recibos y desembolsos». Aquí, en cambio, «hay una cadena de ideas que se respaldan mutuamente, y que manifiestan cada vez más el principio del que provienen»[210]. En términos modernos, lo que intentaba Law podría calificarse de reflación. La economía francesa había entrado en recesión en 1716, y es evidente que la expansión de Law de la masa monetaria con billetes de banco vino a proporcionar el estímulo que tanto se necesitaba[211]. Al mismo tiempo, trataba (no sin razón) de convertir una deuda pública tan agobiante como mal gestionada en el conjunto de acciones de una enorme sociedad mercantil monopolista y de recaudación tributaria privatizada[212]. Si lo lograba, las dificultades financieras de la monarquía francesa tocarían a su fin.

Pero Law no tenía una idea clara de dónde debía detenerse. Antes al contrario, como accionista mayoritario de lo que ahora era una inmensa empresa, tenía un marcado interés personal en permitir la expansión monetaria, que su propio banco podía generar, a fin de alimentar una burbuja de activos de la que él, más que nadie, sería el beneficiario. Era algo parecido a como si en la actualidad un mismo hombre dirigiera las quinientas mayores empresas de Estados Unidos a la vez que el Tesoro y la Reserva Federal estadounidenses. ¿Sería probable que esa persona subiera los impuestos sobre sociedades o los tipos de interés a riesgo de reducir el valor de su enorme cartera de acciones? Además, el Sistema de Law tenía que crear por fuerza una burbuja, o de lo contrario fracasaría. La adquisición de las otras empresas y de los derechos de recaudación tributaria se financiaba no con los beneficios de la compañía, sino simplemente emitiendo nuevas acciones. El 17 de junio de 1719, la Compañía del Mississippi emitió 50 000 de ellas a un precio de 550 libras francesas cada una (aunque cada acción tenía un valor nominal de 500 libras, al igual que ocurriera con las acciones de la Compañía de Occidente). Para asegurar el éxito de la emisión, Law en persona la avaló, una jugada característica que, según él mismo admitiría, le costó más de una noche de insomnio. Y para evitar la acusación de que él sería el único beneficiario en el caso de que las acciones subieran de precio, otorgó

a los accionistas de la Compañía de Occidente el derecho exclusivo de adquisición de las nuevas acciones (que pasaron a conocerse como «hijas», dado que a las anteriores se las denominaba «madres»)[213]. En julio de 1719, Law emitió un tercer paquete de 50 000 acciones (las «nietas»), esta vez al precio de 1000 libras francesas cada una, a fin de recaudar los 50 millones de libras que necesitaba para pagar la ceca real. En buena lógica, este aumento del número de accionistas sin que lo hiciera el valor de los activos debería haber hecho que el precio de una acción individual disminuyera. ¿Cómo pudo justificar Law que el precio de emisión se duplicara?


N.° 84 Compagnie des Indes.
DIVIDENDE D'UN DIXIÈME D'ACTION; SIX DERNIERS MOIS mil sept cent cinquante-six.

N.° 84 Compagnie des Indes.
DIVIDENDE D'UN DIXIÈME D'ACTION; SIX PREMIERS MOIS mil sept cent cinquante-sept.

N.° 84 Compagnie des Indes.
DIVIDENDE D'UN DIXIÈME D'ACTION; SIX DERNIERS MOIS mil sept cent cinquante-sept.

DIXIÈME D'ACTION de la Compagnie des Indes.
N.° 84
LE Porteur a intérêt dans la Compagnie des Indes, pour UN DIXIÈME D'ACTION. A Paris, le 2 Janvier 1755.

CONTROLLÉ EN VERTU DE LA MEME DÉLIBÉRATION. Signé pour la COMPAGNIE DES INDES, en vertu de la Délibération du 3 Juillet 1754.

Quatre-vingt-quatre

El objeto de la especulación: décima de acción de la Compagnie des Indes (también conocida como Compañía del Mississippi).

Aparentemente, el desplazamiento que justificaba unas cotizaciones más elevadas era la promesa de los futuros beneficios derivados de Luisiana. De ahí que Law dedicara tantos esfuerzos a evocar una visión de color de rosa de la colonia como un auténtico Jardín del Edén, habitado por amistosos salvajes, ansiosos por proporcionar todo un caudal de productos exóticos para su envío a Francia. Para llevar a cabo todo

ese tráfico comercial, se creó una gran ciudad en la desembocadura del Mississippi: Nueva Orleans, así bautizada para halagar al siempre receloso regente. Tales visiones, como hoy sabemos, no carecían totalmente de fundamento; pero su materialización aguardaba todavía en un lejano futuro. Y aunque es cierto que se reclutó a unos cuantos miles de alemanes empobrecidos de Renania, Suiza y Alsacia para que hicieran las veces de colonos, lo que encontraron los desafortunados emigrantes cuando llegaron a Luisiana fue una sofocante ciénaga infestada de insectos. En el plazo de un año, el 80 por ciento de ellos habían muerto de hambre o a causa de enfermedades tropicales como la fiebre amarilla[214].

A corto plazo, pues, hacía falta otra clase distinta de desplazamiento para justificar los dividendos del 40 por ciento que Law estaba pagando. Y la proporcionó el papel moneda. Desde el verano de 1719, los inversores que deseaban adquirir «hijas» y «nietas» contaron con la generosa ayuda de la Banque Royale, que permitió a los accionistas pedir dinero prestado utilizando sus propias acciones como garantía; un dinero que luego podían invertir en comprar más acciones. De manera predecible, las cotizaciones se dispararon. El primero de agosto las «madres» originales se cotizaban a 2750 libras; el 30 del mismo mes, a 4100, y el 4 de septiembre, a 5000. Esto animó a Law a emitir 100 000 acciones más al nuevo precio del mercado. Luego, el 28 de septiembre y el 2 de octubre, siguieron otras dos emisiones de la misma cantidad, y dos días después, otro paquete, más pequeño, de 24 000 acciones (aunque estas últimas no llegaron a ofrecerse al público). En el otoño de 1719 la cotización superó las 9000 libras, alcanzando un nuevo máximo (10 025) el 2 de diciembre. El mercado de futuros extraoficial contempló su cotización a 12 500 libras pagaderas en marzo de 1720. Se estaba pasando con rapidez de la fase de euforia a la de manía[215].

Hubo algunas personas que empezaron a recelar. «¿Es que todos os habéis vuelto locos en París? —escribía Voltaire a M. de Génonville en 1719—. Es un caos que no alcanzo a entender.»[216] El banquero y economista irlandés Richard Cantillon estaba tan seguro de que el Sistema de Law se desmoronaría que lo vendió todo y abandonó París a primeros de agosto del mismo año[217]. Desde Londres, Daniel Defoe mostraba su desdén: los franceses se habían limitado a «acumular aire refinado». La carrera de Law —se mofaba— ilustraba una nueva estrategia para tener éxito en la vida:

> Tienes que calzarte una espada, matar a un petimetre o dos, ir a [la cárcel de] Newgate, ser condenado a la horca, escaparte de la cárcel si puedes —*lo que, por cierto, conviene recordar*—, pasar a algún país extranjero, convertirte en jugador de bolsa, crear una acción Mississippi, hacer una burbuja de toda una nación, y no tardas en convertirte en un gran hombre; eso si tienes muy buena suerte[218].

No obstante, un número sustancial de parisinos acomodados se dejaron seducir por Law. Bien provisto del dinero que él mismo fabricaba, se ofrecía a pagar los atrasos de las pensiones e incluso a pagar las pensiones por adelantado, una manera segura de ganar apoyo entre las clases privilegiadas. En septiembre de 1719 había montones de personas abarrotando la calle Quincampoix, una estrecha vía de comunicación entre las calles St. Martin y St. Denis, donde la compañía tenía su oficina de emisión de acciones. Un empleado de la embajada británica la describía como «llena desde primera hora de la mañana hasta última hora de la noche de príncipes y princesas, duques y pares y duquesas, etcétera, en una palabra, todo lo que es grande en Francia. Venden propiedades y empeñan joyas para comprar Mississippi»[219]. Lady Mary Wortley Montagu, que visitó París en 1719, se mostró «encantada […] de ver a un inglés (o al menos a un británico) absoluto en París, me refiero al señor Law, que trata a sus duques y pares extremadamente *de haut en bas* y es tratado por ellos con la más absoluta sumisión y respeto. ¡Pobre gente!»[220]. Fue en aquellos embriagadores momentos cuando se acuñó por primera vez la palabra *millonario* (como los empresarios, también los millonarios, pues, se inventaron en Francia).

Apenas resulta sorprendente que el 10 de diciembre se viera por primera vez a John Law en misa, ya que este se había convertido al catolicismo para poder optar a cargos públicos. Lo cierto es que tenía mucho que agradecer a su Creador. Cuando, al mes siguiente, fue nombrado interventor general de Finanzas, su triunfo fue completo. Con ello pasaba ahora a estar a cargo de:

• la recaudación de todos los impuestos indirectos de Francia;
• toda la deuda nacional francesa;
• las veintiséis cecas francesas que producían las monedas de oro y plata del país;
• la colonia de Luisiana:
• la Compañía del Mississippi, que tenía el monopolio sobre la importación y venta de tabaco;
• el comercio francés de pieles con Canadá, y
• todo el comercio francés con África, Asia y las Indias Orientales.

Además, por derecho propio, Law poseía:

• el Hôtel de Nevers, en la calle Richelieu (hoy sede de la Biblioteca Nacional de Francia);
• el palacio de Mazarino, donde la compañía tenía sus oficinas;
• más de una tercera parte de los edificios de la plaza Vendôme (por entonces plaza de Luis el Grande);
• más de doce haciendas;

• varias plantaciones en Luisiana, y
• 100 millones de libras en acciones de la Compañía del Mississippi[221].



El final del espectáculo en la calle Quincampoix, 1719; grabado de *La gran escena de la locura*, publicada en Amsterdam un año después.

Luis XIV de Francia había dicho: *L'état, c'est moi*, «el Estado soy yo»; John Law podía decir legítimamente: *L'économie, c'est moi*, «la economía soy yo».

En realidad, John Law prefería jugar a rezar. En marzo de 1719, por ejemplo, había apostado con el duque de Borbón mil luises de oro nuevos a que aquel invierno y aquella primavera ya no habría más escarcha (por cierto, perdió). En otra ocasión apostó 10 000 contra 1 a que un amigo no podía sacar un número determinado con seis dados en una jugada (probablemente esta vez también perdiera, dado que hay solo 31 resultados posibles y la probabilidad de sacar 21 es aproximadamente una entre diez). Pero su mayor apuesta fue su propio Sistema. El «discurso cotidiano» de

Law, según informaba un inquieto diplomático inglés en agosto de 1719, era que iba a «colocar a Francia más alto de lo que jamás había estado antes, y a ponerla en situación de dictar la ley a toda Europa; que podía arruinar el comercio y el crédito de Inglaterra y Holanda siempre que quisiera; que podía quebrar nuestro banco siempre que le viniera en gana; y nuestra Compañía de las Indias Orientales»[222]. Predicando con el ejemplo, Law apostó con Thomas Pitt, conde de Londonderry (y tío del primer ministro, William Pitt) que la cotización de las acciones británicas caería el año siguiente. Luego vendió en descubierto 100 000 libras esterlinas de acciones de las Indias Orientales por 180 000 libras (esto es, al precio de 180 libras por acción, o un 80 por ciento por encima de su valor nominal) pagaderas el 25 de agosto de 1720[223] (el precio de las acciones a finales de agosto de 1719 era de 194 libras, lo que muestra que las expectativas de Law eran una disminución de los precios de 14 libras).

Pero el truco que sostenía la confianza de Law no podía mantenerse indefinidamente. Aun antes de su nombramiento como interventor general, los primeros signos de la cuarta fase del ciclo de la burbuja de cinco etapas —la aflicción — ya habían empezado a manifestarse. Cuando la cotización de las Mississippi empezó a bajar en diciembre de 1719, llegando a 7930 el 14 de ese mes, Law recurrió al primero de lo que sería un gran número de expedientes artificiales para apuntalarlas, abriendo una oficina en la Banque Royale que garantizaba la compra (y venta) de las acciones a un precio mínimo de 9000 libras francesas. Para facilitar las cosas, el 22 de febrero de 1720 se anunció que la compañía se hacía con el control de la Banque Royale. Law creó asimismo opciones (*primes*), con un coste de 1000 libras, que autorizaban al propietario a comprar una acción por 10 000 libras durante los seis meses siguientes (esto es, a un precio efectivo de 11 000 libras, 900 por encima del precio máximo real de 10 100 alcanzado el 8 de enero). Estas medidas bastaron para mantener la cotización por encima de las 9000 libras hasta mediados de enero (aunque el efecto del precio mínimo fue el de privar de valor a las opciones; generosamente, Law permitió a sus titulares que las convirtieran en acciones al precio de diez *primes* por acción).



La inflación, sin embargo, estaba acelerándose de manera alarmante fuera del mercado de valores. En su máximo de septiembre de 1720 los precios en París eran aproximadamente el doble que dos años antes, un incremento que se había producido sobre todo en los once meses anteriores. Ello era un reflejo del extraordinario incremento de la circulación de billetes que había provocado Law. En el lapso de poco más de un año había más que duplicado el volumen de papel moneda. En mayo de 1720 la masa monetaria total (billetes de banco, y también acciones públicas, dado que estas podían convertirse en efectivo a voluntad) era aproximadamente cuatro veces mayor en libras francesas que el conjunto de la moneda de oro y plata que Francia había utilizado previamente[224]. No resulta sorprendente que algunas personas empezaran a prever una depreciación de los billetes de banco, y empezaran a revertir al pago en oro y plata. Con su tendencia absolutista, la respuesta inicial de Law fue recurrir a la imposición. Los billetes de banco se convirtieron en moneda de curso legal. Se prohibió la exportación de oro y plata, al igual que la producción y venta de objetos de ambos metales. Por el *arrêt* del 27 de febrero de 1720 se declaraba ilegal que cualquier ciudadano particular estuviera en posesión de más de 500 libras francesas de moneda metálica, permitiendo a las autoridades que impusieran la medida registrando las casas de la gente. Voltaire lo calificó como «el edicto más injusto jamás promulgado» y «el límite último de un tiránico absurdo»[225].

Al mismo tiempo, Law jugueteaba obsesivamente con el tipo de cambio de los billetes de banco con relación al oro y la plata, alterando el precio oficial del oro

hasta veintiocho veces, y el de la plata no menos de treinta y cinco, entre septiembre de 1719 y diciembre de 1720, todo ello en un intento de hacer los billetes de banco más atractivos que las monedas para el público en general. Pero aquel flujo de regulaciones, a veces contradictorias, solo sirvió para desconcertar a la gente e ilustrar la tendencia de cualquier régimen absolutista a inventarse las reglas económicas a su conveniencia. «Por una nueva y secreta magia —recordaría más tarde un observador—, las palabras se juntaban y formaban edictos que nadie comprendía, y el aire se llenaba de oscuras ideas y quimeras.»[226] Un día el oro y la plata podían exportarse libremente; al siguiente no. Un día se imprimían billetes de banco a toda la velocidad que las prensas daban de sí; al siguiente Law trataba de restringir la cantidad de billetes con un tope de 1,2 millones. Un día había un precio mínimo de 9000 libras francesas para las acciones Mississippi; al siguiente no. Cuando se eliminó este mínimo, el 22 de febrero, las acciones —como era de prever — se desplomaron. A finales de ese mismo mes habían bajado a 7825 libras. El 5 de marzo, aparentemente presionado por el regente, Law realizó otro giro radical, restableciendo el mínimo de 9000 libras y reabriendo la oficina para comprar las acciones a ese precio. Pero eso significaba volver a quitarle el tope a la masa monetaria; y ello a pesar de que en el mismo decreto se afirmaba que «el billete de banco era un dinero cuyo valor no podía alterarse», y pese al compromiso previo con el tope de 1,2 millones de libras[227]. Por entonces los pequeños inversores estaban más que contentos de tener 9000 libras en efectivo por cada una de sus acciones. Entre febrero y mayo de 1720 hubo un incremento del 94 por ciento en la posesión pública de billetes de banco. Mientras tanto, la posesión pública de acciones caía a menos de la tercera parte del número total de acciones emitidas. Parecía inevitable que antes de que transcurriera mucho tiempo todas las acciones se venderían en masa a la compañía, desatando una nueva inundación de billetes de banco y un aumento de la inflación.

El 21 de mayo, en una jugada desesperada para evitar la debacle, Law indujo al regente a promulgar un decreto deflacionario, disminuyendo el precio oficial de las acciones de la compañía, en varias fases mensuales, de 9000 a 5000 libras, y reduciendo al mismo tiempo a la mitad el número de billetes de banco en circulación. También devaluó los propios billetes de banco, tras haber revocado la orden anterior que garantizaba que tal cosa no iba a ocurrir. Fue entonces cuando los límites de la monarquía absoluta —el fundamento del Sistema de Law— se hicieron repentinamente evidentes. El violento clamor público forzó al gobierno a revocar estas medidas solo seis días después de que se anunciaran; pero para entonces el daño a la confianza pública en el Sistema era ya irreparable. Tras cierta calma inicial, la cotización de las acciones bajó de 9005 libras (16 de mayo) a 4200 (31 de mayo). Empezaron a concentrarse multitudes airadas delante del Banco, que tenía dificultades para hacer frente a la demanda de billetes. Se arrojaron piedras, se rompieron ventanas. «La peor pérdida —escribía un observador inglés— recae en la

gente de este país, y afecta a todas las clases y condiciones. No es posible expresar cuán grandes y generales han resultado ser su consternación y desesperación en esta ocasión; los príncipes de sangre y todos los grandes hombres claman ardientemente contra ello.»[228] Law fue rotundamente denunciado en una sesión extraordinaria del Parlamento. El regente dio marcha atrás, revocando el decreto del 21 de mayo. Law se ofreció a renunciar, pero el 29 de mayo fue destituido de manera fulminante. Asimismo, quedó bajo arresto domiciliario; de hecho, sus enemigos querían verle en la Bastilla. Por segunda vez en su vida, Law se enfrentaba a la cárcel, posiblemente incluso a la muerte (una comisión de investigación no tardó en encontrar evidencias de que las emisiones de billetes de banco realizadas por Law habían quebrantado el límite autorizado, de modo que existía base suficiente para un proceso penal). La Banque Royale cerró sus puertas.

Pero John Law era un artista del escapismo además de serlo de la estafa. Pronto se hizo evidente que nadie sino él tenía la menor posibilidad de evitar un colapso completo del sistema financiero, que era, al fin y al cabo, su Sistema. Su retorno al poder (ahora en el puesto, más discreto, de intendente general de comercio) provocó una recuperación del mercado de valores, con las acciones de la Compañía del Mississippi remontando de nuevo a las 6350 libras francesas el 6 de junio. Sin embargo, este fue solo un alivio transitorio. El 10 de octubre, el gobierno se vio forzado a reintroducir el uso del oro y la plata en las transacciones de ámbito nacional. No pasó mucho tiempo sin que la cotización de las Mississippi reanudara su descenso, llegando a 2000 libras en septiembre y a 1000 en diciembre. Era imposible evitar ya el pánico a gran escala. Fue en ese momento cuando Law, vilipendiado por el pueblo y satirizado por la prensa, abandonó finalmente el país. Pero antes de irse tuvo una «emotiva despedida» con el duque de Orleans. «Señor —le dijo Law—, reconozco que he cometido grandes errores. Los he cometido porque soy meramente humano, y todos los hombres pueden errar. Pero declaro que ninguno de tales actos se debía a malicia o deshonestidad, y que nada de esa índole se descubrirá en todo el curso de mi conducta.»[229] Pese a ello, no se permitió a su esposa ni su hija abandonar Francia mientras él estuviera sometido a investigación.

Para entonces la burbuja de las Mississippi había reventado como si la hubieran pinchado con una espada, y el ruido del aire al escapar resonaba por toda Europa. Tan indignado estaba cierto inversor holandés que incluso encargó la elaboración especial de unas láminas satíricas en China. La inscripción de una de ellas rezaba: «¡Dios mío! ¡Todas mis acciones sin valor!»; otra es todavía más directa: «Acciones de mierda y negocio de humo». Lo cierto es que para los inversores de Amsterdam la compañía de Law no había estado comerciando con nada que fuera más sustancial que el humo, en marcado contraste con la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, que había entregado literalmente productos en forma de especias y tejidos. Como decían los versos de una tira cómica holandesa:

Esta es la maravillosa tierra del Mississippi,
famosa por sus transacciones bursátiles,
que mediante el engaño y la conducta taimada,
ha malgastado incontables tesoros.
Pero los hombres consideran que las acciones,
son aire y humo, y nada más.

Se produjeron y publicaron toda una serie de grabados humorísticos y alegóricos, como el titulado *La gran escena de la locura*, donde se representaba a unos agentes de bolsa con el culo al aire, comiendo monedas y excretando acciones Mississippi; a unos inversores enloquecidos corriendo desbocados por la calle de Quincampoix antes de ser arrastrados por el caos generalizado, y a Law desfilando alegremente junto a una serie de castillos en el aire, en un carro tirado por dos desaliñados representantes del gallo francés[230].

Ni siquiera el propio Law salió indemne desde el punto de vista financiero. Dejó Francia sin llevarse prácticamente nada a causa de su apuesta con Londonderry acerca de que las acciones de la Compañía Británica de las Indias Orientales caerían a 180. En abril de 1720 la cotización de estas había subido a 235, y seguiría subiendo mientras los inversores abandonaban el mercado parisino para dirigirse a lo que parecía ser un refugio más seguro: el de Londres (que por entonces era presa de su propia burbuja, la de los Mares del Sur, aunque esta fue menos espectacular). En junio la cotización estaba en 420, disminuyendo solo ligeramente a 345 en agosto, cuando vencía la apuesta de Law. George Middleton, el banquero de Law en Londres, también se arruinó en el intento de cumplir con las obligaciones de su cliente. Las pérdidas para Francia, no obstante, estuvieron lejos de ser meramente financieras. La burbuja de Law, y el pinchazo de esta, retrasaron fatalmente el desarrollo financiero de Francia, apartando a los franceses del papel moneda y de los mercados de valores durante generaciones. La crisis fiscal de la monarquía francesa se quedó sin resolver, y durante el resto de los reinados de Luis XV y de su sucesor Luis XVI la Corona vivió básicamente en condiciones precarias, saltando de una reforma fallida a otra hasta que finalmente la bancarrota real precipitó la revolución. Probablemente quien mejor captó la magnitud de la catástrofe fue Bernard Picart, en su elaborado grabado *Monumento consagrado a la posteridad* (1721). A la izquierda, unos inversores holandeses sin un céntimo entran en tropel con aire malhumorado en el hospital, el manicomio y el asilo para pobres. Pero la parisina escena de la derecha resulta más apocalíptica. Una Fortuna desnuda hace llover acciones y opciones Mississippi sobre una turba que sale de la calle de Quincampoix, mientras un gigantesco carro tirado por indios aplasta a un contable bajo una enorme rueda de la fortuna al tiempo que dos hombres se pelean en primer plano[231].



La locura de los inversores que compraban acciones Mississippi: grabado de *La gran escena de la locura* (1720).



Bernard Picart, *Monumento consagrado a la posteridad* (1721).

En Gran Bretaña, en cambio, la contemporánea burbuja de los Mares del Sur fue significativamente menor y arruinó a menos gente; sobre todo porque la Compañía de los Mares del Sur jamás llegó a hacerse con el control del Banco de Inglaterra del modo en que Law había llegado a controlar la Banque Royale francesa. En esencia, el proyecto de la Compañía de los Mares del Sur, de su homólogo inglés John Blunt, era convertir diversas clases de deuda pública —la mayoría de ellas creadas para financiar la guerra de Sucesión española— en títulos de una compañía a la que se había concedido el monopolio del comercio con el Imperio español en Sudamérica. Tras haber acordado los precios de conversión para las anualidades y otros instrumentos de deuda, los directores de la Compañía de los Mares del Sur podían obtener beneficios si lograban que los titulares actuales de anualidades del Estado aceptaran acciones de los Mares del Sur a un precio de mercado más alto, dado que ello dejaría a los directores con excedentes de acciones para vender al público[232]. En esto tuvieron éxito al emplear trucos similares a los que utilizó Law en París. Se ofrecieron acciones al público en cuatro paquetes, y el precio subió de 300 libras en

abril de 1720 a 1000 en junio. Se permitió el pago aplazado, y se ofrecieron préstamos empleando las propias acciones como garantía. Luego se pagaron generosos dividendos. La euforia dio entonces paso a la manía; en palabras del poeta Alexander Pope, resultaba «ignominioso (en esta era de esperanza y montañas de oro) no aventurarse»[233].

Sin embargo, y a diferencia de Law, Blunt y sus socios tuvieron que luchar con la competencia del Banco de Inglaterra, lo cual endureció las condiciones que podían ofrecer a los titulares de anualidades. A diferencia de Law, tuvieron que luchar asimismo contra la oposición política en la forma de los *whigs* del Parlamento británico, lo cual incrementó los sobornos que tenían que pagar para obtener leyes favorables (solo el secretario del Tesoro ganó 249 000 libras esterlinas con sus opciones sobre acciones). Y también a diferencia de Law, fueron incapaces de establecer posiciones monopolistas en el mercado de valores y el mercado crediticio. Antes al contrario, en 1720 hubo tal fiebre de nuevas empresas que trataban de recaudar capital —190 en total— que los directores de la Compañía de los Mares del Sur tuvieron que conseguir que sus aliados en el Parlamento aprobaran la que pasaría a conocerse como Bubble Act, una «ley antiburbuja» destinada a restringir la salida a bolsa de nuevas compañías[234]. Al mismo tiempo, cuando la demanda de dinero creada por la tercera suscripción de la Compañía de los Mares del Sur superó los recursos del mercado monetario, no hubo nada que los directores pudieran hacer para inyectar liquidez adicional; de hecho, el banco de la compañía, el Sword Blade, acabó quebrando el 24 de septiembre. (A diferencia del Banco de Inglaterra, y también a diferencia de la Banque Royale francesa, sus billetes no eran de curso legal.) A la manía de mayo y junio le siguió, tras un angustioso paréntesis en julio (cuando los iniciados y los especuladores externos se llevaron sus beneficios), el pánico en agosto. «La mayoría de la gente creía que tal cosa llegaría —se lamentaba el desafortunado, y ahora más pobre, Pope—, pero nadie se preparó para ello; nadie consideró que llegaría *como un ladrón en la noche*, exactamente tal como ocurre con la muerte.»[235]

Pero el daño causado por el reventón de la burbuja resultó mucho menos fatal que al otro lado del canal de la Mancha. Desde el par hasta su máximo, las cotizaciones se multiplicaron por un factor de 9,5 en el caso de las acciones de los Mares del Sur, frente a un 19,6 en el caso de las Mississippi. Otras acciones (Banco de Inglaterra y Compañía de las Indias Orientales) se multiplicaron por factores sustancialmente menores. Cuando las cotizaciones volvieron a tocar tierra en Londres, no se produjo un daño sistémico duradero al sistema financiero, aparte de la restricción para la futura creación de sociedades por acciones representada por la Bubble Act. La propia Compañía de los Mares del Sur siguió existiendo, la conversión de deuda pública no se revocó y los inversores extranjeros no se apartaron de los valores ingleses[236]. Mientras que toda Francia se vio afectada por la crisis inflacionaria que había desatado Law, la provinciana Inglaterra pareció sufrir más bien poco por el crac de

los Mares del Sur[237]. En esta historia de dos burbujas, fueron los franceses los que se llevaron la peor parte.

TOROS Y OSOS.

El 16 de octubre de 1929, Irving Fisher, profesor de economía en la Universidad de Yale, declaraba que las cotizaciones de las acciones estadounidenses habían «alcanzado lo que parece una especie de meseta permanentemente elevada»[238]. Ocho días después, el llamado Jueves Negro, el índice industrial Dow Jones bajó un 2 por ciento. Es entonces cuando se dice convencionalmente que se inició el crac de Wall Street, aunque de hecho el mercado había estado dando resbalones desde primeros de septiembre y había sufrido ya una brusca caída del 6 por ciento el 23 de octubre. El Lunes Negro (28 de octubre) cayó un 13 por ciento; y al día siguiente un 12 por ciento más. En el curso de los tres años posteriores, el mercado de valores estadounidense disminuyó en un impresionante 89 por ciento, alcanzando su punto más bajo en julio de 1932. El índice no recuperaría su máximo de 1929 hasta noviembre de 1954. Y lo que fue aún peor: esta deflación del precio de los activos coincidió con la peor depresión de toda la historia, si es que no la causó directamente. En Estados Unidos, la producción se colapsó en una tercera parte del total. El desempleo llegó a la cuarta parte de la población activa civil, cerca de un tercio de esta si se empleara la definición moderna. Fue una catástrofe global que presenció una disminución de los precios y de la producción en casi todas las economías del mundo, aunque solo la crisis alemana fue peor que la estadounidense. El comercio mundial se redujo en dos terceras partes, puesto que los diversos países trataron en vano de protegerse tras barreras arancelarias y cuotas de importación. El sistema financiero internacional cayó en pedazos en una confusión generalizada de impagos de deudas, controles de capital y depreciaciones monetarias. Solo la Unión Soviética, con su autárquica economía planificada, salió indemne de la crisis. Pero ¿por qué se produjo?

Algunos desastres financieros tienen causas obvias. Probablemente a finales de julio de 1914 se había producido un crac bursátil mucho peor, cuando el estallido de la Primera Guerra Mundial precipitó una debacle tan generalizada que los principales mercados de valores del mundo —incluido el de Nueva York— simplemente tuvieron que cerrar sus puertas. Y estuvieron cerradas desde agosto hasta finales de 1914[239]. Pero al fin y al cabo ese fue el efecto de una guerra mundial que cayó sobre los mercados financieros como una bomba[240]. El crac de octubre de 1929 resulta mucho más difícil de explicar. La primera página del *New York Times* del día antes del Jueves Negro llevaba artículos sobre la caída del primer ministro francés, Aristide Briand, y sobre una votación en el Senado estadounidense sobre los aranceles que gravaban la importación de productos químicos. En ocasiones los historiadores ven el

punto muerto en el que habían entrado las indemnizaciones de la Alemania de posguerra y el incremento del proteccionismo estadounidense como los factores desencadenantes de la Depresión. Pero la primera página del *New York Times* incluye también al menos cuatro noticias sobre los atroces temporales que habían asolado la costa oriental de Estados Unidos el día anterior[241]. Quizá los historiadores podrían culpar también al mal tiempo del crac de Wall Street. (Esa podría no ser una proposición tan descabellada, ya que muchos veteranos de la City londinense todavía recuerdan que su Lunes Negro —el 19 de octubre de 1987— llegó tras los vientos huracanados que inesperadamente habían barrido el sureste de Inglaterra el viernes anterior.)

Los contemporáneos percibían que la crisis tenía una dimensión psicológica. En su discurso de investidura, el presidente Franklin Roose velt afirmaba que lo único que los estadounidenses habían de temer era «el propio temor». John Maynard Keynes hablaba de un «fallo de los dispositivos inmateriales de la mente». Pero ambos hombres insinuaban también que la crisis se debía en parte a la mala conducta financiera. Roosevelt atacaba a «los poco escrupulosos cambistas de dinero» de Wall Street; por su parte, Keynes, en su *Teoría general*, comparaba el mercado de valores con un casino.

En cierta medida, puede argumentarse que la Gran Depresión tenía sus raíces en los trastornos económicos globales derivados de la anterior crisis de 1914. Durante la Primera Guerra Mundial, la producción agraria e industrial no europea se había incrementado. Cuando la producción europea volvió a su cauce, tras el retorno de la paz, existía ya una sobrecapacidad crónica que mucho antes de 1929 había hecho bajar los precios de los productos básicos. Ello, a su vez, había hecho que a los países con grandes deudas de guerra externas (incluida Alemania, agobiada por las indemnizaciones) les resultara aún más difícil obtener la moneda fuerte necesaria para realizar los pagos de intereses a sus acreedores extranjeros. La guerra había aumentado también el poder de los sindicatos organizados en la mayoría de los países combatientes, dificultando la posibilidad de que los patronos recortaran los salarios como respuesta a la caída de los precios. Al reducirse los márgenes de beneficio por el aumento de los salarios reales, las empresas se habían visto forzadas a despedir trabajadores para no correr el riesgo de irse a pique. Pese a todo ello, sigue siendo cierto que Estados Unidos, que fue el epicentro de la crisis, estaba en muchos aspectos en buenas condiciones económicas cuando estalló la Depresión. No se puede decir que en el período de entreguerras hubiera precisamente escasez de innovaciones tecnológicas que potenciaran la productividad, sobre todo gracias a empresas como DuPont (nilón), Procter & Gamble (detergente en polvo), Revlon (cosméticos), RCA (radio) e IBM (máquinas de oficina). «Una primera razón para esperar que las futuras ganancias sean mayores —argumentaba Irving Fisher, de Yale— era que aquí en Estados Unidos estamos aplicando la ciencia y la invención a la industria como nunca

lo habíamos hecho antes.»[242] También la práctica de la gestión de empresas estaba siendo revolucionada por hombres como Alfred Sloan, de General Motors.

Pero es posible que fueran precisamente esos puntos fuertes los que proporcionaran el desplazamiento inicial que puso en marcha una clásica burbuja bursátil. Para observadores como Fisher, ciertamente parecía como si el cielo fuera el único límite, en la medida en que un número cada vez mayor de familias estadounidenses aspiraban a equiparse con automóviles y otros bienes de consumo duraderos, productos que los pagos a plazos ponían a su alcance. Las acciones de RCA, las «tecnológicas» de la década de 1920, subieron nada menos que un vertiginoso 939 por ciento entre 1925 y 1929, con una ratio precio/ganancias de 73 en su punto máximo[243]. La euforia desató una fiebre de nuevas ofertas públicas iniciales (IPO, por sus siglas en inglés); en 1929 se emitieron acciones por un valor de 6000 millones de dólares, alcanzándose solo en el mes de septiembre la sexta parte de esa cantidad. Hubo una proliferación de nuevas instituciones financieras conocidas como sociedades de cartera, destinadas a capitalizar el boom del mercado de valores. (Goldman Sachs eligió el 8 de agosto de 1929 para anunciar su plan de expansión en la forma de Goldman Sachs Trading Corporation; de no haber sido esta una entidad independiente, su posterior colapso podría muy bien haber arrastrado a la propia Goldman Sachs.) Al mismo tiempo, muchos pequeños inversores (como el propio Irving Fisher) se basaban en el apalancamiento para incrementar su exposición al mercado de valores, utilizando créditos de intermediarios (que a menudo proporcionaban empresas en lugar de bancos) para comprar acciones por el valor marginal, pagando así solo una parte del precio de compra con su propio dinero. Al igual que ocurriera en 1719, también en 1929 hubo iniciados poco escrupulosos como Charles E. Mitchell, del National City Bank, o William Crapo Durant, de General Motors, y neófitos ingenuos como Groucho Marx[244]. También como en 1719, los flujos de capital especulativo entre mercados financieros sirvieron para magnificar y transmitir las sacudidas. Y finalmente, también como en 1719, fue la acción de las autoridades monetarias la que determinó la magnitud de la burbuja y de sus consecuencias cuando estalló.

En la que probablemente sea la obra más importante jamás publicada de toda la historia económica estadounidense, Milton Friedman y Anna Schwartz sostenían que fue el Sistema de la Reserva Federal el que tuvo la responsabilidad primordial de convertir la crisis de 1929 en una Gran Depresión[245]. No culpaban a la Reserva Federal de la propia burbuja, afirmando que, bajo la dirección de Benjamin Strong en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, se había logrado un razonable equilibrio entre la obligación internacional de Estados Unidos de mantener el patrón oro restaurado y su obligación en el ámbito nacional de mantener la estabilidad de los precios. Al esterilizar las grandes entradas de oro a Estados Unidos (evitando que generaran una expansión monetaria), puede que la Reserva Federal incluso hubiera evitado que la burbuja se hiciese aún mayor. El Banco neoyorquino también

respondió de manera eficaz al pánico de octubre de 1929 realizando operaciones de mercado abierto (no autorizadas) a gran escala —comprando bonos del sector financiero— a fin de inyectar liquidez al mercado. Sin embargo, tras la muerte de Strong por tuberculosis en octubre de 1928, fue la Junta de la Reserva Federal de Washington la que pasó a dominar la política monetaria, con resultados desastrosos. En primer lugar, se hizo demasiado poco para contrarrestar la contracción crediticia causada por las quiebras bancarias. Este problema había surgido ya varios meses antes del crac bursátil, cuando varios bancos comerciales con depósitos de más de 80 millones de dólares suspendieron pagos. Sin embargo, alcanzó la masa crítica en diciembre de 1930, cuando quebraron 608 bancos cuyos depósitos totalizaban la cifra de 550 millones de dólares, entre ellos el Bank of United States, que representaba más de la tercera parte de los depósitos totales. El fracaso de las conversaciones de cara a una posible fusión que podría haber salvado a este banco representó un momento crítico en la historia de la Depresión[246]. En segundo término, bajo el sistema anterior a 1913, antes de que se creara la Reserva Federal, una crisis de esta clase habría desencadenado una restricción de convertibilidad de los depósitos bancarios en oro. Sin embargo, la Reserva Federal no hizo sino empeorar las cosas al reducir la cantidad de crédito pendiente (entre diciembre de 1930 y abril de 1931). Esto forzó a un número cada vez mayor de bancos a vender activos en una frenética busca de liquidez, haciendo bajar los precios de los bonos y empeorando la situación general. La siguiente oleada de quiebras bancarias, entre febrero y agosto de 1931, presenció una caída de los depósitos de los bancos comerciales en una cuantía de 2700 millones de dólares, lo que representaba un 9 por ciento del total[247]. En tercer lugar, cuando Inglaterra abandonó el patrón oro en septiembre de 1931, precipitando una carrera entre los bancos extranjeros por convertir sus dólares en oro, la Reserva Federal aumentó su tipo de descuento en dos pasos al 3,5 por ciento. Esto detuvo la sangría externa, pero llevó al límite a un número aún mayor de bancos estadounidenses: el período comprendido entre agosto de 1931 y enero de 1932 presenció la quiebra de 1860 bancos, con depósitos de 1450 millones de dólares[248]. Pero la Reserva Federal no corría peligro alguno de quedarse sin oro. En vísperas de la marcha de la libra esterlina, las reservas de oro de Estados Unidos alcanzaban el máximo histórico de 4700 millones de dólares, el 40 por ciento del total de las reservas mundiales. Incluso en su punto más bajo, aquel mes de octubre, el oro de la Reserva Federal superaba la cobertura legalmente exigida en más de 1000 millones de dólares[249]. En cuarto lugar, solo en abril de 1932, y como resultado de una enorme presión política, la Reserva Federal trató de realizar operaciones de mercado abierto a gran escala, el primer paso serio que daba para contrarrestar la crisis de liquidez. Pero ni siquiera eso bastó para evitar una última oleada de quiebras bancarias en el último trimestre de ese año, lo que precipitó las primeras «vacaciones bancarias», cierres temporales del conjunto de los bancos a escala estatal[250]. En quinto término, cuando los rumores de que la nueva administración de Roosevelt iba

a devaluar el dólar llevaron a un renovado abandono de este en favor del oro tanto a nivel nacional como internacional, la Reserva Federal aumentó una vez más el tipo de descuento, preparando así el terreno para las «vacaciones bancarias» en todo el país proclamadas por Roosevelt el 6 de marzo de 1933, dos días después de su investidura; unas vacaciones de las que 2000 bancos jamás volvieron[251].

La incapacidad de la Reserva Federal para evitar unas 10 000 quiebras bancarias resultó crucial no solo debido al trastorno que supuso para los consumidores cuyos depósitos se perdieron o para los accionistas que perdieron sus títulos, sino también a causa del efecto, más amplio, que tuvo en la masa monetaria y en la oferta crediticia. Entre 1929 y 1933, el público en general logró aumentar su efectivo en un 31 por ciento, mientras que las reservas de los bancos comerciales apenas se vieron alteradas (de hecho, los bancos que sobrevivieron las acumularon en exceso); pero los depósitos de los bancos comerciales disminuyeron en un 37 por ciento, y los préstamos, en un 47 por ciento. Las cifras absolutas revelan la dinámica letal de la «gran contracción». Se logró un aumento del efectivo en manos del público en general por una cuantía de 1200 millones de dólares, pero a costa de una disminución de los depósitos bancarios de 15 600 millones y de una reducción de los créditos bancarios de 19 600 millones, una cantidad equivalente al 19 por ciento del PIB estadounidense en 1929[252].

Hubo un tiempo en que los historiadores académicos se mostraban muy escrupulosos a la hora de afirmar que se pueden aprender lecciones de la historia. Se trata de un sentimiento bien conocido entre los economistas, dos generaciones de los cuales se han esforzado en explicar de forma precisa la Gran Depresión con el fin de evitar que se repitiera. De todas las lecciones derivadas de este esfuerzo colectivo, esta sigue siendo la más importante: una política monetaria inepta o inflexible adoptada a consecuencia de una brusca caída de los precios de los activos puede convertir una corrección en una recesión, y una recesión en una depresión. Según Friedman y Schwartz, la Reserva Federal debería haber tratado por todos los medios de inyectar liquidez en el sistema bancario a partir de 1929, utilizando operaciones de mercado abierto a gran escala, y expandiendo en lugar de contraer el crédito a través de la ventana del descuento. Sugieren asimismo que debería haberse prestado menos atención a las salidas de oro del país. Más recientemente se ha argumentado que el problema fue el propio patrón oro de entreguerras, en cuanto que este actuó como transmisor de las crisis (como las crisis bancaria y monetaria europeas de 1931) a todo el mundo[253]. Una segunda lección de la historia parecería ser, pues, la de que los beneficios de un tipo de cambio estable no son tan grandes como para superar los costes de la deflación interna. Cualquiera que hoy dude de que hay lecciones que aprender de la historia solo tiene que comparar los escritos académicos con las últimas acciones del actual presidente de la Reserva Federal estadounidense[254].

A veces los acontecimientos históricos más importantes son los que no lo son: las cosas que no ocurren. El economista Hyman Minsky lo expresaba muy bien cuando observaba: «El acontecimiento económico más significativo de la época iniciada con la Segunda Guerra Mundial es algo que no ha ocurrido: no ha habido ninguna depresión profunda y duradera»[255]. Ello resulta tanto más sorprendente cuanto que desde entonces el mundo no ha andado precisamente escaso de «días negros».

Si los movimientos de los índices bursátiles se distribuyeran estadísticamente como las estaturas humanas, apenas habrían existido tales días. La mayoría de ellos se agruparían en torno a la media, con solo un minúsculo número de máximos o mínimos extremos. Al fin y al cabo, no hay muchas personas por debajo de 1,20 o por encima de 2,40 metros de estatura. Si trazara un histograma de las estaturas de los estudiantes masculinos de mi clase de historia financiera en función de su frecuencia, el resultado sería una clásica curva en forma de campana, con casi todo el mundo agrupado en un margen de unos 10 centímetros en torno a la media estadounidense de 1,80 metros. Pero en los mercados financieros las estadísticas no tienen el mismo aspecto. Si trazamos un gráfico de los movimientos mensuales del índice Dow Jones, existe una agrupación mucho menor en torno a la media, y hay, en cambio, muchas y más pronunciadas subidas y bajadas a los extremos; es lo que los estadísticos denominan «colas pesadas». Si los movimientos del mercado de valores siguieran la llamada «distribución normal» o curva «acampanada», como las estaturas humanas, una caída anual del 10 por ciento o más se produciría solo una vez cada 500 años, mientras que al Dow Jones eso le ha ocurrido aproximadamente una vez cada cinco años[256]. Y los desplomes bursátiles del 20 por ciento o más serían algo completamente desconocido —como las personas de solo 30 centímetros de estatura —, mientras que de hecho ha habido nueve en el último siglo.

El Lunes Negro —19 de octubre de 1987—, el Dow Jones cayó en un aterrador 23 por ciento, en el que fue solo uno de los cuatro días en los que el índice ha caído más de un 10 por ciento en una sola sesión. La portada del *New York Times* de la mañana siguiente lo decía todo al preguntarse: «¿Es 1987 igual a 1929?». Desde su máximo hasta su mínimo, la caída fue de casi un tercio, lo que representó una pérdida en el valor de las acciones estadounidenses de casi un billón de dólares. Las causas del crac fueron muy discutidas en su momento. Es cierto que el mes anterior la Reserva Federal había subido los tipos del 5,5 al 6 por ciento. Pero el grupo de trabajo especial presidido por Nicholas Brady atribuyó gran parte de la culpa del crac a «la venta mecánica e insensible a los precios por parte de un [pequeño] número de instituciones que emplearon estrategias de seguros de cartera y un pequeño número de grupos de fondos mutuos que reaccionaron a las amortizaciones», así como a «una serie de instituciones agresivas de orientación mercantilista [que trataron] de vender anticipándose a las futuras caídas del mercado». Las cosas se pusieron aún peor

debido a una avería en el sistema de transacciones automatizado de la Bolsa de Nueva York, y debido a la falta de «cortacircuitos» que podían haber interrumpido la caída en los mercados de futuros y de opciones[257]. Lo más notable, no obstante, fue lo que ocurrió a continuación; o mejor dicho, lo que no ocurrió. No se produjo una Gran Depresión en la década de 1990, pese a los presagios de lord Rees-Mogg y otros[258]. Ni siquiera hubo una recesión en 1988 (solo una bastante modesta en 1990-1991). En el plazo de poco más de un año desde el Lunes Negro, el Dow Jones estaba de nuevo donde había estado antes del crac. No cabe duda de que hay que atribuir parte del mérito a los banqueros centrales, y especialmente al entonces novato presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan, que había sucedido a Paul Volcker solo dos meses antes. La respuesta de Greenspan al crac del Lunes Negro fue tan rápida como eficaz. Sus concisas declaraciones del 20 de octubre, en las que afirmaba la predisposición de la Reserva Federal a «servir como fuente de liquidez para respaldar al sistema económico y financiero», transmitían el mensaje a los mercados, y especialmente a los bancos neoyorquinos, de que si las cosas iban realmente mal él se preocuparía de sacarles de apuros[259]. Comprando agresivamente bonos del Estado en el mercado abierto, la Reserva Federal inyectó el tan necesario efectivo en el sistema, reduciendo el coste de pedirle dinero prestado en casi un 2 por ciento en el plazo de dieciséis días. Wall Street respiró de nuevo. «Eso» a lo que se refería Minsky no había ocurrido.

Tras haber logrado contener el pánico una vez, el dilema que acechaba en el fondo de la mente de Greenspan a partir de ese momento era si la próxima vez debía de actuar o no de manera preventiva, a fin de evitar el pánico de raíz. Este dilema saltó a la palestra cuando una clásica burbuja bursátil tomó forma a mediados de la década de 1990. El desplazamiento en este caso fue la explosión de innovación por parte de la tecnología y la industria del software al juntarse los ordenadores personales con internet. Pero como en todas las burbujas de la historia, también hubo una política monetaria acomodaticia que desempeñó su propio papel. Desde su máximo del 6 por ciento en junio de 1995, el tipo de interés de los fondos federales[260] se había reducido al 5,25 por ciento (de enero de 1996 a febrero de 1997). En marzo de 1997 había subido al 5,5 por ciento, pero luego se había reducido en varios pasos entre septiembre y noviembre de 1998 hasta llegar al 4,75 por ciento; y permaneció en ese nivel hasta mayo de 1999, cuando el Dow Jones había superado ya el umbral de 10 000. Los tipos no volvieron a subir hasta junio de ese año.

¿Por qué la Reserva Federal permitió que la euforia se desbocara en la década de 1990? El propio Greenspan se había sentido obligado a advertir de la «exuberancia irracional» en el mercado de valores en una fecha tan temprana como el 5 de diciembre de 1996, poco después de que el Dow Jones hubiera subido por encima de 6000[261]. Sin embargo, el aumento de un cuarto de punto de marzo de 1997 difícilmente bastaba para disipar tal exuberancia. En parte, Greenspan y sus colegas parecían haber subestimado el impulso de la burbuja tecnológica. Ya en diciembre de

1995, con el Dow Jones apenas por encima del umbral de 5000, los miembros del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal especulaban con la posibilidad de que el mercado pudiera estar acercándose a su máximo[262]. En parte, ello se debía al hecho de que Greenspan consideraba que la Reserva Federal no tenía que preocuparse por la inflación de los precios de los activos, sino únicamente por la inflación de los precios al consumo; y esta, creía, se estaba reduciendo a causa de una importante mejora en la productividad, debida precisamente al boom tecnológico[263]. En parte, como ocurre tan a menudo en las burbujas bursátiles, se debía también al hecho de que las presiones internacionales —en este caso, la crisis precipitada por el impago de la deuda rusa en agosto de 1998— requerían la acción contraria[264]. En parte se debía asimismo a que Greenspan y sus colegas ya no creían que correspondiera a la Reserva Federal la misión de aguar la fiesta, según la expresión de su predecesor, William McChesney Martin Jr[265]. Para ser justos con Greenspan, hay que decir que su «política monetaria justo a tiempo» ciertamente evitó un crac bursátil. No solo se evitó una nueva repetición de la década de 1930; también se evitó una repetición de la experiencia japonesa, cuando el intento consciente del banco central de pinchar una burbuja de activos acabó desencadenando una caída del 80 por ciento del mercado de valores y una década de estancamiento económico. Pero esta estrategia tenía un precio. Como no sería la primera vez que ocurría en la historia del mercado de valores, una burbuja en el precio de los activos creaba las condiciones perfectas para las fechorías tanto como para la exuberancia.

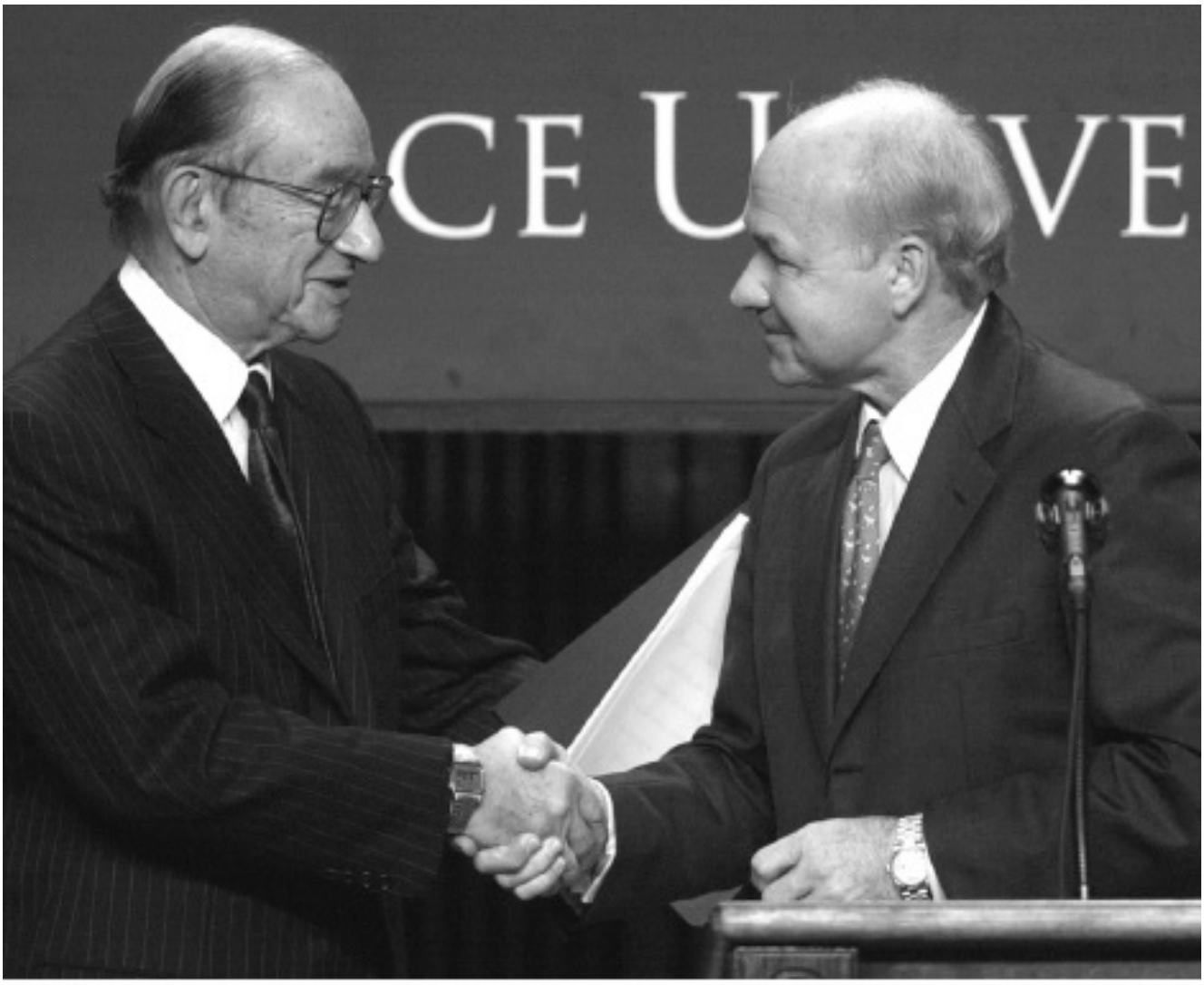
La década de 1990 les pareció a algunos observadores inquietos una especie de repetición de los locos años veinte; y de hecho la trayectoria del mercado de valores en la década de 1990 fue casi idéntica a la de 1920. En algunos aspectos, sin embargo, parecería más bien un retorno a la de 1720. El mismo papel que la Compañía del Mississippi de John Law tuvo en la burbuja que iniciara el siglo XVIII lo tendría ahora otra empresa en la que cerraría el XX. Fue esta una empresa que prometió a sus inversores riquezas más allá de sus sueños más descabellados; fue una empresa que afirmó haber reinventado completamente el sistema financiero; y fue una empresa que se aprovechó plenamente de sus impecables conexiones políticas para situarse constantemente en lo alto del mercado alcista. Esa empresa, calificada por la revista *Fortune* como la más innovadora de Estados Unidos durante seis años consecutivos (1996-2001), no es otra que Enron.

En noviembre de 2001, Alan Greenspan recibió un prestigioso premio, añadiendo su nombre a un cuadro de honor que incluía a Mijaíl Gorbachov, Colin Powell y Nelson Mandela. El galardón era el Premio Enron por Servicios Públicos Distinguidos. Greenspan merecía ciertamente tal distinción. Desde febrero de 1995 hasta junio de 1999 había subido los tipos de interés solo una vez. Los operadores habían empezado a hablar de la «opción de venta Greenspan» porque tenerle en la Reserva Federal era

como tener una opción de venta en el mercado de valores (una opción, pero no una obligación de vender acciones a un buen precio en el futuro). Desde mediados de enero de 2000, sin embargo, el mercado de valores estadounidense había estado cayendo en picado, haciendo buenas, aunque con retraso, las anteriores predicciones de Greenspan sobre la exuberancia irracional. No hubo ningún Día Negro como había ocurrido en 1987. De hecho, cuando la Reserva Federal recortó los tipos en agosto de 2001, pasando del 6,5 al 3,5 por ciento en varios pasos, pareció que la economía realizaba un aterrizaje suave y que, en el peor de los casos, habría solo una breve recesión. Y entonces, de forma totalmente imprevista, amaneció un Día Negro en Nueva York; no en la forma de un batacazo financiero, sino de dos aviones estrellados de manera deliberada. Con el fondo de los tambores de guerra y el temor a que se produjera un cierre del mercado al estilo de 1914, Greenspan bajó de nuevo los tipos, pasando del 3,5 al 3 por ciento, y luego siguió bajándolos y bajándolos hasta alcanzar un mínimo histórico del 1 por ciento en junio de 2003. La Reserva Federal bombeó más liquidez a partir del 11-S que todos los camiones de bomberos de Manhattan juntos. Pero eso no pudo salvar a Enron. El 2 de diciembre de 2001, justo dos semanas después de que Greenspan recibiera su premio Enron, la empresa se declaró en bancarrota.

Las semejanzas entre las trayectorias de John Law, responsable de la burbuja de las Mississippi, y Kenneth Lay, director ejecutivo de Enron, resultan, cuando menos, bastante llamativas. La piedra filosofal de John Law le había permitido «convertir el papel en oro»; el equivalente para Ken Lay fue «convertir el gas en oro». El plan de Law había sido revolucionar las finanzas del gobierno francés; el de Lay, revolucionar las finanzas energéticas globales. Durante años, esta industria había estado dominada por enormes compañías de servicios dedicadas no solo a proporcionar físicamente la energía —extrayendo el gas y generando la electricidad —, sino también a venderla a los consumidores. La gran idea de Lay, propuesta por Jeffrey K. Skilling, consultor de McKinsey, consistió en crear una especie de banco energético que actuaría como intermediario entre proveedores y consumidores[266]. Como Law, Lay, hijo de un pobre predicador de Mississippi, tuvo un origen provinciano; y también lo tuvo Enron, que originariamente no era más que una pequeña compañía de gas de Omaha, Nebraska. Fue Lay quien rebautizó la empresa[267] y trasladó su sede central a Houston, Texas. También como Law, Lay tenía amigos en altos cargos. El presidente George Bush hijo, él mismo aliado durante largo tiempo de la industria energética tejana, respaldó en 1992 una serie de leyes que desregulaban la industria y eliminaban el control gubernamental de los precios. Alrededor de las tres cuartas partes de los 6,6 millones de dólares que dio Enron en concepto de contribuciones políticas fueron a parar al Partido Republicano, incluyendo 355 000 dólares aportados por el propio Lay y su esposa en las elecciones de 2000. El senador Phil Gramm fue el segundo destinatario en importancia de las

contribuciones electorales de Enron en 1996, además de un firme partidario de la desregulación energética en California.



Alan Greenspan y Kenneth Lay.

A finales de 2000, Enron era la cuarta empresa estadounidense en tamaño, y daba empleo a 21 000 personas. Controlaba una cuarta parte del negocio del gas natural en Estados Unidos. Aprovechando una oleada global de privatizaciones en el sector energético, la empresa logró hacerse con activos de todo el mundo. Solo en Latinoamérica, tenía participaciones en Colombia, Ecuador, Perú y Bolivia, desde donde Enron tendió su gaseoducto a través del continente hasta Brasil. En Argentina, supuestamente tras las presiones de George Bush hijo, Enron obtuvo el contrato para construir el gaseoducto Transandino para llevar el gas natural hasta Chile. Sin embargo, y sobre todo, Enron no solo comerciaba con energía, sino prácticamente con todos los antiguos elementos: la tierra, el agua, el fuego y el aire. Incluso afirmaba que podía hacer negocios a través de la banda ancha de internet. En una escena que parecía sacada directamente de *El golpe*, unos analistas bancarios fueron

escoltados a través de unas falsas salas de operaciones, donde unos empleados se sentaban delante de unos ordenadores fingiendo hacer negocios a través de la banda ancha. Era la reencarnación de la Compañía del Mississippi. Y también, exactamente como en 1719, las recompensas que se ofrecían a los inversores parecían irresistibles. En los tres años posteriores a 1997, la cotización de las acciones de Enron se multiplicó casi por un factor de cinco, pasando de menos de 20 dólares por acción a más de 90. Para los ejecutivos de Enron, que eran generosamente «incentivados» con opciones sobre acciones, las recompensas resultaban todavía mayores. En su último año de existencia, Enron pagó a sus 140 altos ejecutivos una media de 5,3 millones de dólares por cabeza. Las ventas de automóviles de lujo se dispararon, como también las propiedades en River Oaks, el vecindario más exclusivo de Houston. «He pensado mucho en ello —señalaba Skilling, que en 1997 se convirtió en director de operaciones de Enron—, y lo único que importa es el dinero. […] Con dinero compras lealtades. Toda esa sensiblería no es tan importante como la pasta. Es lo que produce el rendimiento.»[268] «En Enron el bonus suponía varios múltiplos de tu salario base —me decía Sherron Watkins cuando me encontré con ella delante de la que fuera la sede central de Enron en Houston—. En realidad estabas mal visto si recibías un porcentaje, ni que fuera el 75 por ciento de tu salario base. Vale, solo recibías un porcentaje. Pero tú querías múltiplos. Querías el doble de tu salario base, el triple, el cuádruple de tu salario base, como prima.»[269] En la euforia de abril de 1999, el equipo de béisbol de los Houston Astros incluso rebautizó su estadio con el nombre de Campo Enron.

El único problema era que, como el Sistema de John Law, el «Sistema» de Enron era un elaborado fraude, basado en la manipulación del mercado y la doble contabilidad. En una serie de cintas que se hicieron públicas en 2004, se puede escuchar a los agentes de Enron pidiendo a la Compañía Eléctrica de El Paso que interrumpiera la producción a fin de mantener los precios, mientras que en otra conversación telefónica se alude a «todo el dinero que les robáis a esas pobres abuelas de California». Los resultados de tales maquinaciones fueron no solo los elevados precios que deseaba Enron, sino también una serie de apagones para los consumidores. En el plazo de solo seis meses desde que entrara en vigor la ley de desregulación, California experimentó no menos de treinta y ocho importantes apagones. (En otra cinta, unos ejecutivos que miran las noticias en televisión sobre los incendios producidos en los bosques de California exclaman: «¡Arde, cariño, arde!», mientras los postes de electricidad se comban y finalmente caen al suelo.) A pesar de tales manipulaciones del mercado, los activos y beneficios declarados por la compañía se inflaron de manera extraordinaria, ocultando las deudas y pérdidas en las denominadas «entidades con fines especiales» (EFE), que no se incluían en los balances de situación consolidados de la empresa. Cada trimestre, los ejecutivos de Enron tenían que utilizar más cortinas de humo y más juegos de espejos para hacer que las pérdidas reales parecieran rebosantes beneficios. Skilling había llegado a lo

más alto explotando nuevas técnicas financieras como la contabilidad ajustada a valor de mercado y la titularización de deudas. Pero ni siquiera el director financiero Andrew Fastow podía camuflar las pérdidas como beneficios de manera indefinida, especialmente teniendo en cuenta que ahora estaba empleando a EFE como Chewco Investments para llenarse sus propios bolsillos y también los de otros ejecutivos. A mediados de la década de 1990, los negocios internacionales de Enron, en particular, estaban sufriendo una auténtica hemorragia de dinero, sobre todo, y de manera más espectacular, tras la cancelación de un importante proyecto de generación de electricidad en el estado indio de Maharashtra. EnronOnline, el primer sistema de transacciones mercantiles basado en la web, exhibía un importante movimiento; pero ¿se ganaba dinero? En Houston, la euforia se desvanecía; los iniciados percibían los primeros síntomas de aflicción. Las EFE de Fastow recibían nombres cada vez más amenazadores, como Raptor I («Rapaz I»), o Talon («Garra»). Él y otros se deshicieron subrepticiamente de 924 millones de dólares en acciones de Enron cuando las condiciones todavía eran favorables.

A los inversores se les había asegurado que la cotización de las acciones de Enron no tardaría en alcanzar los 100 dólares. Sin embargo, cuando (por «razones personales») Skilling anunció inesperadamente su dimisión el 14 de agosto de 2001 la cotización cayó por debajo de los 40. Aquel mismo mes, Sherron Watkins escribía a Lay para expresarle su temor de que la empresa «se precipitara en una oleada de escándalos contables». Y eso fue exactamente lo que ocurrió. El 16 de octubre, Enron declaraba unas pérdidas de 618 millones de dólares en el cuarto trimestre, y una reducción de 1200 millones de dólares en activo neto. Ocho días después, con una investigación pendiente de la Comisión del Mercado de Valores, Fastow dimitía como director financiero. El 8 de noviembre, la empresa se vio obligada a revisar los beneficios declarados para los cinco años anteriores; se reveló entonces que estos se habían hinchado en 567 millones de dólares. Cuando Enron se declaró en bancarrota, el 2 de diciembre, se supo que el balance general auditado había subestimado la deuda a largo plazo de la empresa por una cuantía de 25 000 millones de dólares: esta era en realidad, no de 13 000, sino de 38 000 millones. Para entonces, la aflicción se había convertido ya en repulsión; y el pánico venía pisándole los talones. A finales de 2001, las acciones de Enron valían solo 30 centavos.

En mayo de 2006, Lay fue declarado culpable de los diez cargos que se habían presentado contra él, que incluían los de conspiración, falsa declaración, fraude bursátil y fraude bancario. Skilling, por su parte, fue declarado culpable de dieciocho de los veintisiete cargos de los que había sido acusado. Lay murió antes de oír la sentencia mientras estaba de vacaciones en Aspen, Colorado. Skilling fue condenado a 24 años y cuatro meses de cárcel, y a devolver 26 millones de dólares al fondo de pensiones de Enron; el caso está pendiente de apelación. En total, dieciséis personas se declararon culpables de cargos relacionados con el caso Enron, mientras que otras cinco (hasta ahora) han sido declaradas como tales tras celebrarse un juicio. La

empresa auditora Arthur Andersen quedó destruida por el escándalo. Los principales perdedores, no obstante, fueron los empleados ordinarios y los pequeños accionistas cuyos ahorros acabaron convertidos en humo, transformados en mero «aire», igual que los millones de libras francesas perdidos en el crac de las Mississippi.

Inventada casi exactamente hace cuatrocientos años, la sociedad por acciones de responsabilidad limitada es, de hecho, una institución milagrosa, como lo es el mercado de valores donde puede comprarse y venderse su propiedad. Y sin embargo, a lo largo de toda la historia financiera ha habido sociedades deshonestas, tal como ha habido mercados irracionales. De hecho, unas y otros van de la mano, ya que cuando los «toros» se lanzan en estampida con más entusiasmo es más probable que la gente sufra una «cogida», es decir, que se deje tomar el pelo. Sin embargo, aquí casi siempre les corresponde un papel fundamental a los banqueros centrales, que se supone que habrían de ser los «vaqueros» que deberían controlar el «ganado». Obviamente, sin su Banque Royale, Law jamás podría haber hecho lo que hizo. Y no menos obviamente, sin la laxa política monetaria de la Reserva Federal estadounidense en la década de 1990, Ken Lay y Jeff Skilling se las habrían visto y deseado para hacer que la cotización de las acciones de Enron llegara a los 90 dólares. En contraste, la Gran Depresión ofrece una acerba lección sobre los peligros de una política monetaria excesivamente restrictiva durante un crac bursátil. Evitar una repetición de la Gran Depresión se considera a veces un fin que justifica cualquier medio. Pero la historia de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, la originaria sociedad por acciones, muestra que, con una moneda sana como la proporcionada por el Banco de Cambio de Amsterdam, pueden evitarse las burbujas bursátiles y sus posteriores pinchazos.

En última instancia, el camino de los mercados financieros nunca puede ser tan liso y llano como nos gustaría que fuera. En tanto las expectativas humanas sobre el futuro varíen del optimismo extremado al pesimismo extremado —de la codicia al temor—, las cotizaciones de las acciones tenderán a trazar un sendero errático; de hecho, una línea no muy distinta de la que forman los escalonados picos de los Andes. Como inversor, uno solo puede esperar que, cuando se vea obligado a descender de la cumbre de la euforia, pueda hacerlo deslizándose por una suave pendiente y no cayendo por un escarpado precipicio.

Pero ¿no hay nada que podamos hacer para protegernos de las caídas, reales y metafóricas? Como veremos en el capítulo 4, la evolución de los seguros, desde sus humildes orígenes en el siglo XVIII, ha creado todo un abanico de respuestas a esa pregunta, cada una de las cuales ofrece cuando menos cierto grado de protección frente a los precipicios escarpados y las «colas pesadas» de la historia financiera.

4

El retorno del riesgo

El impulso financiero más básico de todos es el de ahorrar para el futuro, dado lo impredecible que este resulta. El mundo es un lugar peligroso. No hay muchos de nosotros que pasen por la vida sin tener siquiera un poco de mala suerte. Y algunos acaban teniendo mucha. A menudo es solo cuestión de estar en el lugar equivocado en el momento equivocado: como el delta del Mississippi en la última semana de agosto de 2005, cuando el huracán Katrina golpeó no una, sino dos veces. Primero fue el viento ululante de 225 kilómetros por hora el que arrancó muchas de las casas de madera de sus cimientos de hormigón. Luego, dos horas después, llegó el oleaje de casi diez metros que rompió tres de los diques que protegían a Nueva Orleans del lago Pontchartrain y del Mississippi, inundando la ciudad con millones de litros de agua. El lugar equivocado en el momento equivocado. Como las Torres Gemelas de Nueva York el 11 de septiembre de 2001. O Bagdad prácticamente cualquier día desde la invasión estadounidense de 2003. O San Francisco cuando —como un día sucederá— se produzca un movimiento sísmico realmente grande a lo largo de la falla de San Andrés.

Hay cosas que pasan, como observaba despreocupadamente el ex secretario de Defensa estadounidense Donald Rumsfeld después de que el derrocamiento de Sadam Husein desencadenara una orgía de saqueos en la capital iraquí. Algunas personas sostienen que hoy es más probable que tales cosas pasen que en el pasado, sea por el cambio climático, por el auge del terrorismo o a consecuencia de las meteduras de pata de la política exterior estadounidense. Pero la cuestión es: ¿cómo afrontamos los riesgos y las incertidumbres del futuro? ¿Le corresponde al individuo la responsabilidad de asegurarse frente a la desgracia? ¿Debemos confiar solo en la caridad voluntaria de nuestro prójimo cuando las cosas vayan terriblemente mal? ¿O deberíamos poder contar con el Estado —en otras palabras, con las contribuciones obligatorias de nuestros colegas contribuyentes— para sacarnos de apuros cuando llegue el diluvio?

La historia de la gestión de riesgos es una larga lucha entre nuestro vano deseo de ser financieramente seguros —tan seguros como, pongamos por caso, una viuda rica — y la dura realidad de que lo cierto es que no existe eso que llamamos «el futuro» en singular. Hay solo una multiplicidad de futuros imprevisibles, que jamás perderán su capacidad de cogernos por sorpresa.

La Gran Difícil.

En las películas del oeste que veía de niño me sentía fascinado por los pueblos fantasma, efímeros asentamientos que había dejado atrás el rápido ritmo del cambio en los territorios fronterizos norteamericanos. Pero no fue hasta que tuve ocasión de viajar a Nueva Orleans, poco después del huracán Katrina, cuando me encontré con la que podía convertirse muy bien en la primera ciudad fantasma de Estados Unidos.

Yo tenía recuerdos felices, por más que confusos, de la «Gran Fácil»[270]. De adolescente, entre la escuela y la universidad, saboreando mis primeras experiencias de libertad, descubrí que casi era el único lugar de Estados Unidos donde podía tomarme una cerveza pese a no tener todavía la edad legal para ello, lo que sin duda hacía que incluso los ancianos músicos de jazz de la célebre Preservation Hall sonaran bien. Veinticinco años más tarde, y casi dos años después de la devastación de la gran tormenta, la ciudad es una triste sombra de sí misma. La parroquia de San Bernardo fue uno de los distritos que se vieron más afectados por la tormenta. Solo cinco casas de alrededor de 26 000 no se inundaron. En total, 1836 estadounidense perdieron la vida como resultado del Katrina, de los que la inmensa mayoría eran de Luisiana. Solo en San Bernardo hubo 47 víctimas. Todavía pueden verse los símbolos en las puertas de las casas abandonadas, indicando si en su interior se encontró o no un cadáver. Resulta difícil no establecer comparaciones con la Inglaterra medieval en la época de la Peste Negra.

Cuando volví a Nueva Orleans en junio de 2007, el concejal Joey DiFatta y el resto del gobierno municipal de San Bernardo seguían trabajando en remolques situados detrás de su antiguo edificio de oficinas, destrozado por la inundación. Durante la tormenta Di-Fatta permaneció en su despacho, encaramándose finalmente al tejado al ver que el nivel de las aguas no dejaba de subir. Desde allí, él y sus colegas solo pudieron observar impotentes cómo su querido barrio desaparecía bajo las sucias aguas de color marrón. Furiosos ante lo que consideraban la incompetencia de la Agencia Federal de Gestión de Emergencias (FEMA), decidieron restaurar lo que se había perdido. Desde entonces han estado trabajando incansablemente para tratar de reconstruir lo que antaño fue una comunidad estrechamente unida (muchos de ellos, como el propio DiFatta, descienden de los colonos que llegaron a Luisiana procedentes de las islas Canarias). Pero persuadir a miles de refugiados de que regresen a San Bernardo se ha revelado una tarea que dista mucho de ser fácil; dos años después, la parroquia todavía tiene solo una tercera parte de la población que tenía antes del Katrina. Gran parte del problema reside en los seguros. Hoy, asegurar una casa en San Bernardo y en otras zonas bajas de Nueva Orleans resulta prácticamente imposible. Y sin tener la casa asegurada, resulta prácticamente imposible conseguir una hipoteca.

Casi todos los supervivientes del Katrina perdieron sus propiedades en el desastre, dado que casi las tres cuartas partes del total de viviendas de la ciudad resultaron dañadas. Hubo nada menos que 1,75 millones de reclamaciones por daños a propiedades y por víctimas, con unas pérdidas estimadas para las compañías de seguros de más de 41 000 millones de dólares, lo que convirtió al Katrina en la catástrofe más cara de la historia moderna de Estados Unidos[271]. Pero el Katrina no solo sumergió Nueva Orleans; también puso al descubierto los defectos de un sistema de seguros que dividía la responsabilidad entre las compañías de seguros privadas, que ofrecían protección frente a los daños ocasionados por el viento, y el gobierno federal, que ofrecía protección frente a las inundaciones, siguiendo una pauta que se había elaborado tras producirse el huracán Betsy en 1965. Tras el desastre de 2005, miles de peritos de compañías de seguros se desplegaron por toda la costa de Luisiana y Mississippi. Según numerosos residentes, su trabajo no consistía en ayudar a los afligidos asegurados, sino en tratar de evitar que se les pagara afirmando que los daños que habían sufrido sus propiedades se debían a la inundación, y no al viento[272]. Pero las compañías de seguros no contaban con uno de sus asegurados, el ex piloto naval y célebre abogado Richard F. Scruggs, antaño conocido como «el rey de las reclamaciones por daños».



Nueva Orleans después del Katrina: donde los seguros fracasaron.

«Dickie» Scruggs saltó por primera vez a los titulares en la década de 1980, cuando representó a los trabajadores de un astillero cuyos pulmones habían resultado fatalmente dañados por la exposición al asbesto, logrando un acuerdo de 50 millones de dólares. Pero aquello fue calderilla en comparación con lo que luego hizo pagar a las empresas tabaqueras: más de 200 000 millones de dólares a Mississippi y otros 45 estados en compensación por los costes de la sanidad pública derivados de las enfermedades relacionadas con el tabaco. El caso (inmortalizado en el filme *El dilema*) hizo rico a Scruggs. Se dice que su minuta en la demanda colectiva a las tabaqueras fue de 1400 millones de dólares, o, lo que es lo mismo, 22 500 dólares por cada hora de trabajo de su bufete. Ese dinero lo empleó para comprar una casa junto al mar en el Beach Boulevar de la ciudad de Pascagoula, a una distancia relativamente corta (si se viaja en jet privado, evidentemente) de sus oficinas en Oxford, Mississippi. Pero lo único que quedó de la casa tras el paso del Katrina fue una base de hormigón y unas cuantas paredes en ruinas, en tan mal estado que hubieron de ser demolidas con una excavadora. Aunque su compañía de seguros (prudentemente) decidió pagarle, Scruggs se sintió consternado al enterarse del trato

que se daba a otros titulares de pólizas. Entre aquellos a quienes se ofreció a representar figuraba su cuñado Trent Lott, antiguo líder de la mayoría republicana en el Senado, y su amigo el congresista por Mississippi Gene Taylor, que también habían perdido sus casas en el Katrina y habían sido despachados sin contemplaciones por sus aseguradoras[273]. En una serie de demandas presentadas en nombre de asegurados, Scruggs alegó que las aseguradoras (principalmente State Farm y All State) estaban tratando de incumplir sus obligaciones legales[274]. Él y su «Grupo Scruggs del Katrina» realizaron detalladas investigaciones meteorológicas para demostrar que casi todo el daño producido en lugares como Pascagoula había sido causado por el viento, horas antes de que se desbordaran las aguas. Scruggs también fue abordado por dos peritos dispuestos a tirar de la manta, que le explicaron que la compañía de seguros para la que trabajaban había alterado los informes a fin de atribuir los daños a las inundaciones y no al viento. Los históricos beneficios que obtuvieron las compañías de seguros en 2005 y 2006 no hicieron sino agudizar el apetito de indemnizaciones de Scruggs[275]. Como él mismo me dijo cuando nos reunimos en el erial donde antes estaba su casa: «Esta [población] fue mi hogar durante cincuenta años, donde crié a mi familia, y del que estaba orgulloso. No puedo contener la emoción cuando veo esto». Para entonces, State Farm había llegado ya a un acuerdo en 640 casos llevados por Scruggs en representación de clientes cuyas reclamaciones habían sido inicialmente rechazadas, pagando 80 millones de dólares, y había aceptado revisar otras 36 000 reclamaciones más[276]. Parecía que las aseguradoras se batían en retirada. Sin embargo, la campaña de Scruggs contra ellas se vino abajo en noviembre de 2007, cuando él, su hijo Zachary y otros tres socios fueron acusados de tratar de sobornar a un juez del tribunal estatal en un caso surgido a raíz de una disputa sobre los honorarios derivados del Katrina[277]. Hoy Scruggs se enfrenta a una posible pena de hasta cinco años de cárcel[278].

Esto puede sonar como una historia más sobre la laxitud moral del Sur estadounidense, o como una prueba de que quien vive de las demandas por daños acaba también muriendo por ellas. Sin embargo, e independientemente de que ahora Scruggs hubiera pasado de ser el bueno a ser el malo de la película, no por ello deja de ser cierto que tanto State Farm como All State han declarado ahora una gran parte de la costa del golfo de México como zona «no asegurable». ¿Por qué arriesgarse a renovar las pólizas allí donde los desastres naturales ocurren con demasiada frecuencia, y donde, tras los desastres, las compañía tienen que vérselas además con tipos como Dickie Scruggs? La consecuencia lógica parece ser que proporcionar cobertura a los habitantes de lugares como Pascagoula y San Bernardo ya no es algo que el sector privado esté dispuesto a hacer. Sin embargo, dista mucho de estar claro que, por su parte, los legisladores estadounidenses estén dispuestos a asumir las responsabilidades implicadas por una nueva ampliación de los seguros públicos. Es probable que los daños totales no asegurados derivados de huracanes en 2005 acaben costándole al gobierno federal al menos 109 000 millones de dólares en ayudas tras

los desastres y 8000 millones de dólares en desgravaciones fiscales, casi tres veces las pérdidas estimadas para las compañías de seguros[279]. Según Naomi Klein, ello es síntoma de una disfunción que denomina «complejo de capitalismo del desastre», y que genera beneficios privados para algunos pero deja que sean los contribuyentes en general quienes sufraguen los verdaderos costes de la catástrofe[280]. Frente a tan ruinosas facturas, ¿cuál es la forma adecuada de proceder? Cuando los seguros fallan, ¿es realmente la única alternativa la nacionalización de todos los desastres naturales, creando una enorme e indefinida responsabilidad para los gobiernos?

Obviamente, la vida siempre ha sido peligrosa. Siempre ha habido huracanes, del mismo modo que siempre ha habido guerras, epidemias y hambrunas. Y los desastres pueden ser pequeños asuntos privados además de grandes asuntos públicos. Todos los días, hombres y mujeres enferman o resultan heridos, y de repente se encuentran con que ya no pueden trabajar. Todos envejecemos y perdemos las fuerzas necesarias para ganarnos el pan de cada día. Unos pocos desafortunados nacen incapaces de valerse por sí mismos. Y antes o después, todos moriremos, a menudo dejando detrás a una o más personas que dependen de nosotros. El punto clave es que algunas de estas calamidades son acontecimientos aleatorios. La incidencia de huracanes presenta una cierta regularidad, como la incidencia de las enfermedades y de la muerte. En todas las décadas desde la de 1850, el territorio estadounidense se ha visto golpeado por entre uno y diez grandes huracanes (definidos estos como tormentas con velocidades de viento de más de 180 kilómetros por hora y un oleaje de más de 2,5 metros). Todavía no está claro que la década actual no vaya a superar el récord de la de 1940, que presenció diez de tales huracanes[281]. Puesto que hay datos que abarcan un siglo y medio, es posible atribuir probabilidades concretas a la incidencia y la escala de los huracanes. El Cuerpo de Ingenieros del ejército estadounidense calificó el huracán Katrina como «1 de entre 396», lo que significa que existe una probabilidad del 0,25 por ciento de que un huracán de esta magnitud golpee la costa de Estados Unidos en un año cualquiera[282]. Muy distinto, sin embargo, fue el punto de vista adoptado por la compañía Risk Management Solutions, que solo unas semanas antes de que estallara la tormenta juzgó que un huracán de la envergadura del Katrina era un fenómeno que se producía cada cuarenta años[283]. Estas diferentes evaluaciones indican que, como los terremotos y las guerras, posiblemente los huracanes pertenezcan antes al reino de la incertidumbre que al del riesgo propiamente dicho[284]. Tales probabilidades pueden calcularse con mayor precisión para la mayoría de los otros riesgos que afronta la gente debido a que son más frecuentes, de modo que resulta más fácil discernir pautas estadísticas en ellos. Se ha calculado que el riesgo medio a lo largo de toda la vida de un estadounidense de morir a causa de las fuerzas de la naturaleza, incluyendo aquí cualquier clase de desastre natural, es de 1 entre 3288. La cifra equivalente para la muerte debida a un incendio en un edificio

es de 1 entre 1358. La probabilidad de que el estadounidense medio muera de un disparo es de 1 entre 314. Pero todavía es más probable que se suicide (1 entre 119); más aún que muera en accidente de circulación (1 entre 78), y más todavía que muera de cáncer (1 entre 5)[285].

En las sociedades agrarias premodernas casi todo el mundo corría un riesgo sustancial de morir prematuramente por desnutrición o enfermedad, por no hablar de las guerras. En aquellos tiempos la gente podía hacer mucho menos que las futuras generaciones en el aspecto de la prevención. Dependían mucho más de tratar de propiciar a los dioses o a Dios, que eran —según creían— los que determinaban la incidencia de las hambrunas, las epidemias y las invasiones. Solo de manera gradual los hombres llegaron a apreciar el significado de las regularidades mensurables del clima, las cosechas y las infecciones. Solo muy tardíamente —en los siglos XVIII y XIX— empezaron a registrar sistemáticamente las pautas de las lluvias, las cosechas y la mortalidad de un modo que hizo posible el cálculo de probabilidades. Sin embargo, aun antes de llegar a hacer esto habían comprendido ya la prudencia de ahorrar: reservar dinero para las proverbiales (y en las sociedades agrícolas y ganaderas también literales) «vacas flacas». La mayoría de los pueblos primitivos cuando menos trataban de acumular alimentos y otras provisiones para echar mano de ellas cuando llegaran los malos tiempos. Y asimismo, nuestra tribal especie supo ver intuitivamente desde los tiempos más remotos las ventajas de aunar recursos, dado que las meras cifras proporcionan seguridad por sí mismas. De manera harto apropiada, dada la crónica vulnerabilidad de nuestros ancestros, las formas más antiguas de seguro probablemente fueron las sociedades mortuorias, que reservaban recursos para garantizar un entierro decente a cualquier miembro de la tribu (tales sociedades siguen siendo la única forma de institución financiera en algunas de las zonas más pobres de África oriental). Ahorrar en previsión de probables adversidades futuras sigue constituyendo el principio fundamental del seguro, tanto si es frente a la muerte, los efectos de la vejez, la enfermedad o los accidentes. El truco consiste en saber cuánto hay que ahorrar y qué hay que hacer con esos ahorros para asegurar que, a diferencia de lo ocurrido en Nueva Orleans tras el Katrina, haya bastante dinero en la hucha como para cubrir los costes de la catástrofe cuando esta llegue. Pero para lograrlo se requiere ser un poco más astuto de lo habitual. Y eso mismo nos da una importante pista acerca del lugar donde tuvo su origen la historia del seguro: ¿dónde iba a ser, sino en la hermosa y astuta Escocia?

A CUBIERTO.

Dicen que nosotros los escoceses somos un pueblo pesimista. Quizá ello tenga que ver con el clima, con todos esos días grises y lluviosos. Tal vez sean los interminables años de decepciones deportivas. O acaso fuera el calvinismo que los *lowlanders* —o

habitantes de las tierras bajas— como mi familia abrazaron en la época de la Reforma. No es que el de la predestinación sea un artículo de fe especialmente alentador, por lógico que pueda parecer suponer que un Dios omnisciente sabe ya de antemano quiénes de nosotros («los elegidos») irán al cielo, y quiénes de nosotros (un número más bien grande de pecadores impenitentes) acabarán en el infierno. Sea como fuere, hay dos ministros de la Iglesia de Escocia a quienes cabe atribuir el mérito de inventar el primer fondo de seguros propiamente dicho hace más de doscientos cincuenta años, en 1744.

Es verdad que las compañías de seguros existían ya antes de esa fecha. Fue en los denominados «préstamos a la gruesa», con los que se aseguraba el casco de los barcos mercantes, donde tienen su origen los seguros como rama del comercio. Hay quien dice que los primeros contratos de seguros datan de la Italia de principios del siglo XIV, cuando los pagos por *securitas* empezaron a aparecer en los documentos mercantiles. Pero las más antiguas de tales disposiciones tenían más bien el carácter de préstamos condicionados a comerciantes (como en la antigua Babilonia), que podían cancelarse en caso de contratiempo, antes que pólizas en el sentido moderno; **[286]** en *El mercader de Venecia* resulta evidente que los barcos de Antonio no están protegidos por seguro alguno, lo que deja a este expuesto a las criminales intenciones de Shylock. Hasta la década de 1350 no empezaron a aparecer los contratos de seguros propiamente dichos, con primas que iban del 15 al 20 por ciento de la suma asegurada, y que más tarde, en el siglo XV, cayeron por debajo del 10 por ciento. Un contrato típico como los que aparecen en los archivos del comerciante Francesco Datini (*c*. 1335-1410) estipula que los aseguradores aceptan asumir los riesgos «de Dios, del mar, de los buques de guerra, del fuego, de lo que haya que arrojar por la borda, de los retrasos debidos a príncipes, a ciudades o a alguna otra persona, de represalias, de arrestos, de cualesquiera pérdidas, peligros, desgracias, impedimentos o siniestros que pudieran ocurrir, con excepción de los embalajes y aranceles» hasta que los bienes asegurados se hubieran descargado a salvo en su destino**[287]**. Poco a poco esos contratos se fueron estandarizando, siguiendo una pauta que duraría siglos una vez que se incorporara a la *lex mercatoria* (derecho mercantil). Sin embargo, estos aseguradores no eran especialistas, sino comerciantes que al mismo tiempo comerciaban también por su propia cuenta.

A partir de finales del siglo XVII empezó a formarse en Londres algo más parecido a un mercado del seguro especializado, seguramente con las miras puestas en el gran incendio de 1666, que destruyó más de 13 000 casas**[288]**. Catorce años después, Nicholas Barbon estableció la primera compañía de seguros contra incendios. Aproximadamente en la misma época empezó a tomar forma un mercado especializado en seguros marítimos en el café de Edward Lloyd, en la calle de la Torre de Londres (posteriormente pasaría a la calle de Lombard). Entre las décadas de 1730 y 1760, la práctica de intercambiar información en el establecimiento de Lloyd se iría haciendo cada vez más rutinaria, hasta que en 1774 se constituyó la

Sociedad de Lloyd's en el recinto del Royal Exchange (un centro de comercio fundado en el siglo XVI en la City londinense), agrupando inicialmente a setenta y nueve miembros vitalicios, cada uno de los cuales pagaba una cuota de 15 libras. En comparación con las anteriores sociedades mercantiles monopolistas, Lloyd's era una entidad bastante poco sofisticada, básicamente una asociación de actores mercantiles no inscrita oficialmente como empresa. La responsabilidad de los miembros (que firmaban con su propio nombre todos los contratos de seguros, por lo que pasó a conocérseles también como los «nombres de Lloyd's») era ilimitada. Y los acuerdos financieros consistían en lo que hoy denominaríamos «pagos sobre la marcha», es decir, que el objetivo era recaudar suficientes primas en cualquier año dado como para cubrir los pagos de ese año y dejar un margen de beneficio. La responsabilidad limitada llegó al negocio de los seguros con la fundación de Sun Insurance Office (1710), una compañía especializada en seguros contra incendios, y diez años después (en el apogeo de la burbuja de los Mares del Sur), de Royal Exchange Assurance Corporation y London Assurance Corporation, que se centraron en los seguros de vida y marítimos. Sin embargo, las tres empresas seguían operando sobre la base de los «pagos sobre la marcha». Las cifras de London Assurance muestran que los ingresos de las primas superaban normalmente —aunque no siempre— a los pagos, al tiempo que los períodos de guerra contra Francia causaron enormes picos en ambos aspectos. (Ello se debió especialmente al hecho de que hasta 1793 fue bastante normal que las aseguradoras londinenses ofrecieran cobertura a comerciantes franceses;[289] en las épocas de paz esa práctica se reanudó, de modo que en vísperas de la Primera Guerra Mundial la mayor parte de la marina mercante alemana estaba asegurada por Lloyd's.)[290]

También los seguros de vida existían ya en la época medieval. Los libros de contabilidad del comerciante florentino Bernardo Cambi contienen referencias a seguros sobre la vida del papa (Nicolás V), el dogo de Venecia (Francesco Foscari) y el rey de Aragón (Alfonso V). Parece ser, no obstante, que en realidad se trataba de poco más que apuestas, comparables a las que hacía Cambi en las carreras de caballos[291]. Lo cierto es que todas esas formas de seguro —incluidos los más sofisticados seguros marítimos— eran una forma de juego, ya que no existía todavía una base teórica suficiente para evaluar los riesgos que se cubrían. Pero luego, más o menos a partir de 1660, en lo que sería un extraordinario impulso de innovación intelectual, surgió esa base teórica. En esencia, hubo avances en seis conceptos fundamentales:

1. *Probabilidad*. Fue a un monje de Port-Royal a quien el matemático francés Blaise Pascal atribuyó la idea (publicada en el libro *Ars cogitandi*) de que «el temor al daño debe ser proporcional no solo a la gravedad del daño, sino también a la probabilidad del hecho». Pascal y su amigo Pierre de Fermat llevaban ya muchos

años dando vueltas a los problemas de probabilidad, pero este concretamente habría de ser un punto clave para la evolución del seguro.

2. *Esperanza de vida*. En el mismo año en que apareció el *Ars cogitandi* (1662), John Graunt publicó sus *Observaciones naturales y políticas […] realizadas a partir de las cuentas de mortalidad*, donde trata de calcular la probabilidad de morir por una determinada causa partiendo de las estadísticas de mortalidad de Londres, Sin embargo, los datos de Graunt no incluían las edades de fallecimiento, limitando así lo que podría deducirse de ellas. Fue otro colega, miembro como él de la Royal Society, Edmund Halley, quien dio el paso fundamental al utilizar los datos proporcionados a dicha sociedad por la ciudad silesiana de Breslau (actual Wrocław, en Polonia). La tabla de mortalidad de Halley, basada en 1238 nacimientos registrados y 1174 muertes registradas, nos da la probabilidad de no morir en un determinado año, «que es de 100 a 1 de que un hombre de 20 años no muera en un año, y de 38 a 1 para un hombre de 50…». Esta sería una de las piedras angulares de las matemáticas actuariales**[292]**.

3. *Certidumbre*. En 1705 Jacob Bernoulli proponía que «en condiciones similares, la ocurrencia (o no ocurrencia) de un acontecimiento en el futuro seguirá la misma pauta observada en el pasado». Su Ley de los Grandes Números afirmaba que podían extraerse inferencias con cierto grado de certidumbre, por ejemplo, sobre el contenido total de una jarra llena con dos clases de bolas distintas basándose en una muestra. Esto proporcionaba la base para el concepto de grado de significación estadística y las modernas formulaciones de probabilidades con intervalos de confianza específicos (por ejemplo, la afirmación de que entre el 30 y el 40 por ciento de las bolas de la jarra son blancas, con un intervalo de confianza del 95 por ciento, implica que la verdadera proporción se sitúa en ese rango el 95 por ciento de las veces).

4. *Distribución normal*. Fue Abraham de Moivre quien mostró que los resultados de cualquier clase de proceso iterativo podían distribuirse a lo largo de una curva en función de su varianza en torno a la media o desviación estándar. «Aunque el Azar produce Irregularidades —escribía De Moivre en 1733—, aun así las Probabilidades de que en el proceso del Tiempo esas Irregularidades no guardarán proporción con la recurrencia de ese Orden que resulta naturalmente del Diseño Original serán infinitamente grandes». La curva acampanada que veíamos en el capítulo anterior representa la distribución normal; en ella el 68,2 por ciento de los resultados se situaban dentro de una determinada desviación estándar (en más o en menos) de la media.

5. *Utilidad*. En 1738, el matemático suizo Daniel Bernoulli proponía que «el valor de un artículo no debe basarse en su precio, sino más bien en la utilidad que reporta», y que la «utilidad resultante de cualquier pequeño incremento de la riqueza será inversamente proporcional a la cantidad de bienes previamente poseídos»; en otras palabras: 100 euros tienen más valor para alguien de renta media que para el gerente de un fondo de riesgo.

6. *Inferencia*. En su *Ensayo hacia la resolución de un problema según la doctrina de las probabilidades* (publicado póstumamente en 1764), Thomas Bayes se planteaba el siguiente problema: «Dado el número de veces en las que un acontecimiento desconocido ha ocurrido y fallado, se pide la posibilidad de que la probabilidad de su ocurrencia en una sola prueba resida en algún punto entre dos grados de probabilidad que pueden determinarse». Su resolución del problema —«La probabilidad de cualquier acontecimiento es la ratio entre el valor al que debe computarse una expectativa dependiente de la ocurrencia del acontecimiento, y la posibilidad de la cosa esperada en el momento de su ocurrencia»— anticipa la moderna formulación de que la utilidad esperada es la probabilidad de un acontecimiento multiplicada por la retribución obtenida en caso de producirse dicho acontecimiento**[293]**.

En resumen, pues, no fueron los comerciantes, sino los matemáticos los verdaderos progenitores de los seguros modernos. Sin embargo, hizo falta la intervención de los clérigos para convertir la teoría en práctica.

La iglesia y el cementerio de Greyfriars, en la colina que constituye el núcleo del casco viejo de Edimburgo, son hoy conocidos sobre todo por el monumento a Greyfriars Bobby, el fiel canino de raza skye terrier que se negó a abandonar la tumba de su amo, y también por los ladrones de tumbas —los llamados «Hombres de la Resurrección»— que solían visitar el lugar a principios del siglo XIX a fin de abastecer a la Facultad de Medicina de la Universidad de Edimburgo de cadáveres para diseccionar. Pero la importancia de Greyfriars para la historia de las finanzas reside en los primeros trabajos matemáticos del pastor de su iglesia, Robert Wallace, y su amigo Alexander Webster, también pastor en la vecina Tolbooth. Junto con Colin Maclaurin, profesor de matemáticas en Edimburgo, tuvieron el mérito de crear el primer fondo de seguros moderno, basado en principios actuariales y financieros correctos antes que en meras apuestas mercantiles.



El espíritu del seguro: Alexander Webster predicando en Edimburgo.

Dado que vivían en Auld Reekie,[294] como se conocía entonces a la peculiarmente maloliente capital escocesa, Wallace y Webster tenían un acusado sentido de la fragilidad de la condición humana. Ambos vivieron hasta una edad respetable: setenta y cuatro y setenta y cinco años, respectivamente. Maclaurin, en cambio, murió de frío a la intemperie a los cuarenta y ocho años tras haber caído del caballo cuando trataba de huir de los jacobitas durante la revuelta de 1745. Las invasiones de los *highlanders* —o habitantes de las tierras altas—, de orientación papista, fueron solo uno de los peligros a los que hubieron de enfrentarse los habitantes de Edimburgo a mediados del siglo XVIII. No es probable que la esperanza de vida media al nacer fuera mejor que la de la Inglaterra de la época, donde se situó por debajo de los treinta y siete años hasta la década de 1800. Incluso es posible que

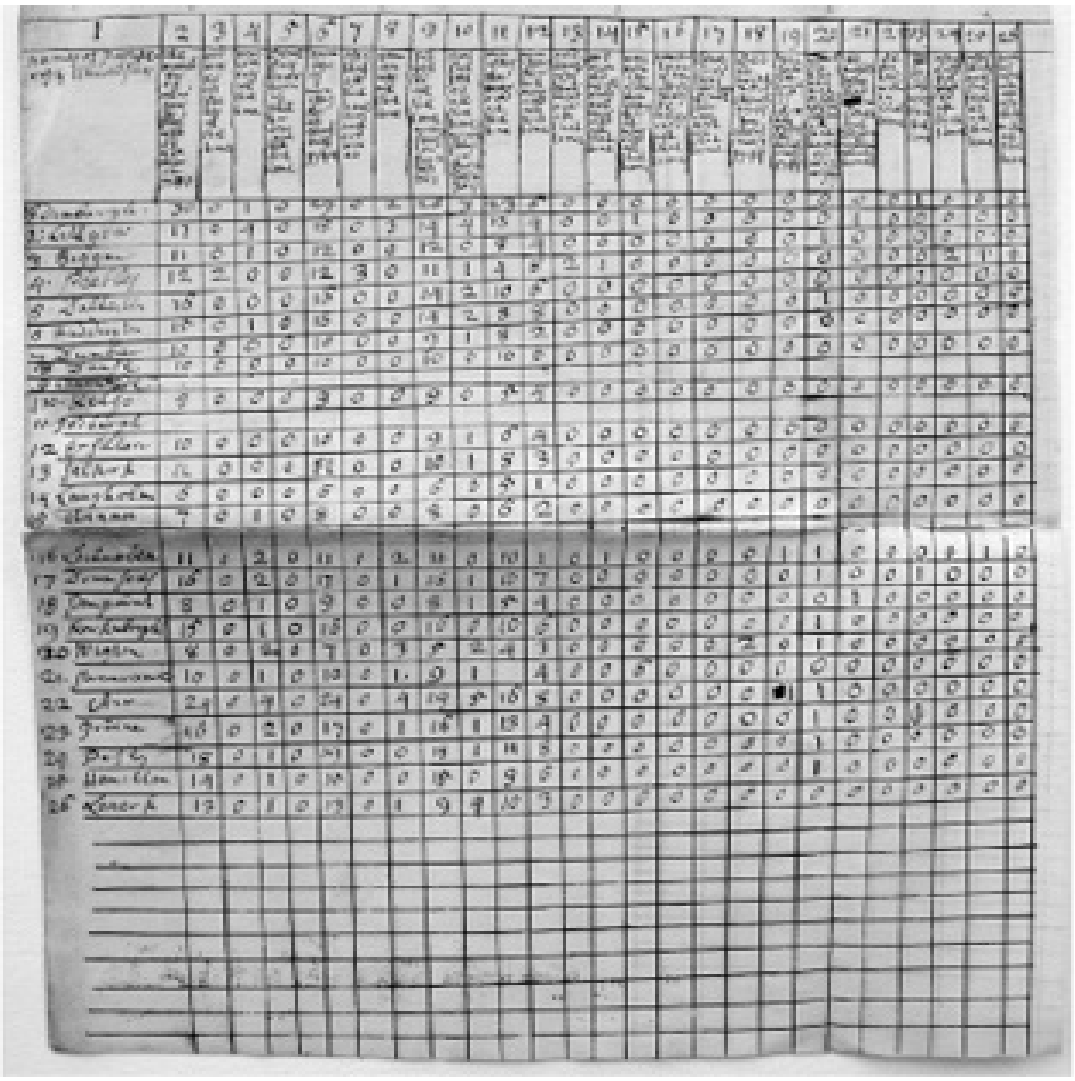
fuera tan baja como la de la propia Londres, donde a finales del siglo XVIII se situaba en los veintitrés años, o quizá aún más baja, dadas las malas condiciones higiénicas de la capital[295]. Para Wallace y Webster, había un grupo de personas que parecía especialmente vulnerable a las consecuencias de la muerte prematura. Según la denominada Ley de Ann (1672), la viuda y los hijos de un pastor de la Iglesia de Escocia fallecido recibían solo la mitad del estipendio anual el año de la muerte de este. Después de eso, se veían abocados a la miseria. En 1711 el obispo de Edimburgo había establecido una ayuda suplementaria, pero basada en el tradicional esquema de los «pagos sobre la marcha». Wallace y Webster sabían que esta medida resultaba insatisfactoria.

El estereotipo del clérigo escocés suele presentarlo como el paradigma de la prudencia y la frugalidad, agobiado por el temor de la inminente venganza divina por cada minúscula trasgresión. En realidad, Robert Wallace era un bebedor empedernido además de prodigio matemático, amante de beber vino tinto a grandes tragos con sus borrachines amigotes en el Club Rankenian, llamado así porque sus miembros se reunían en la taberna de un tal Ranken[296]. El apodo de Alexander Webster era Bonum Magnum, y se decía que «raramente el licor tenía el poder de afectar a los conocimientos del doctor Webster o a sus miembros». Sea como fuere, nadie más sobrio que él a la hora de hacer cálculos sobre la esperanza de vida. El plan que se les ocurrió a Webster y Wallace era ingenioso, y reflejaba el hecho de que ambos eran un producto de la Ilustración escocesa del siglo XVIII no menos que de la Reforma calvinista que la había precedido. En lugar de limitarse a hacer que los pastores de la Iglesia pagaran una prima anual que se empleara directamente para cuidar de las viudas y los huérfanos cuando muriesen, ellos sostenían que las primas habían de utilizarse para crear un fondo que luego pudiera invertirse de manera provechosa. A las viudas y los huérfanos se les pagaría con los rendimientos de las inversiones, y no solo con las propias primas. Lo único que se necesitaba para que el sistema funcionara era una proyección precisa del número de beneficiarios que habría en el futuro, y de cuánto dinero podía generarse para sustentarlos. Los actuarios modernos todavía se maravillan ante la precisión con la que Webster y Wallace realizaron sus cálculos[297]. «Es solo la experiencia y el buen cálculo lo que debe determinar la suma proporcional que debe recibir la viuda tras la muerte del marido —escribía Wallace en un primer borrador—, pero puede establecerse un comienzo contando el triple de la suma que el marido pagó [anualmente] durante su vida…» Wallace pasaba luego a tratar de las evidencias que él y Webster habían podido recoger de los presbiterios de toda Escocia. Parecía que tendía a haber «930 pastores vivos en todo momento»:

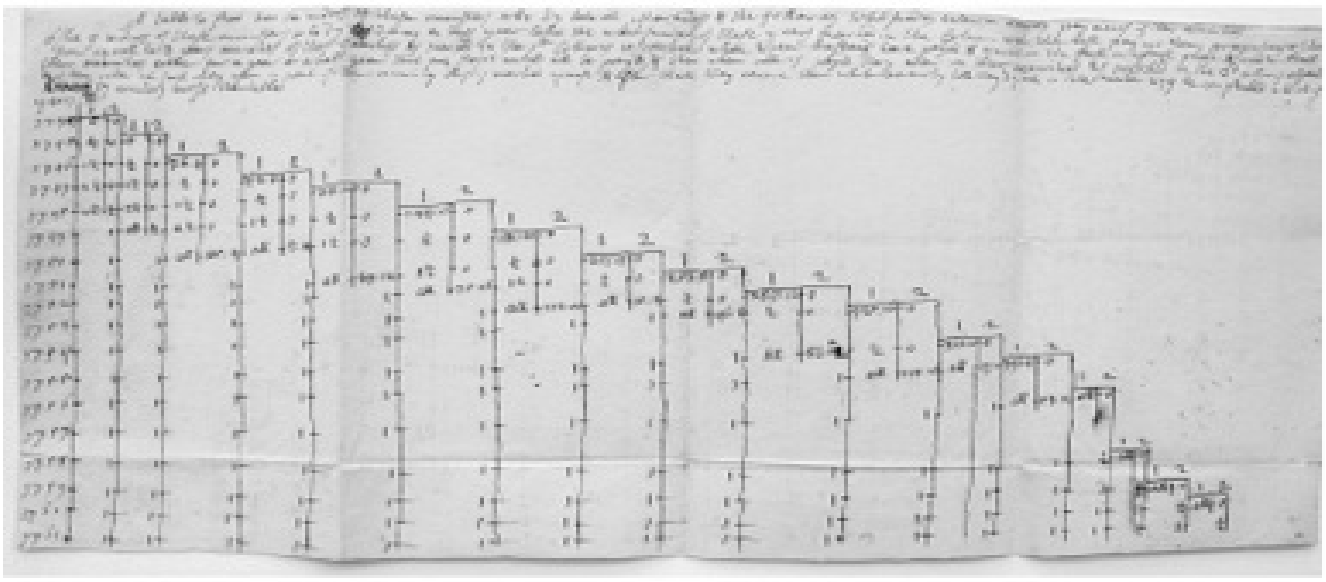
> […] se ha encontrado en una Media de 20 años atrás, que 27 [de 930] pastores mueren cada año, 18 de ellos dejan Viudas, 5 de ellos

> Hijos sin una Viuda, 2 de los que dejan Viudas, dejan también Hijos de un Matrimonio anterior, de menos de 16 años de Edad, y cuando se complete todo el Número de Viudas, 3 Beneficiarios morirán, o se casarán, dejando Hijos de menos de 16 años.

Originariamente Wallace estimó que el máximo número de viudas que vivían en un momento dado era de 279; pero Maclaurin corrigió la cifra, señalando que era erróneo suponer una tasa de mortalidad constante para las viudas, dado que no todas ellas tendrían la misma edad. Para llegar a la cifra correcta, que era superior a la de Wallace, acudió a las tablas de mortalidad de Halley[298].



Cálculos del originario Fondo para la Provisión de Viudas y Huérfanos de los Ministros de la Iglesia de Escocia (1).



Cálculos del originario Fondo para la Provisión de Viudas y Huérfanos de los Ministros de la Iglesia de Escocia (2).

Había llegado el momento de poner a prueba sus cálculos. Según la versión definitiva del plan, cada pastor había de pagar una prima anual que iba de 2 libras con 12 chelines y 6 peniques a 6 libras con 11 chelines y 3 peniques (había cuatro niveles de primas entre los que elegir). Luego se empleaban los ingresos para crear un fondo que pudiera invertirse de forma provechosa (inicialmente en préstamos a pastores jóvenes) a fin de que rindiera las ganancias suficientes para pagar a las nuevas viudas anualidades de entre 10 y 25 libras en función del nivel de prima que se hubiera pagado, y para cubrir los costes de gestión del fondo. En otras palabras, el Fondo para la Provisión de Viudas y Huérfanos de los Ministros de la Iglesia de Escocia fue el primer fondo de seguros que operó siguiendo el principio máximo, acumulando capital hasta que los intereses y las aportaciones bastaran para pagar la máxima cantidad de anualidades y probables gastos que surgieran. Si las proyecciones estaban equivocadas, el fondo o bien superaría, o bien —lo que resultaría más problemático — no llegaría a cubrir la cantidad requerida. Después de al menos cinco intentos de calcular la tasa de crecimiento del fondo, Wallace y Webster fijaron cifras que proyectaban un aumento desde 18 620 libras a comienzos de 1748 hasta 58 348 en 1765. Finalmente se equivocaron por una diferencia de tan solo una libra: en 1765, el capital disponible real del fondo fue de 58 347. Tanto Wallace como Webster vivieron para ver confirmados sus cálculos.

En 1906, el experto en seguros alemán Alfred Manes definía concisamente el seguro en los siguientes términos:

> Una institución económica que se basa en el principio de la mutualidad, establecida con el propósito de proporcionar un fondo, cuya necesidad surge de una ocurrencia fortuita cuya probabilidad puede calcularse[299].

El fondo para las viudas de los ministros de la Iglesia de Escocia fue el primero de tales fondos, y su fundación representó una auténtica piedra angular en la historia financiera. Estableció un modelo no solo para los clérigos escoceses, sino también para cualquiera que aspirase a cubrirse ante la posibilidad de una muerte prematura. Ya antes de que el fondo fuera plenamente operativo, las universidades de Edimburgo, Glasgow y St. Andrews habían solicitado unirse a él. Durante los veinte años siguientes surgieron toda una serie de fondos similares basados en el mismo modelo por todo el mundo anglosajón, incluyendo el Fondo para Ministros Presbiterianos de Filadelfia (1761) y la Sociedad Equitativa Inglesa (1762), así como

las denominadas Corporaciones Unidas de la Capilla de Santa María (1768), que velaban por las viudas de los artesanos escoceses. En 1815, el principio del seguro estaba tan extendido que se adoptó incluso para los hombres que perdían la vida combatiendo contra Napoleón. La probabilidad de que un soldado muriera en Waterloo era aproximadamente de 1 entre 4. Pero si estaba asegurado, al menos tenía el consuelo de saber que, aunque él expirara en el campo de batalla, su esposa y sus hijos no se verían en la calle (dando un nuevo significado a la expresión de «ponerse a cubierto»). A mediados del siglo XIX, estar asegurado constituía una señal de respetabilidad tanto como ir a la iglesia los domingos. Incluso los novelistas, que en general no eran conocidos precisamente por su prudencia financiera, se subieron al carro. Sir Walter Scott[300] se hizo una póliza en 1826 para garantizar a sus acreedores que recuperarían su dinero aun en el caso de que se muriera[301]. Un fondo que originariamente se había creado para sustentar a las viudas de unos cuantos clérigos creció rápidamente hasta convertirse en el fondo general de seguros y pensiones hoy llamado Scottish Widows («Viudas Escocesas»). Aunque actualmente este es solo un proveedor más de servicios financieros, absorbido por el Lloyds Bank en 1999, sigue considerándose un paradigma de los beneficios de la frugalidad calvinista; y ello gracias en no poca medida a una de las campañas publicitarias de mayor éxito de toda la historia financiera[302].

Lo que nadie podía prever allá por la década de 1740 era que al incrementarse constantemente el número de personas que pagaban primas, las compañías de seguros y sus parientes cercanos los fondos de pensiones crecerían hasta convertirse en algunos de los mayores inversores del mundo; los llamados inversores institucionales que hoy dominan los mercados financieros globales. Cuando, tras la Segunda Guerra Mundial, se permitió a las compañías de seguros empezar a invertir en el mercado de valores, estas no tardaron en hacerse con grandes porciones de la economía británica, y a mediados de la década de 1950 poseían alrededor de una tercera parte de las principales empresas del Reino Unido[303]. Hoy, Scottish Widows gestiona más de 100 000 millones de libras. El porcentaje del PIB correspondiente a las primas de seguros se ha incrementado constantemente en las economías desarrolladas, pasando de alrededor del 2 por ciento en vísperas de la Primera Guerra Mundial a poco menos del 10 por ciento en la actualidad.

Como advirtiera Robert Wallace hace más de doscientos cincuenta años, en el ámbito de los seguros el tamaño importa, ya que, cuantas más personas contribuyen a un fondo, más fácil resulta predecir estadísticamente lo que habrá de pagarse cada año. Aunque no pueda saberse por adelantado la fecha de fallecimiento de una persona, los actuarios pueden calcular la esperanza de vida probable de un gran grupo de individuos con asombrosa precisión empleando los principios aplicados inicialmente por Wallace, Webster y Maclaurin. Además del tiempo que es probable

que vivan los asegurados, las aseguradoras también tienen que saber qué producirá la inversión de sus fondos. ¿Qué deberían comprar con las primas que pagan sus asegurados? ¿Bonos relativamente seguros, tal como recomendaban las autoridades de la Inglaterra victoriana como A.H. Bailey, actuario jefe de London Assurance Corporation? ¿O acciones más arriesgadas, pero probablemente con un mayor rendimiento? En otras palabras: es en el ámbito de los seguros donde los riesgos e incertidumbres de la vida cotidiana se juntan con los riesgos e incertidumbres de las finanzas. Es cierto que la ciencia actuarial proporciona a las compañías de seguros una ventaja intrínseca sobre los asegurados. Antes de que surgiera la moderna teoría de probabilidades, las aseguradoras eran meros apostadores; hoy son el casino. Puede argumentarse, pues, como le ocurriera a Dickie Scruggs antes de caer en desgracia, que ahora las probabilidades están injustamente en contra de los apostadores, es decir, de los asegurados. Pero como señalara el economista Kenneth Arrow hace ya largo tiempo, la mayoría de nosotros preferimos una apuesta que tenga el cien por cien de posibilidades de una pequeña pérdida (nuestra prima anual) y una pequeña posibilidad de una gran ganancia (el cobro del seguro tras un desastre), antes que una apuesta que tenga el cien por cien de posibilidades de una pequeña ganancia (no pagar ninguna prima), pero una posibilidad incierta de una pérdida enorme (no cobrar nada tras un desastre). De ahí que el guitarrista Keith Richards se asegurara los dedos y la cantante Tina Turner las piernas. Solo si las compañías de seguros dejan de pagar sistemáticamente a quienes les han confiado sus apuestas su arraigada reputación de prudencia se convertirá en una reputación de avaricia y falta de escrúpulos.



Class A

No. 611

Whereas Sir Walter Scott of Abbotsford, Baronet

DISCHARGED

DISCHARGED

Página 166

Póliza de seguro de vida de sir Walter Scott.

Sigue habiendo aquí, no obstante, un rompecabezas. Puede parecer apropiado que, como inventores de los seguros modernos, los ingleses sigan siendo el pueblo más asegurado del mundo, pagando más de un 12 por ciento de su PIB en primas, lo que representa aproximadamente un tercio más de lo que gastan los estadounidenses en seguros y casi el doble de lo que gastan los alemanes[304]. Una breve reflexión, sin embargo, nos lleva a plantear la pregunta: ¿y por qué habría de ser así? A diferencia de Estados Unidos, el Reino Unido raramente sufre fenómenos climáticos extremos; lo más cercano a un huracán que he visto en toda mi vida fue la gran tormenta que asoló el sur de Inglaterra y el norte de Francia en octubre de 1987. No hay ninguna ciudad inglesa asentada sobre una falla geológica, como le ocurre a San Francisco. Y en comparación con la de Alemania, la historia del Reino Unido desde la fundación de Scottish Widows ha sido la de una estabilidad política casi milagrosa. ¿Por qué, entonces, los ingleses contratan tantos seguros?

La respuesta estriba en el auge y caída de una forma alternativa de protección frente al riesgo: el Estado del bienestar.

DE LA GUERRA AL BIENESTAR.

Por más fondos privados como Scottish Widows que se crearan, siempre habría gente que quedaría al margen de los seguros, personas que eran o demasiado pobres o demasiado irresponsables para ahorrar en previsión de las vacas flacas. Su sino resultaba especialmente doloroso: la dependencia de la caridad privada o el austero régimen del asilo para pobres. En el gran asilo de Marylebone, situado en la londinense calle de Northumberland, el número de «pobres que son cojos, inválidos, viejos y ciegos» llegaba a ser hasta de 1900 en los malos tiempos. Cuando el clima era riguroso, el trabajo escaso y la comida cara, hombres y mujeres «temporales» —como se les llamaba— se sometían voluntariamente a un régimen cuasicarcelario. Ta l como lo describía el *Illustrated London News* en 1867:

> [En el asilo] se lavan con abundante agua caliente y fría y jabón, y reciben seis onzas de pan y una pinta de gachas para cenar; después, les quitan la ropa para lavarla y fumigarla, se les proporcionan calientes camisas de dormir de lana y se les envía a la cama. Los lectores de las Escrituras rezan oraciones; durante toda la noche se mantiene un silencio y un orden estrictos en el dormitorio. […] El lecho consiste en un colchón relleno de fibra de coco, una almohada de borra y un par de mantas. A las seis en punto de la mañana en

verano, y a las siete en invierno, se les despierta y se les ordena ponerse a trabajar. A las mujeres las ponen a limpiar las salas, o a recoger estopa; a los hombres, a picar piedra, pero a nadie se le retiene más de cuatro horas después del desayuno, que es de la misma clase y cantidad que su cena. Sus ropas, desinfectadas y libres de parásitos, se les devuelven por la mañana, a los que deciden remendar sus prendas harapientas se les proporciona agujas, hilo y parches de tela para ello. Si alguno está enfermo, le atiende el médico del asilo; si está demasiado enfermo para desplazarse, se le ingresa en la enfermería.





Dos escenas de un asilo para pobres londinense en 1902: la preparación de

la estopa requería separar las fibras de viejas sogas de cáñamo para su reutilización en el calafateado de barcos.

El autor de la noticia concluía que «el “temporal aficionado” no encontrará motivo de queja. […] Una comisión de buenos samaritanos no podría hacer más»[305]. A finales del siglo XIX, sin embargo, empezó a generalizarse el sentimiento de que quienes habían fracasado en la vida merecían algo mejor. Se plantaba así la semilla de un nuevo enfoque del problema del riesgo; un enfoque que a la larga desembocaría en el llamado Estado del bienestar. Estos sistemas estatales de seguros se diseñaron para explotar hasta el extremo la economía de escala, cubriendo literalmente a todos los ciudadanos desde el nacimiento hasta la muerte.

Tendemos a pensar en el Estado del bienestar como una invención inglesa. Y tendemos a pensar asimismo en él como una invención de carácter socialista o, cuando menos, progresista. Pero en realidad, el primer sistema estatal obligatorio de seguro médico y pensiones de jubilación no nació en Inglaterra, sino en Alemania, y constituyó un ejemplo que los ingleses tardaron más de veinte años en seguir. Tampoco fue una creación de la izquierda, sino más bien todo lo contrario. El propósito de las leyes de seguridad social de Otto von Bismarck, como él mismo declararía en 1880, era «engendrar en la gran masa de los desposeídos el estado mental conservador que brota del sentimiento de tener derecho a una pensión». Para Bismarck: «Un hombre que tiene una pensión para la vejez es […] mucho más fácil de tratar que un hombre sin tal perspectiva». Para sorpresa de sus adversarios progresistas, Bismarck reconoció abiertamente que aquella era una «idea propia de un ¡Estado socialista! La generalidad debe comprometerse a ayudar a los desposeídos». Pero sus motivos estaban lejos de ser altruistas: «Quien abrace este idea —observaba — llegará al poder»[306]. Habría que esperar a 1908 para que los ingleses siguieran el ejemplo de Bismarck, cuando el ministro de Hacienda liberal David Lloyd George introdujo una modesta pensión estatal condicionada al nivel de ingresos para las personas de más de setenta años. Luego, en 1911, le siguió una Ley de Seguro Médico Nacional. Aunque era un hombre de izquierdas, Lloyd George compartía la visión de Bismarck de que tales medidas eran una manera de ganar votos en un sistema en el que el sufragio estaba cada vez más extendido y el número de pobres superaba al de ricos. Cuando Lloyd George estableció impuestos directos destinados a pagar la pensión estatal, hizo bueno el lema que había acompañado a su presupuesto de 1909: «El presupuesto del pueblo».





Hombres comiendo en el asilo para pobres de Marylebone. Sendos carteles en las paredes rezan «Dios es justo» y «Dios es bueno», aunque es posible que a primera vista la justicia y la bondad de Dios no resultaran muy

sible que a primera vista la justicia y la bondad de Dios no resulten muy evidentes para los internos.

Si el Estado del bienestar fue concebido en el ámbito de la política, fue en el de la guerra donde alcanzó su madurez. La Primera Guerra Mundial amplió el alcance de la actividad de los gobiernos en casi todos los campos. Con los submarinos alemanes enviando más de 7.759 000 toneladas de barcos mercantes al fondo del océano, era evidente que no había forma alguna de que las aseguradoras marítimas privadas pudieran cubrir los riesgos de la guerra. De hecho, la póliza estándar de Lloyd's había sido ya modificada (en 1898) para excluir «las consecuencias de hostilidades u operaciones bélicas» (en la denominada «cláusula f.c.s.» por las siglas de *free of capture and seizure*, «exento de captura y embargo»). Pero incluso las pólizas que se habían alterado para eliminar esa exclusión se cancelaron cuando estalló la guerra[307]. Y entró en escena el Estado, nacionalizando en la práctica la marina mercante como en el caso de Estados Unidos,[308] y —como era de prever— permitiendo luego a las compañías de seguros sostener que cualquier daño producido a los barcos entre 1914 y 1918 era consecuencia de la guerra[309]. Con el advenimiento de la paz, los políticos británicos se apresuraron también a paliar los efectos de la desmovilización en el mercado laboral introduciendo un Plan de Seguro de Desempleo en 1920[310]. Este proceso se repetiría durante y después de la Segunda Guerra Mundial. La versión inglesa de la seguridad social experimentaría una expansión radical en 1942 a raíz del informe de la Comisión Interministerial sobre Seguridad Social y Servicios Asociados, presidida por el economista William Beveridge, que recomendaba una lucha a gran escala contra la «Necesidad, la Enfermedad, la Ignorancia, la Miseria y la Ociosidad» a través de toda una serie de planes públicos. En una emisión radiada en marzo de 1943, Churchill lo resumía así: «Seguro obligatorio nacional para todas las clases y todas las finalidades desde la cuna hasta la tumba»; la abolición del desempleo mediante unas políticas públicas que «ejercieran una influencia equilibradora en el desarrollo que pueda activarse o desactivarse según lo requieran las circunstancias»; «un ámbito más amplio para la propiedad y la empresa públicas»; un mayor número de viviendas públicas; reformas de la educación pública, y una gran expansión de los servicios sanitarios y asistenciales[311].

Los argumentos en favor de un seguro público iban más allá de la mera equidad social. En primer lugar, el seguro público podía entrar en escena allí donde las aseguradoras privadas temían poner el pie. En segundo término, la afiliación universal y a veces obligatoria eliminaba la necesidad de unas costosas campañas publicitarias y de ventas. En tercer lugar, y como observara una destacada autoridad en la década de 1930, «las mayores cifras combinadas deberían configurar medias más estables para la experiencia estadística»[312]. En otras palabras: el seguro público explotaba las economías de escala; y siendo así, ¿por qué no hacerlo lo más

generalizado posible? El entusiasmo con el que se acogió el Informe Beveridge —no solo en el Reino Unido, sino en todo el mundo— ayuda a explicar por qué todavía hoy se sigue creyendo que el Estado del bienestar llevaba el sello de «Fabricado en Inglaterra». Sin embargo, la primera superpotencia mundial en lo referente el Estado del bienestar, el país que más lejos llevó este principio y lo hizo con mayor éxito, no fue Inglaterra, sino Japón. Nada ilustra más claramente que la experiencia japonesa el estrecho vínculo que existía entre el Estado de la guerra y el Estado del bienestar[313].

Durante la primera mitad del siglo XX los desastres no dejaron de golpear a Japón. El primero de septiembre de 1923, un enorme terremoto (de 7,9 grados en la escala de Richter) asoló la región de Kantō, devastando las ciudades de Yokohama y Tokio. Más de 128 000 casas resultaron totalmente destruidas, aproximadamente un número igual quedaron medio en ruinas, 900 fueron barridas por el mar y casi 450 000 fueron pasto de las llamas debido a los incendios que se desencadenaron casi inmediatamente después del seísmo[314]. No es que los japoneses no estuvieran asegurados: entre 1879 y 1914 la industria de seguros del país había pasado prácticamente de la nada a convertirse en uno de los sectores vitales de la economía, ofreciendo coberturas contra las pérdidas en el mar, la muerte, los incendios, el reclutamiento forzoso, los accidentes de transporte y los robos en viviendas, por citar solo algunas de las trece formas distintas de seguro que ofrecían más de treinta compañías. En el año del terremoto, por ejemplo, los ciudadanos japoneses habían contratado nuevos seguros de vida por valor de 699.634 000 yenes (alrededor de 328 millones de dólares), con una media de 1280 yenes (600 dólares) por póliza[315]. Pero las pérdidas totales causadas por el terremoto fueron de 4600 millones de dólares en toda la región. Seis años después se produjo la Gran Depresión, que llevó a algunas zonas rurales al borde de la inanición (en aquella época el 70 por ciento de la población japonesa vivía de la agricultura, y a su vez el 70 por ciento de los agricultores labraban una media de solo 0,6 hectáreas de tierra)[316]. En 1937 el país se embarcó en una costosa —y en última instancia inútil— guerra de conquista en China. Luego, en diciembre de 1941, Japón entró en guerra con el coloso económico del mundo, Estados Unidos, y acabó pagando el máximo precio por ello en Hiroshima y Nagasaki. Aparte de los casi tres millones de vidas perdidas en la fallida tentativa imperial japonesa, a finales de 1945 el valor de todo el conjunto del capital social de Japón parecía haber quedado reducido a cero por los bombardeos estadounidenses. En conjunto, y de acuerdo con la denominada «Prospección de Bombardeo Estratégico» de Estados Unidos, al menos el 40 por ciento de las zonas urbanizadas de más de sesenta ciudades habían quedado destruidas; se habían perdido 2,5 millones de viviendas, dejando a 8,3 millones de personas sin hogar[317]. Prácticamente la única ciudad que sobrevivió intacta (aunque no del todo indemne) fue Kioto, la antigua capital imperial; una ciudad que todavía hoy encarna la cultura del Japón premoderno, dado que se trata de uno de los últimos lugares donde todavía pueden verse las casas de madera tradicionales conocidas como *machiya*. Basta echar

un vistazo a estas estructuras largas y estrechas, con sus puertas correderas, sus biombos de papel, sus vigas pulimentadas y sus alfombras de paja, para advertir por qué las ciudades japonesas eran tan vulnerables al fuego.

En Japón, como en la mayor parte de los países combatientes, la lección estaba clara: el mundo era un lugar demasiado peligroso para que lo afrontaran solo los mercados de seguros privados. (Incluso en Estados Unidos, el gobierno federal se hizo cargo de más del 90 por ciento de los daños de la guerra a través de War Damage Corporation, una de las empresas públicas más rentables de la historia por la razón obvia de que en el propio territorio continental estadounidense no se produjo ningún daño.)[318] Aun con la mejor voluntad del mundo, no se podía esperar que ningún japonés se asegurara contra las fuerzas aéreas norteamericanas. La respuesta adoptada más o menos en todas partes fue que el gobierno se hiciera cargo de ello, nacionalizando de hecho el riesgo. Cuando los japoneses se pusieron a diseñar un sistema asistencial universal en 1949, su Consejo Asesor de Seguridad Social reconoció su deuda con el ejemplo británico. A los ojos de Bunji Kondo, un partidario convencido de la cobertura asistencial universal, era el momento de tener un *bebariji no nihonhan*, «un Beveridge para los japoneses»[319]. Pero ellos llevaron la idea aún más lejos de lo que pretendiera el propio Beveridge. El objetivo, como señalaba el informe del Comité Asesor, era crear.

> un sistema en el que se tomen medidas para la seguridad económica ante la enfermedad, las lesiones, el parto, la discapacidad, la muerte, la vejez, el desempleo, las familias numerosas y otras causas de empobrecimiento a través de […] el pago por parte de los gobiernos… [y] en el que se garantice a los necesitados el nivel de vida mínimo por parte de la asistencia nacional[320].

Desde ese momento, el Estado del bienestar cubriría a la gente frente a todos los caprichos de la vida moderna. Si nacían enfermos, el Estado les pagaría. Si no podían permitirse una educación, el Estado les pagaría. Si no podían encontrar trabajo, el Estado les pagaría. Si estaban demasiado enfermos para trabajar, el Estado les pagaría. Cuando se jubilaran, el Estado les pagaría. Y cuando finalmente murieran, el Estado pagaría a las personas que dependieran de ellos. Sin duda esto recordaba uno de los objetivos de la ocupación estadounidense de posguerra: «Reemplazar una economía feudal por una economía del bienestar»[321]. Pero sería un error suponer (como hicieron diversos analistas del período posbélico) que el Estado del bienestar japonés fue «impuesto a gran escala por una potencia extranjera»[322]. En realidad, los japoneses crearon su propio Estado del bienestar, y empezaron a hacerlo mucho antes de que terminara la Segunda Guerra Mundial. El verdadero motor de ello fue el

insaciable apetito de jóvenes soldados y trabajadores capacitados por parte del Estado a mediados del siglo XX, no el altruismo social. Como señalara el politólogo estadounidense Harold D. Lasswell, en la década de 1930 Japón se convirtió en un Estado-guarnición;[323] pero fue un Estadoguarnición que trajo consigo la promesa de un «Estado de la guerra y del bienestar», ofreciendo seguridad social a cambio del sacrificio militar.

Ciertamente había habido cierta seguridad social básica en Japón ya antes de la década de 1930: un seguro contra accidentes laborales y un seguro médico (introducidos para los obreros fabriles en 1927). Pero esto cubría a menos de las dos quintas partes de la mano de obra industrial[324]. De manera harto significativa, el plan para la creación de un Ministerio del Bienestar japonés *(Kōseishō)* fue aprobado ya por el gobierno imperial el 9 de julio de 1937, justo dos meses antes de que se iniciara la guerra con China[325]. Su primera medida fue introducir un nuevo sistema de seguro médico universal para complementar el programa existente para los trabajadores industriales. Entre finales de 1938 y finales de 1944, el número de ciudadanos cubiertos por este plan se multiplicó casi por cien, pasando de poco más de 500 000 a más de 40 millones. El objetivo era explícito: una población más sana aseguraría reclutas más saludables a las fuerzas armadas del emperador. El eslogan bélico de «todo el mundo es un soldado» (*kokumin kai hei*) fue adaptado para convertirse en «todo el mundo debería estar asegurado» (*kokumin kai hoken*). Y para garantizar una cobertura universal, la profesión médica y la industria farmacéutica fueron esencialmente subordinadas al Estado[326]. Los años de guerra presenciaron asimismo la introducción de planes de pensiones obligatorios para los marineros y trabajadores, donde el Estado cubría el 10 por ciento de los costes, mientras que el patrono y el empleado aportaban cada uno un 5,5 por ciento del salario de este último. También se emprendieron los primeros pasos hacia la provisión a gran escala de vivienda pública. Así pues, lo que ocurrió en Japón después de la guerra fue en gran medida la ampliación de un Estado a la vez de la guerra y del bienestar. Ahora «todo el mundo debería tener pensiones» (*kokumin kai nenkin*). Ahora debía haber un seguro de desempleo, en lugar de la anterior práctica paternalista de mantener a los trabajadores en nómina incluso en las épocas de vacas flacas. Apenas resulta sorprendente que Japón tendiera a pensar en el Estado de bienestar en términos nacionalistas, como una especie de forma pacífica de engrandecimiento nacional. El informe de 1950, con sus recomendaciones al estilo británico, fue de hecho rechazado por el gobierno. Solo en 1961, mucho después del fin del control estadounidense, se aceptaron la mayoría de sus recomendaciones. A finales de la década de 1970 un político japonés, Nakagawa Yatsuhiro, podía jactarse de que Japón se había convertido en «la superpotencia del bienestar» (*fukushi chōdaikoku*), precisamente porque su sistema era distinto de —y superior a— los modelos occidentales[327].

Obviamente, el sistema japonés no tenía nada que fuese institucionalmente único. La mayoría de los estados del bienestar aspiraban a dar una cobertura universal desde

el nacimiento hasta la muerte. Pero el Estado del bienestar japonés parecía ser un milagro de eficacia. El país era líder mundial en cuanto a esperanza de vida. También en educación llevaba la delantera. Alrededor del 90 por ciento de la población había completado estudios de enseñanza secundaria, mientras que la cifra equivalente en Inglaterra era solo del 32 por ciento[328]. La japonesa era asimismo una sociedad mucho más igualitaria que cualquiera de Occidente, con la única excepción de Suecia. Y Japón tenía también el mayor fondo de pensiones público del mundo, de manera que todo japonés al jubilarse podía contar con una generosa prima además de unos ingresos regulares durante todos sus años —generalmente numerosos— de merecido descanso. La superpotencia del bienestar era también un milagro de frugalidad. En 1975, solo el 9 por ciento de la renta nacional se destinaba a seguridad social, mientras que la cifra equivalente en Suecia era del 31 por ciento[329]. La carga tributaria y de bienestar social era aproximadamente la mitad que en Inglaterra. Sobre esta base, el Estado del bienestar parecía tener pleno sentido. Japón había logrado la seguridad para todos —la eliminación del riesgo—, al tiempo que su economía crecía con tal rapidez que en 1968 era ya la segunda del mundo. Un año antes, Herman Kahn había predicho que en el año 2000 la renta per cápita de Japón superaría a la de Estados Unidos. De hecho, Nakagawa Yatsuhiro sostenía que, si se tenían en cuenta las prestaciones adicionales, «la renta real del trabajador japonés [era ya] como mínimo el triple de la del estadounidense»[330]. La guerra no había servido para convertir a Japón en una de las grandes naciones del mundo, pero el bienestar sí lo estaba consiguiendo. La clave resultó ser, no un imperio en tierras extranjeras, sino una red de seguridad en el propio país[331].

Había, sin embargo, una pega, un defecto fatal en el diseño del Estado del bienestar posbélico. Puede que el Estado del bienestar hubiera funcionado prácticamente como la seda en el Japón de la década de 1970. Pero no podía decirse lo mismo de sus contemporáneos del mundo occidental. Así, por ejemplo, pese a las superficiales semejanzas topográficas e históricas entre ambos pueblos (archipiélagos de Eurasia, pasados imperiales, comportamiento retraído cuando sobrios), los japoneses y los ingleses tenían culturas completamente distintas. En apariencia, sus sistemas de bienestar podrían parecer similares: pensiones públicas financiadas por la tributación siguiendo el viejo modelo de los «pagos sobre la marcha»; edades de jubilación estandarizadas; seguro médico universal; prestaciones de desempleo; subvenciones a la agricultura y la ganadería; mercados laborales bastante restringidos… Pero todas esas instituciones funcionaban de forma muy distinta en un país y en otro. En Japón, el igualitarismo constituía un preciado objetivo político, al tiempo que una cultura de conformismo social alentaba el cumplimiento de las normas; el individualismo británico, en cambio, inclinaba a la gente a trampear cínicamente con el sistema. En Japón, empresas y familias seguían desempeñando un papel sustancial en el sostenimiento del Estado del bienestar. Los patronos ofrecían prestaciones adicionales al sueldo y se mostraban renuentes a despedir trabajadores.

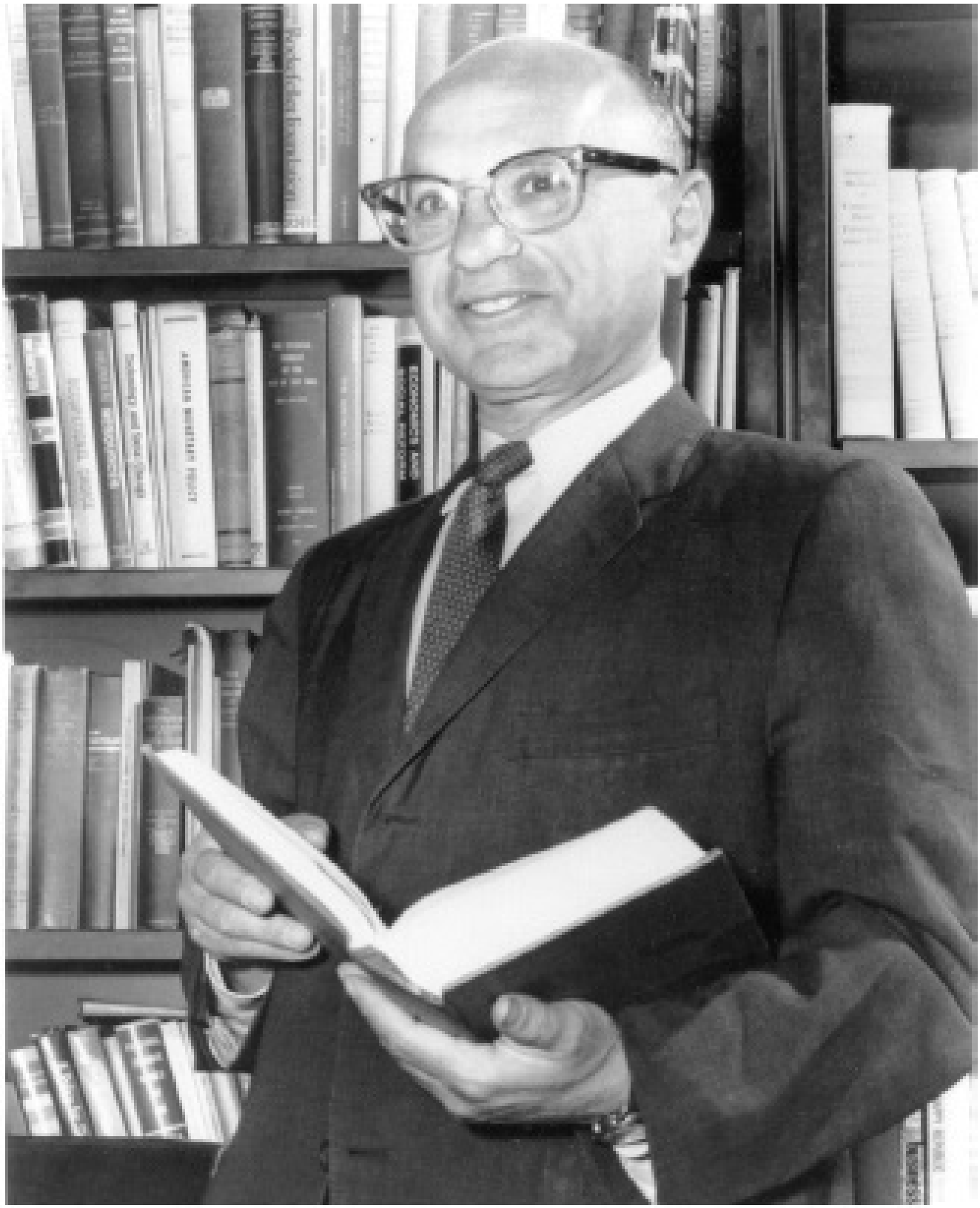
Todavía en una fecha tan reciente como la década de 1990, las dos terceras partes de los japoneses mayores de 64 años vivían con sus hijos[332]. En Inglaterra, en cambio, los patronos no dudaban en reducir plantilla en las malas épocas, y resultaba mucho más probable que la gente dejara a sus ancianos padres a los tiernos cuidados del Servicio Nacional de Salud. Puede que el Estado del bienestar hubiera convertido a Japón en una superpotencia económica, pero en la Inglaterra de la década de 1970 parecía haber tenido justo el efecto contrario.

Para los conservadores ingleses, lo que había empezado siendo un sistema nacional de salud había degenerado hasta convertirse en un sistema de limosnas públicas y tributación confiscatoria con unos incentivos económicos desastrosamente sesgados. Entre 1930 y 1980, las transferencias sociales en el Reino Unido se habían incrementado pasando del 2,2 por ciento del PIB al 10 por ciento en 1960, el 13 por ciento en 1970 y casi el 17 por ciento en 1980, una cifra que superaba en más de un 6 por ciento la de Japón[333]. La atención sanitaria, las prestaciones asistenciales y la seguridad social consumían tres veces más que defensa en cuanto porcentaje del gasto total gestionado por el Estado. Pero los resultados eran decepcionantes. El creciente gasto asistencial del Reino Unido había venido acompañado de un bajo crecimiento y de una inflación significativamente por encima de la media en el mundo desarrollado. Un problema especial era la lentitud crónica del crecimiento de la productividad (el PIB real por persona empleada creció solo un 2,8 por ciento entre 1960 y 1979, mientras que la cifra equivalente para Japón fue del 8,1 por ciento),[334] lo cual, a su vez, parecía estar estrechamente relacionado con las empecinadas técnicas de negociación de los sindicatos británicos (con las huelgas de celo encubiertas como alternativa favorita a la huelga abierta). Paralelamente, los tipos impositivos marginales por encima del ciento por ciento en las rentas y plusvalías de capital más elevadas desincentivaban las formas tradicionales de ahorro e inversión. Parecía, pues, que el Estado del bienestar británico había eliminado los incentivos sin los que una economía capitalista simplemente no podía funcionar: la zanahoria de poder ganar dinero de verdad para quienes se esforzaban y el palo de la penuria para los que haraganeaban. El resultado fue la denominada «estanflación»: crecimiento estancado más inflación elevada. Problemas similares afligían a la economía estadounidense, donde el gasto en salud, atención sanitaria para personas mayores, pensiones de jubilación y seguros sociales había pasado del 4 por ciento del PIB en 1959 al 9 por ciento en 1975, superando por primera vez el gasto de defensa. También en Estados Unidos la productividad apenas aumentaba y había una estanflación galopante. ¿Qué hacer?

Un hombre, y sus alumnos, creyeron que tenían la respuesta. Gracias en gran medida a su influencia, una de las tendencias económicas más pronunciadas de los últimos veinticinco años ha sido la de desmantelar el Estado del bienestar occidental, volviendo a enfrentar a la gente de la forma más cruda con el impredecible monstruo del que creían haber escapado: el riesgo.

REENCUENTRO.

En 1976, un profesor de estatura menuda que trabajaba en la Universidad de Chicago recibió el premio Nobel de economía. La reputación de Milton Friedman como economista se basaba en gran medida en su reafirmación de la idea de que la inflación se debía a un excesivo incremento de la masa monetaria. Como ya hemos visto, fue coautor de la que probablemente representó la obra más importante sobre la política monetaria estadounidense de todos los tiempos, donde se atribuía decididamente la responsabilidad de la Gran Depresión a los errores cometidos por la Reserva Federal[335]. Pero la cuestión que había llegado a preocuparle a mediados de la década de 1970 era: ¿qué había ido mal en el Estado del bienestar? En marzo de 1975, Friedman voló desde Chicago hasta Chile para responder a esta pregunta.



Milton Friedman.

Solo dieciocho meses antes, en septiembre de 1973, los tanques habían irrumpido en la capital del país, Santiago, para derrocar al gobierno del presidente marxista Salvador Allende, cuya tentativa de convertir Chile en un Estado comunista había

desembocado en un caos económico total y en una invitación del Parlamento a que se llevara a cabo un golpe militar. Los aviones de combate de la fuerza aérea bombardearon el Palacio de la Moneda, sede de la presidencia, observados desde el balcón del cercano hotel Carrera por los adversarios de Allende, que celebraron el acontecimiento con champán. Dentro del palacio, el propio presidente llevó a cabo una desesperada lucha de resistencia armado con un AK-47 (un regalo de Fidel Castro, el hombre al que había tratado de emular). Cuando los tanques avanzaron hacia él, Allende se dio cuenta de que todo había terminado, y, al verse acorralado en lo que quedaba de su residencia, se suicidó.

El golpe resumía muy bien la crisis mundial del Estado del bienestar de la posguerra y planteaba un duro dilema entre dos sistemas económicos rivales. Con la producción desmoronándose y una inflación galopante, el sistema de prestaciones universales y pensiones públicas de Chile se hallaba básicamente en bancarrota. Para Allende, la respuesta había sido un marxismo pleno, un completo control al estilo soviético de todos y cada uno de los aspectos de la vida económica. Los generales y sus partidarios tenían claro que estaban en contra de ello. Pero ¿de qué estaban a favor, si la situación actual del país resultaba claramente insostenible? Aquí es donde entra en escena Milton Friedman. Entre sus conferencias y seminarios, tuvo ocasión de pasar tres cuartos de hora con el nuevo presidente del país, el general Pinochet, y más tarde le escribió un texto donde evaluaba la situación económica chilena y le instaba a reducir el déficit público que él había identificado como la principal causa de la altísima inflación del país, que por entonces se situaba en una tasa anual del 900 por ciento[336]. Un mes después de la visita de Friedman, la junta chilena anunció que se iba a detener la inflación «a cualquier precio». El régimen recortó el gasto público en un 27 por ciento y quemó un montón de billetes de banco. Pero Friedman ofrecía algo más que su terapia de choque manifiestamente monetarista. En una carta escrita al presidente Pinochet tras su regreso a Chicago, sostenía que «este problema» de la inflación surgía «de las tendencias al socialismo que se iniciaron hace cuarenta años, y que alcanzaron su lógico —y terrible— apogeo en el régimen de Allende». Como él mismo recordaría más tarde: «La línea general que yo adoptaba […] era que sus actuales dificultades se debían casi por completo a los cuarenta años de tendencia al colectivismo, el socialismo y el Estado del bienestar»[337]. Y aseguraba a Pinochet: «El final de la inflación llevará a una rápida expansión del mercado de capitales, lo que facilitará sobremanera la transferencia al sector privado de las empresas y actividades que todavía están en manos del Estado»[338].

Friedman fue denunciado por la prensa estadounidense por ofrecer este consejo. Al fin y al cabo, estaba actuando como asesor de un dictador militar, responsable de las ejecuciones de más de 2000 personas comunistas o sospechosas de serlo, y de la tortura de casi otras 30 000. Como se preguntaba el *New York Times*: «… si la teoría económica pura de Chicago solo puede llevarse a cabo en Chile al precio de la represión, ¿no deberían sentir sus autores alguna responsabilidad?»[339].

El papel de Chicago en el nuevo régimen consistió en algo más que una mera visita por parte de Milton Friedman. Desde la década de 1950 había habido un flujo regular de jóvenes y brillantes economistas chilenos que estudiaban en Chicago merced a un programa de intercambio con la Universidad Católica de Santiago, y regresaban convencidos de la necesidad de equilibrar el presupuesto, reducir la masa monetaria y liberalizar el comercio[340]. Eran los llamados «boys» de Chicago, la infantería de Friedman: Jorge Cauas, ministro de Hacienda de Pinochet y más tarde «superministro» de Economía; Sergio de Castro, su sucesor en el Ministerio de Hacienda; Miguel Kast, ministro de Trabajo y más tarde presidente del Banco Central, y al menos ocho personas más que estudiaron en Chicago y luego pasaron a integrarse en el gobierno. Ya antes de la caída de Allende, habían diseñado un detallado programa de reformas conocido como «el Ladrillo» debido al grosor del manuscrito. Las medidas más radicales, no obstante, vendrían de la mano de un estudiante de la Universidad Católica que había optado por ir a estudiar a Harvard en lugar de Chicago, y que tenía en mente lo que constituiría el desafío más profundo al Estado del bienestar en toda una generación. Thatcher y Reagan vendrían más tarde, pero la reacción contra el Estado del bienestar se iniciaría en Chile.

A José Piñera, que tenía solo veinticuatro años de edad cuando Pinochet accedió al poder, la invitación para regresar a Chile desde Harvard le planteó un angustioso dilema. No se hacía ilusiones sobre la verdadera naturaleza del régimen pinochetista. Pero también creía que tenía la oportunidad de poner en práctica las ideas que habían ido tomando forma en su mente ya desde su llegada a Nueva Inglaterra. La clave, en su opinión, no consistía solo en reducir la inflación. También era esencial reforzar el vínculo entre derechos de propiedad y derechos políticos que había constituido el núcleo del fructífero experimento estadounidense con la democracia capitalista. Y no había una manera más segura de hacerlo —creía Piñera— que reformar radicalmente el Estado del bienestar, empezando por el sistema de «pagos sobre la marcha» para financiar las pensiones públicas y otras prestaciones. En su opinión:

> Lo que había empezado como un sistema de seguro a gran escala se había convertido simplemente en un sistema tributario, empleando las contribuciones actuales para pagar las prestaciones actuales, en lugar de acumular un fondo para su uso futuro. Este enfoque de «pagos sobre la marcha» había reemplazado el principio del ahorro por la práctica de las ayudas sociales… [Pero ese enfoque] arraiga en una falsa concepción del comportamiento de los seres humanos, Destruye, a nivel individual, el vínculo entre contribuciones y beneficios. En otras palabras, entre esfuerzo y recompensa. Allí donde esto ocurre a una escala masiva y durante un largo período de tiempo, el resultado es un desastre[341].

Entre 1979 y 1981, en calidad de ministro de Trabajo (y más tarde ministro de Minas), Piñera creó un sistema de pensiones radicalmente nuevo para Chile, ofreciendo a todo trabajador la posibilidad de no participar en el sistema de pensiones públicas. En lugar de pagar un impuesto sobre la nómina, depositarían una cantidad equivalente (el 10 por ciento de su salario) en una Cuenta de Jubilación Personal, que sería gestionada por diversas empresas privadas en régimen de competencia denominadas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)[342]. Al llegar a la edad de jubilación, el trabajador retiraría su dinero y lo utilizaría para comprar una pensión vitalicia; o, si lo prefería, podría seguir trabajando y contribuyendo. Además de una pensión, el plan incluía también una prima por discapacidad y un seguro de vida. La idea era dar al trabajador chileno la percepción de que el dinero así ahorrado constituía realmente su propio capital. En palabras de Hernán Büchi (que ayudó a Piñera a elaborar las leyes de seguridad social y luego procedió a llevar a cabo la reforma de la atención sanitaria), «los programas sociales tienen que incluir algún incentivo al esfuerzo individual y a que las personas se hagan poco a poco responsables de su propio destino. No hay nada más patético que los programas sociales que alientan el parasitismo social»[343].

Piñera hizo su apuesta. Les dio a los trabajadores la posibilidad de elegir: o seguir con el antiguo sistema de «pagos sobre la marcha», u optar por las nuevas Cuentas de Jubilación Personales. Trató de ganarse a los trabajadores con apariciones regulares en televisión donde les aseguraba que «nadie va a quitarle el cheque a la abuela» (aludiendo al viejo sistema público). Se mantuvo firme, desechando sarcásticamente una propuesta en el sentido de que fueran los sindicatos del país, y no los trabajadores individuales, quienes se responsabilizaran de elegir las AFP de sus miembros. Finalmente, el 4 de noviembre de 1980 se aprobó la reforma, que entró en vigor —a instancias de Piñera, en una decisión cargada de simbolismo— el primero de mayo, día Internacional del Trabajo, del año siguiente[344]. La respuesta pública fue entusiasta. En 1990 más del 70 por ciento de los trabajadores se habían cambiado al sistema privado[345]. Cada uno de ellos recibió un libro nuevo y flamante en el que registrar las contribuciones y los rendimientos de las inversiones. A finales de 2006, alrededor de 7,7 millones de chilenos tenían una Cuenta de Jubilación Personal; 2,7 millones también estaban cubiertos por seguros médicos privados al amparo del sistema de las denominadas «Isapres»,[346] que permitía a los trabajadores renunciar al sistema público de atención sanitaria en favor de un proveedor privado. Puede que a primera vista no lo parezca, pero esta —junto con las demás reformas inspiradas en Chicago y realizadas bajo el régimen de Pinochet— representó una revolución tan grande como cualquiera de las de carácter marxista que planeara Allende en 1973. Además, la reforma hubo de aplicarse en un momento de extrema inestabilidad económica, consecuencia de la errónea decisión de vincular la moneda chilena al dólar en 1979, cuando el dragón de la inflación parecía haber sido exterminado.

Cuando, poco después, en Estados Unidos subieron los tipos de interés, la presión deflacionaria sumió a Chile en una recesión que amenazó con hacer descarrilar por completo al expreso Chicago-Harvard. En 1982 la economía se contrajo en un 13 por ciento, lo que parecía dar la razón a quienes desde la izquierda criticaban la «terapia de choque» de Friedman. Solo hacia finales de 1985 pudo considerarse realmente cerrada la crisis. En 1990 era evidente que la reforma había sido un éxito: las reformas del Estado del bienestar eran responsables nada menos que de la mitad de la reducción del gasto público total, que había pasado del 34 al 22 por ciento del PIB.

¿Había valido la pena? ¿Había merecido la pena la enorme apuesta moral que habían hecho los chicos de Chicago y Harvard al meterse en la cama con un dictador militar asesino y torturador? La respuesta depende de si uno piensa o no que esas reformas económicas ayudaron a preparar el camino para volver a una democracia sostenible en Chile. En 1980, justo siete años después del golpe, Pinochet aceptó una nueva Constitución que prescribía un período de transición de diez años a la democracia. En 1990, tras haber perdido un referéndum sobre su liderazgo, dimitió como presidente (aunque seguiría al mando del ejército durante otros ocho años). Se restauró la democracia, y para entonces ya estaba en marcha el milagro económico que ayudaría a asegurar su supervivencia. Y ello porque la reforma de las pensiones no solo creó una nueva clase de propietarios, cada uno con sus propios ahorros para la jubilación; también supuso una importante inyección para la economía chilena, dado que, de manera significativa, su efecto fue el de incrementar la tasa de ahorro (que llegó en 1989 al 30 por ciento del PIB, la más alta de Latinoamérica). Inicialmente, se impuso un límite que impedía que las AFP invirtieran más del 6 por ciento (más tarde el 12 por ciento) de los nuevos fondos de pensiones fuera del territorio chileno[347]. El efecto de esta medida fue asegurar que la nueva fuente de ahorros de Chile se canalizara hacia el propio desarrollo económico del país. En enero de 2008 tuve ocasión de visitar Santiago, y pude observar a los agentes de Bolsa en el Banco de Chile invirtiendo activamente las aportaciones de pensiones de los trabajadores chilenos en su propio mercado de valores. Los resultados han sido impresionantes. La tasa de rendimiento anual de las Cuentas Personales de Jubilación ha superado el 10 por ciento, lo que refleja el creciente rendimiento del mercado de valores chileno, que se había multiplicado por un factor de 18 desde 1987.

No cabe duda de que este sistema tiene también su lado sombrío. En ocasiones se dice que sus costes fiscales y administrativos resultan demasiado elevados[348]. Dado que no todo el mundo en la economía tiene un empleo regular a tiempo completo, no todo el mundo acaba participando en el sistema. Así, los autónomos no están obligados a contribuir a las Cuentas Personales de Jubilación, y quienes tienen empleos esporádicos no contribuyen en absoluto. Ello deja a una parte sustancial de la población sin la cobertura de una pensión, incluyendo a muchas de las personas que viven en La Victoria, antaño un semillero de la resistencia popular contra el régimen de Pinochet, y todavía uno de los lugares donde el rostro del Che Guevara

aparece pintado con espray en las paredes. Por otra parte, el gobierno está dispuesto a compensar la diferencia para todos aquellos cuyos ahorros no bastan para pagar una pensión mínima, a condición de que hayan trabajado al menos veinte años; y existe también una «pensión de solidaridad básica» para quienes no cumplen dicha condición[349]. Pero sobre todo, resulta muy difícil negar la mejora en el rendimiento de la economía chilena desde las reformas de los «boys» de Chicago. La tasa de crecimiento en los quince años anteriores a la visita de Friedman fue del 0,17 por ciento, mientras que en los quince años posteriores fue del 3,28 por ciento, lo que representa casi veinte veces más. La tasa de pobreza ha declinado drásticamente hasta pasar a ser solo del 15 por ciento, mientras que en el resto de Latinoamérica es del 40 por ciento[350]. Hoy Santiago de Chile es una rutilante ciudad andina, y podría afirmarse con facilidad que es la más próspera y atractiva del continente.

Un signo del éxito de Chile es el hecho de que las reformas llevadas a cabo en las pensiones del país han sido imitadas en todo el continente, y, de hecho, en todo el mundo. Bolivia, El Salvador y México copiaron el plan chileno al pie de la letra. Perú y Colombia introdujeron pensiones privadas como alternativa al sistema público[351]. También Kazajstán ha seguido el ejemplo de Chile. Incluso los parlamentarios británicos han abierto una vía que va desde Westminster hasta la puerta de Piñera. La ironía del asunto es que la reforma chilena ha sido mucho más radical que todo lo que se ha intentado en Estados Unidos, el corazón de la economía de libre mercado. Sin embargo, la reforma del Estado del bienestar también está llegando a Norteamérica, tanto si alguien lo quiere como si no.

Cuando el huracán Katrina asoló Nueva Orleans, puso de manifiesto ciertas realidades sobre el sistema estadounidense que muchas personas habían hecho todo lo posible por ignorar. Sí, no cabía duda de que Estados Unidos tenía un Estado del bienestar, pero el caso es que no funcionaba. Las administraciones de Reagan y Clinton habían implementado lo que parecían ser reformas radicales en ese sentido, reduciendo las prestaciones por desempleo y los períodos durante los que se tenía derecho a cobrarlas. Pero no había ninguna clase de reforma que pudiera proteger al sistema frente al envejecimiento de la población estadounidense y a la espiral ascendente de los costes de la atención sanitaria.

Estados Unidos tiene un sistema asistencial muy peculiar. La seguridad social proporciona una pensión pública mínima a todos los jubilados, mientras que paralelamente el sistema Medicare cubre todos los costes de atención sanitaria para los ancianos y discapacitados[352]. Las ayudas compensatorias para ingresos bajos y otros gastos sanitarios elevan el coste total de los programas asistenciales federales hasta el 11 por ciento del PIB. Sin embargo, en Estados Unidos la atención sanitaria la proporciona casi exclusivamente el sector privado. Lo bueno que tiene es que suele ser muy avanzada, pero está muy lejos de resultar barata. Y si uno necesita

tratamiento y todavía no está jubilado, ha de tener una póliza de seguro médico privado; algo que se calcula que unos 47 millones de estadounidenses no tienen, dado que tales pólizas tienden a estar solo al alcance de quienes tienen un puesto de trabajo declarado y regular. El resultado es un sistema asistencial que dista mucho de ser universal y que es mucho menos redistributivo que los sistemas europeos, pero que, pese a ello, resulta enormemente caro. Desde 1993, en Estados Unidos la seguridad social es más cara que la seguridad nacional. El gasto público en educación, expresado como porcentaje del PIB, es más elevado (5,9 por ciento) que en Inglaterra, Alemania o Japón. El gasto en sanidad pública equivale más o menos al 7 por ciento del PIB, el mismo que en Inglaterra; pero el gasto en atención sanitaria privada es mayor (8,5 por ciento, frente a un raquítico 1,1 por ciento en Inglaterra) **[353]**.

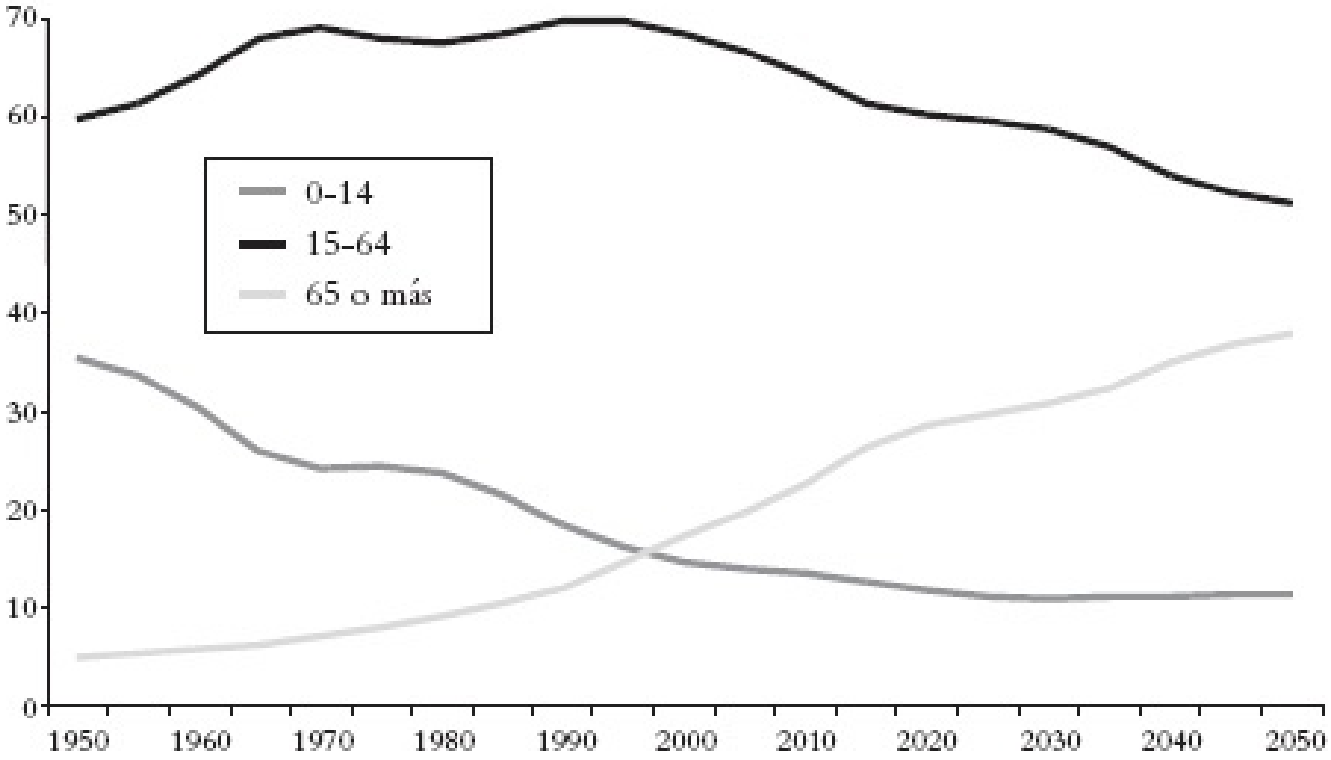
Esta forma de Estado del bienestar se halla muy mal preparada para afrontar un incremento rápido en el número de personas con derecho a beneficiarse de sus prestaciones. Pero a eso es precisamente a lo que se enfrentan los estadounidenses en este momento, dado que es ahora cuando los miembros de la generación llamada del *baby boom*, nacidos tras la Segunda Guerra Mundial, empiezan a jubilarse**[354]**. Según las Naciones Unidas, entre el momento actual y el año 2050 es probable que la esperanza de vida para los hombres en Estados Unidos aumente de los 75 a los 80 años. En los próximos cuarenta años, se calcula que la proporción de la población estadounidense de 65 años o más pasará del 12 a casi el 21 por ciento. Por desgracia, muchos de los que pronto van a jubilarse no han ahorrado lo suficiente para su vida poslaboral. Según la denominada Encuesta de Confianza en la Jubilación de 2006, únicamente 6 de cada 10 trabajadores estadounidenses ahorran para cuando se jubilen, y solo 4 de cada 10 afirman haber calculado cuánto deben ahorrar. Muchos de los que no disponen de suficientes ahorros imaginan que podrán compensarlo trabajando hasta más tarde. El trabajador estadounidense medio planea trabajar hasta los 65 años, pero a la hora de la verdad acaba jubilándose a los 62; de hecho, alrededor de 4 de cada 10 trabajadores estadounidenses terminan abandonando la población activa antes de lo que habían planeado**[355]**. Eso tiene graves consecuencias para el presupuesto federal, dado que quienes cometen esos errores de cálculo es probable que acaben representando una carga para los contribuyentes de una forma u otra. Hoy, el jubilado estadounidense medio se beneficia de las prestaciones de la seguridad social, Medicare y Medicaid por un total de 21 000 dólares al año. Multiplíquese esta cifra por los actuales 36 millones de ancianos, y se verá por qué esos programas consumen ya una proporción tan elevada de los ingresos tributarios federales. Pero esa proporción está destinada a aumentar no solo porque el número de jubilados está incrementándose, sino también porque los costes de las prestaciones asistenciales como Medicare se han descontrolado, aumentando a un ritmo que duplica a la tasa de inflación. La ampliación de Medicare en 2003 para que cubriera también los medicamentos con receta no hizo sino empeorar las cosas. Según una

estimación realizada por uno de los administradores de Medicare, Thomas R. Saving, solo el coste de este programa absorberá el 24 por ciento de todos los ingresos federales procedentes del impuesto sobre la renta en 2019. Las cifras actuales implican asimismo que el gobierno federal estadounidense tiene un pasivo no financiado superior a lo que dan a entender los datos oficiales. La última estimación de la Oficina de Responsabilidad Pública sobre el «descubierto» implícito derivado de la futura falta de financiación de las prestaciones asistenciales de la seguridad social y Medicare es de 34 billones de dólares,[356] lo que representa cuatro veces el tamaño de la deuda federal oficial.

Irónicamente, hay solo un país donde el problema del envejecimiento de la población tiene consecuencias económicas más graves que en Estados Unidos, y ese país es Japón. Tal fue el éxito de la «superpotencia del bienestar» que en la década de 1970 la esperanza de vida en Japón había pasado a ser la más larga del mundo. Pero esto, combinado con una tasa de natalidad decreciente, ha dado como resultado la sociedad más «anciana» del mundo, con más del 21 por ciento de la población por encima de los 65 años de edad. Según NIER (Nakamae International Economic Research), una institución privada japonesa de investigaciones económicas, en 2044 la población anciana del país igualará a la de la población activa[357]. Como resultado, Japón actualmente está luchando con una profunda crisis estructural de su Estado del bienestar, que no se diseñó para afrontar lo que los japoneses denominan la «sociedad de la longevidad» (*chôju shakai*)[358]. A pesar de haber aumentado la edad de jubilación, el gobierno todavía no ha resuelto los problemas del sistema de pensiones públicas (y en nada ayuda el hecho de que muchos autónomos y estudiantes —por no hablar de algunos políticos eminentes— están dejando de aportar sus contribuciones obligatorias a la seguridad social). Paralelamente, los seguros médicos públicos están en déficit desde comienzos de la década de 1990[359]. El presupuesto asistencial de Japón es hoy igual a las tres cuartas partes de los ingresos tributarios. Su deuda supera el trillón de yenes, lo que representa alrededor del 170 por ciento del PIB[360]. Sin embargo, las instituciones del sector privado no están en mejor situación. Las compañías de seguros de vida están pasando apuros desde el crac bursátil de 1990, y entre 1997 y 2000 quebraron tres grandes aseguradoras. También los fondos de pensiones están en aprietos. Dado que la mayoría de los países del mundo desarrollado están desplazándose en esa misma dirección, ello da un nuevo sentido al título de una vieja canción pop de la década de 1980 que hablaba de «volverse japonés»[361]. Los activos de los mayores fondos de pensiones del mundo (entre los que se incluyen el fondo del propio gobierno japonés, su equivalente holandés y el fondo de empleados públicos de California) superan hoy los 10 billones de dólares, tras haber aumentado un 60 por ciento entre 2004 y 2007[362]. Pero ¿es posible que sus pasivos lleguen a hacerse tan grandes que en última instancia quizá ni siquiera esas enormes sumas resulten suficientes?

Una vida más larga sin duda representa una buena noticia para los individuos, pero es, en cambio, una mala noticia para el Estado del bienestar y los políticos que tienen que persuadir a los votantes de la necesidad de reformarlo. Hay, sin embargo, una noticia aún peor: el hecho de que, por más que la población mundial se haga más vieja, el propio mundo puede estar volviéndose al mismo tiempo un lugar más peligroso[363].

Demografía de una crisis del Estado del bienestar: Japón, 1950-2050
(porcentajes de población por grupos de edad).



PROTEGIDOS Y DESPROTEGIDOS.

¿Y si el terrorismo internacional atentara con más frecuencia y/o de una forma más letal, dado que al-Qaeda prosigue su tentativa de equiparse con armas de destrucción masiva? De hecho, hay buenas razones para temerlo. Teniendo en cuenta el impacto relativamente limitado de los atentados de 2001, al-Qaeda tiene un fuerte incentivo para tratar de desencadenar un «11-S nuclear»[364]. Los portavoces de la organización no niegan tal cosa; antes al contrario, se jactan abiertamente de su ambición de «matar a cuatro millones de estadounidenses, dos millones de ellos niños, y de exiliar el doble de esa cifra, y dejar heridos y lisiados a cientos de miles»[365]. Tales afirmaciones no pueden desecharse tildándolas de mera retórica. Según Graham Allison, del Centro Belfer de la Universidad de Harvard, «si Estados Unidos y otros gobiernos se limitan a seguir haciendo lo que hacen actualmente, en 2014 un atentado

terrorista nuclear en una gran ciudad tiene más probabilidades de ocurrir que de no ocurrir». En opinión de Richard Garwin, uno de los diseñadores de la bomba de hidrógeno, existe ya «una probabilidad del 20 por ciento anual de una explosión nuclear, en ciudades norteamericanas y europeas incluidas». Otra estimación, esta de Matthew Bunn, colega de Allison, sitúa la posibilidad de un atentado terrorista nuclear a lo largo de un período de diez años en el 29 por ciento[366]. Incluso un pequeño dispositivo nuclear de 12,5 kilotones mataría a 80 000 personas si se detonara en una ciudad de tamaño medio, mientras que una bomba de hidrógeno de un megatón podría llegar a matar a 1,9 millones de personas. Por otra parte, un atentado biológico realizado con esporas de ántrax tendría unos efectos letales casi idénticos[367].

¿Y si el calentamiento global estuviera incrementando la incidencia de desastres naturales? Tampoco aquí faltan razones para la inquietud. Según los científicos del Grupo de Expertos Intergubernamental sobre el Cambio Climático, «la frecuencia de los casos de fuertes precipitaciones se ha incrementado en la mayoría de las zonas» como resultado del calentamiento global debido a la acción del hombre. Hay también «evidencias observables de un aumento de la actividad ciclónica tropical intensa en el Atlántico Norte más o menos desde 1970». El aumento del nivel de los mares previsto por el Grupo de Expertos incrementaría de manera inevitable los daños por inundaciones causadas por tormentas como el Katrina[368]. No todos los científicos aceptan la idea de que la actividad de los huracanes a lo largo de la costa atlántica de Estados Unidos está aumentando (como afirma Al Gore en su película *Una verdad incómoda*). Pero también sería un error obvio dar por sentado alegremente que este no es el caso, especialmente teniendo en cuenta el constante crecimiento de la construcción residencial en estados vulnerables. Para los gobiernos que ya se tambalean bajo el peso de unos compromisos asistenciales cada vez mayores, un aumento en la frecuencia o en la escala de las catástrofes podría tener consecuencias fiscales terribles. Las pérdidas en seguros (y reaseguros) derivadas de los atentados del 11-S para Estados Unidos se situaron en una horquilla de 30 000 a 58 000 millones de dólares, una cifra muy próxima a las pérdidas debidas al Katrina[369]. En ambos casos, el gobierno federal estadounidense hubo de intervenir a fin de ayudar a las aseguradoras privadas a cumplir sus compromisos, proporcionando un seguro federal de emergencia contra al terrorismo tras el 11-S y absorbiendo el grueso de los costes de ayuda de emergencia y reconstrucción a lo largo de la costa del golfo de México. En otras palabras, pues, y tal como ocurriera durante las dos guerras mundiales, el Estado del bienestar interviene cuando las aseguradoras se ven desbordadas. Pero en el caso de los desastres naturales esto tiene un resultado perverso, ya que en la práctica los contribuyentes situados en zonas del país relativamente seguras están subvencionando a quienes eligen vivir en regiones propensas a los huracanes. Una posible forma de corregir este desequilibrio sería crear un programa federal de reaseguros para dar cobertura a las megacatástrofes. En

lugar de recurrir a los contribuyentes para que paguen la cuenta de los grandes desastres, las aseguradoras podrían cobrar primas diferenciales (superiores para quienes vivieran en zonas próximas a huracanes), reduciendo el riesgo de otro Katrina al reasegurar dicho riesgo a través del gobierno[370]. Pero hay también otra forma de hacerlo.

Los seguros y el Estado del bienestar no constituyen la única forma de comprar protección frente a futuras conmociones. La manera inteligente de hacerlo es «protegiéndose». Hoy en día todo el mundo ha oído hablar de los fondos de riesgo[371] como el llamado Citadel, de Kenneth C. Griffin, en Chicago. En su calidad de fundador de Citadel Investment Group, uno de los veinte mayores fondos de riesgo del mundo, Griffin gestiona actualmente alrededor de 16 000 millones de dólares en activos. Entre ellos hay muchos de los llamados «activos de liquidación», que Griffin obtiene de compañías en quiebra como Enron a precio de ganga. No sería exagerado decir que Ken Griffin ama el riesgo. Vive y respira incertidumbre. Desde que empezó a negociar con bonos convertibles desde su habitación de estudiante en Harvard, se ha deleitado con las «colas pesadas». El principal fondo en paraísos fiscales de Citadel ha generado unos rendimientos anuales del 21 por ciento desde 1998[372]. En 2007, cuando otras instituciones financieras estaban perdiendo miles de millones de dólares en el desplome del crédito, él personalmente ganaba más de 1000 millones. Entre las obras de arte que decoran su ático de lujo en la avenida de North Michigan se halla *Falso comienzo*, de Jasper Johns, por el que pagó 80 millones de dólares, y un Cézanne que le costó 60 millones. Cuando Griffin se casó, celebró su boda nada menos que en el palacio de Versalles[373]. Protegerse es claramente un buen negocio en un mundo arriesgado. Pero ¿qué significa exactamente la idea, y de dónde proviene?

De manera bastante apropiada, el concepto de protección tiene un origen agrario. Para un agricultor que planta un campo, nada resulta más fundamental que el precio al que venderá la cosecha una vez que esta haya sido recogida y llevada al mercado. Pero ese precio podría ser inferior al esperado, o también superior. Un contrato de futuros le permite protegerse mediante el compromiso de un comerciante a comprarle la cosecha cuando esta salga al mercado, a un precio acordado en el momento de plantar las semillas. Si el día de la entrega resulta que el precio de mercado es inferior al esperado, el agricultor estará protegido; por su parte, el comerciante que le vende el contrato espera lógicamente que sea superior, lo que le permitirá obtener un beneficio. Cuando se labraron y sembraron las praderas de Estados Unidos, y se construyeron canales y vías férreas que las conectaron con las principales ciudades del noreste industrial, estas se convirtieron en el granero del país. Pero la oferta y la demanda —y, por ende, los precios— empezaron a experimentar fuertes fluctuaciones. Entre enero de 1858 y mayo de 1867, en parte como resultado de la

guerra civil, el precio del trigo se disparó pasando de 50 centavos a 2,88 dólares por bushel,[374] antes de volver a desplomarse de nuevo hasta los 77 centavos en mayo de 1870. Las primeras formas de protección para los agricultores se conocían como contratos a término, y eran simples acuerdos bilaterales entre vendedor y comprador. Un verdadero contrato de futuros, sin embargo, es un instrumento estandarizado emitido por una bolsa de futuros y, por tanto, negociable. Con el desarrollo de un estándar «para llegar» al mercado de futuros, junto con una serie de reglas para aplicar los acuerdos y, finalmente, una cámara de compensación eficaz, nació el primer mercado de futuros propiamente dicho. Y su lugar de nacimiento fue Chicago. Con la creación de una bolsa de futuros permanente en 1874 —la denominada Bolsa de Productos de Chicago, antecesora de la actual Bolsa Mercantil de Chicago—, se creaba un hogar para la «protección» en los mercados de productos estadounidenses[375].

Una protección pura elimina completamente el riesgo inherente al precio, y requiere a un especulador como «parte contraria» encargada de asumir ese riesgo. En la práctica, no obstante, la mayoría de las protecciones tienden a entrar en una u otra medida en la actividad especulativa, buscando maneras de beneficiarse de los futuros movimientos de precios. Debido en parte a la poco favorable opinión pública al respecto —el sentimiento de que los mercados de futuros eran poco mejores que los casinos—, hasta la década de 1970 no pudieron emitirse también futuros por monedas y tipos de interés; y hasta 1982 no fueron posibles los contratos de futuros en el mercado de valores.

En Citadel, Griffin ha reunido a matemáticos, físicos, ingenieros, analistas de inversiones y una avanzada tecnología informática. Parte de lo que hacen es sin duda un equivalente financiero de la ciencia astronáutica. Pero los principios que lo sustentan son simples. Dado que todos ellos se derivan del valor de los activos subyacentes, todos los contratos de futuros no dejan de ser formas de «derivados». Estrechamente relacionados con los futuros, aunque distintos de ellos, son los contratos financieros conocidos como «opciones». En esencia, el comprador de una opción de compra tiene el derecho, aunque no la obligación, de comprar una cantidad previamente acordada de una determinada mercancía o activo financiero al vendedor (o «autor») de la opción en un momento determinado (la fecha de expiración) a un determinado precio (conocido como «precio de ejercicio»). Obviamente, el comprador de una opción de compra espera que el precio de la mercancía o el instrumento subyacente suba en el futuro. Cuando el precio supera al precio de ejercicio acordado, se dice que la opción está «en el dinero» (como lo estará el tipo listo que la haya comprado). En el caso de una opción de venta ocurre justo lo contrario: el comprador tiene el derecho, aunque no la obligación, de vender una cantidad acordada de algo al vendedor de la opción. Una tercera clase de derivado es la permuta o intercambio, que en la práctica es una apuesta entre dos partes sobre, por ejemplo, el camino futuro de los tipos de interés. Un «interest rate swap» o

intercambio de tipos de interés puro permite a dos partes que ya cobran pagos de intereses intercambiarlos literalmente, lo que permite, por ejemplo, que alguien que está cobrando un tipo de interés variable lo intercambie por un tipo fijo en el caso de que los tipos bajen. Paralelamente, un «credit default swap» o intercambio de impago crediticio ofrece protección frente a la posibilidad de que una empresa incumpla el pago de sus bonos. Pero quizá los más curiosos de todos los derivados sean los derivados climáticos como los bonos de catástrofes naturales, que permiten a las compañías de seguros y otras compensar los efectos de las temperaturas extremas o los desastres naturales vendiendo los llamados «riesgos de cola» a fondos de riesgo como Fermat Capital. En la práctica, el comprador de un «bono catastrófico» está vendiendo un seguro; si el desastre especificado en el bono ocurre, el comprador tiene que pagar una suma acordada o perder su capital. A cambio, el vendedor paga un tipo de interés lo suficientemente atractivo. En 2006, el valor hipotético total de los derivados de riesgo climático rondó la cifra de 45 000 millones de dólares.

Hubo una época en la que la mayor parte de tales derivados eran instrumentos estandarizados producidos por bolsas como la Mercantil de Chicago, que ha sido pionera en el mercado de los derivados climáticos. Hoy, sin embargo, la inmensa mayoría de ellos están hechos a medida y se venden en el mercado extrabursátil, a menudo por parte de bancos que cobran atractivas comisiones por sus servicios. Según el Banco de Pagos Internacionales, la cantidad hipotética total en circulación correspondiente a contratos de derivados extrabursátiles —acordados *ad hoc* entre las dos partes— alcanzó la asombrosa cifra de 596 billones de dólares en diciembre de 2007, con un valor bruto de mercado de algo más de 14,5 billones[376]. Aunque han sido calificados, en expresión célebre, como las «armas de destrucción masiva» del mercado financiero por parte de inversores más tradicionales como Warren Buffett (quien, de todos modos, ha hecho uso de ellos), la opinión en Chicago en 2007 era que el sistema económico mundial nunca había estado mejor protegido frente a lo inesperado; una visión que se vería rudamente zarandeada al año siguiente, cuando el fondo de riesgo medio perdió más del 21 por ciento y los fondos de Citadel se desplomaron un 55 por ciento.

Aun así, no deja de ser cierto que esta revolución financiera en la práctica ha dividido el mundo en dos: los que están (o pueden estar) protegidos y los que no lo están (o no pueden estarlo). Para protegerse hace falta dinero. Los fondos de riesgo normalmente requieren una inversión mínima de seis o siete cifras (en dólares o euros) y cobran unas comisiones de gestión de al menos el 2 por ciento del capital invertido (Citadel cobra cuatro veces más) y el 20 por ciento de los beneficios. Eso significa que la mayoría de las grandes empresas pueden permitirse el lujo de protegerse frente a aumentos inesperados de los tipos de interés, los tipos de cambio o los precios de las mercancías. Si quieren hacerlo, también pueden protegerse frente a futuros huracanes o ataques terroristas vendiendo bonos catastróficos y otros derivados. En comparación, la mayoría de las familias normales y corrientes no

pueden permitirse en absoluto protegerse, y aunque pudieran tampoco sabrían cómo hacerlo. Nosotros los simples mortales seguimos teniendo que depender del instrumento relativamente tosco y a menudo caro de las pólizas de seguros a la hora de protegernos frente a las sorpresas desagradables de la vida; o esperar que sea el Estado del bienestar el que acuda al rescate.

Hay, obviamente, una tercera estrategia, mucho más sencilla: el viejo consejo de ahorrar para las épocas de vacas flacas. O mejor dicho, de pedir prestado para comprar activos cuya futura apreciación de valor supuestamente nos proporcionará un colchón frente a la desgracia, ya que para muchas familias, en los últimos años, proveer para un futuro incierto ha adoptado la sencilla forma de una inversión (normalmente «apalancada», es decir, financiada mediante deuda) en una vivienda, cuyo valor se supone que seguirá aumentando hasta el día en que el cabeza de familia haya de jubilarse. Si el plan de pensiones se queda corto, no importa. Si uno se queda sin seguro médico privado, no hay que asustarse. Siempre quedará el hogar, dulce hogar.

Sin embargo, y al igual que ocurre en una póliza de seguros o un plan de pensiones, esta estrategia tiene un fallo bastante evidente. Representa una apuesta unívoca y totalmente desprotegida en un mercado concreto: el mercado inmobiliario. Por desgracia, y como veremos en el próximo capítulo, apostar por el ladrillo y el cemento está muy lejos de ser algo tan seguro como las propias casas. Y no hace falta vivir en Nueva Orleans para descubrirlo de la forma más amarga.

5

Tan seguro como una casa

La propiedad inmobiliaria constituye el juego económico favorito del mundo desarrollado. Ninguna otra faceta de la vida financiera tiene tanto arraigo en la imaginación popular. Ninguna otra decisión relacionada con la asignación de activos ha inspirado tantas conversaciones de salón. El mercado inmobiliario es único. Todo adulto, por muy analfabeto que sea económicamente, tiene su propia opinión sobre las perspectivas futuras de dicho mercado. Hasta a los niños se les enseña a subir la escalera de la propiedad mucho antes de que lleguen a disponer de su propio dinero[377]. Y lo que les enseñamos es, literalmente, a jugar a las propiedades inmobiliarias.

El juego que hoy conocemos con el nombre de Monopoly fue concebido inicialmente en 1903 por una mujer estadounidense, Elizabeth («Lizzie») Phillips, devota del economista radical Henry George. El sueño utópico de Phillips era un mundo cuyo único impuesto fuera el que gravara el valor territorial. Y el propósito del juego era revelar la iniquidad de un sistema social en el que una pequeña minoría de propietarios se aprovechaban de las rentas que cobraban de sus arrendatarios. Conocido originariamente como el Juego de los Propietarios, este proto-Monopoly presentaba una serie de características familiares —el continuo recorrido rectangular, la esquina de «Vaya a la cárcel»—, pero parecía demasiado complejo y didáctico para atraer a las masas. De hecho, entre los primeros que lo adoptaron hubo un par de excéntricos profesores universitarios, Scott Nearing, de Wharton, y Guy Tugwell, de Columbia, que lo modificaron para utilizarlo en sus clases. Fue un técnico en fontanería en paro llamado Charles Darrow quien supo ver el potencial comercial del juego cuando unos amigos le enseñaron una versión basada en las calles de Atlantic City, el centro turístico costero de Nueva Jersey. Darrow rediseñó el tablero de modo que cada casilla de propiedad estuviera atravesada por una banda vívidamente coloreada, y talló a mano las pequeñas casas y hoteles que los jugadores podían «construir» en las casillas que «compraban». Darrow era hábil con las manos (podía fabricar un juego completo en ocho horas); pero también tenía el dinamismo propio de un vendedor, de modo que logró persuadir a los grandes almacenes de Filadelfia John Wanamaker y a la tienda de juguetes F.A.O. Schwartz de que pusieran su juego a la venta durante las navidades de 1934. Pronto se encontró con que vendía más unidades de las que podía fabricar por sí solo, y en 1935 la empresa de juegos de

mesa Parker Brothers (que había pasado olímpicamente del anterior Juego de los Propietarios) se lo compró[378].

La Gran Depresión podía haber parecido un momento inapropiado para lanzar lo que para entonces se había convertido ya en un juego para aspirantes a propietarios. Pero quizá precisamente todo aquel dinero falso multicolor formara parte del atractivo del Monopoly. En abril de 1935, Parker Brothers declaraba:

> Como sugiere el propio nombre del juego, los jugadores negocian con propiedades inmobiliarias, ferrocarriles y empresas de servicios públicos en su intento de obtener el monopolio sobre una determinada clase de propiedad a fin de obtener una renta de los demás jugadores. La emoción aumenta cuando se tropieza con problemas tan familiares como hipotecas, impuestos, un fondo de beneficencia, opciones, alquileres, intereses, solares sin construir, hoteles, casas de pisos, compañías de electricidad y otras transacciones, para las que se proporciona dinero simbólico[379].

El juego tuvo un éxito extraordinario. A finales de 1935 se habían vendido un cuarto de millón de unidades. En el plazo de cuatro años se habían producido versiones para Inglaterra (donde la empresa Waddington's creó la versión de Londres, que fue la primera con la que tuve ocasión de jugar), Francia, Alemania, Italia y Austria, por más que los gobiernos fascistas se mostraran cuando menos ambivalentes con respecto a su carácter ahora descaradamente capitalista[380]. Cuando estalló la Segunda Guerra Mundial, el juego resultaba ya tan ubicuo que la inteligencia británica pudo utilizar unidades de Monopoly suministradas por la Cruz Roja para camuflar «kits de fuga» —que incluían mapas y auténticas monedas europeas— a los prisioneros de guerra ingleses retenidos en los campos alemanes[381]. Tanto los estadounidenses en paro como los ingleses cautivos disfrutaban del Monopoly por la misma razón: puede que en la vida real los tiempos sean difíciles, pero cuando jugamos al Monopoly podemos soñar con comprar calles enteras. Lo que nos dice el juego —en absoluta contradicción con la intención originaria de su inventora— es que comprar propiedades inmobiliarias es una decisión inteligente. Cuantas más tenga uno, más dinero ganará. De manera especial en el mundo anglosajón, pero también en otros países desarrollados, la idea de que nada puede superar al ladrillo y el cemento como inversión se ha convertido en una verdad universalmente aceptada.

«Tan seguro como una casa» es una expresión que se utiliza en inglés para señalar que estamos absolutamente seguros de algo; y también lo dice todo acerca de por qué las gentes de todo el mundo anhelan ser propietarias de su propia vivienda. Pero en el

mundo de las finanzas la expresión tiene un significado mucho más preciso: significa que no hay nada más seguro que prestar dinero a personas con un propiedad inmobiliaria. ¿Y por qué? Pues porque si dejan de pagar el préstamo, uno les puede embargar la casa. Por algo las tierras y los edificios se consideran bienes «inmuebles», es decir, inmóviles. No es casualidad, pues, que en Estados Unidos la fuente de financiación más importante cuando se inicia una nueva empresa sea una hipoteca sobre la propia vivienda del empresario. Consecuentemente, las instituciones financieras han mostrado una desinhibición cada vez mayor a la hora de prestar dinero a personas que desean adquirir propiedades inmobiliarias. Desde 1959, la deuda hipotecaria total en circulación en Estados Unidos se ha multiplicado por setenta y cinco. En conjunto, a finales de 2006 los propietarios de viviendas estadounidenses debían una suma equivalente al 99 por ciento del producto interior bruto del país, mientras que cincuenta años antes esa cifra era solo del 38 por ciento. Este fuerte aumento en los préstamos hipotecarios contribuyó a financiar un boom en la inversión residencial, que en 2005 alcanzó su punto máximo en cincuenta años. Durante un tiempo, la oferta de nueva vivienda parecía incapaz de seguir el acelerado ritmo de la demanda. Aproximadamente la mitad del crecimiento total del PIB estadounidense en la primera mitad de 2005 se relacionaba con la vivienda.

Esta especial pasión por la propiedad del mundo anglosajón ha constituido también el fundamento de un experimento político: la creación de las primeras auténticas democracias de propietarios del mundo, donde entre el 65 y el 83 por ciento de las familias son dueñas del hogar en el que viven[382]. En otras palabras: una mayoría de votantes son también dueños de propiedades inmobiliarias. Hay quien dice que se trata de un modelo que debería adoptarse en todo el mundo. De hecho, en los últimos años se ha estado extendiendo con bastante rapidez, con un boom en el precio de la vivienda no solo en la «anglosfera» (Australia, Canadá, Irlanda, Reino Unido y Estados Unidos), sino también en otros países como China, Francia, India, Italia, Rusia, Corea del Sur y España. En 2006, la inflación nominal del precio de la vivienda superaba el 10 por ciento en 8 de los 18 países integrantes de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). De hecho, no es que entre 2000 y 2007 Estados Unidos experimentara una burbuja inmobiliaria excepcional, ya que los precios subieron todavía más en Noruega y los Países Bajos[383].

Pero ¿es realmente la propiedad inmobiliaria «tan segura como una casa»? ¿O acaso el juego inmobiliario se parece más a un castillo de naipes?

La aristocracia terrateniente.

Hoy, en el mundo anglosajón, ser dueño de la propia vivienda es algo que solo resulta excepcional en las zonas más pobres del Reino Unido y Estados Unidos, como el East

End de Glasgow o el East Side de Detroit. Sin embargo, durante la mayor parte de su historia fue privilegio exclusivo de una élite aristocrática. Las fincas se transmitían de padres a hijos, junto con los títulos honoríficos y los privilegios políticos. Todos los demás eran meros arrendatarios que pagaban un alquiler a sus arrendadores. Incluso el derecho de votar en las elecciones se hallaba originariamente vinculado a la propiedad inmobiliaria. En la Inglaterra rural anterior a 1832, y según las leyes aprobadas en el siglo XV, solo los hombres que tenían propiedades de pleno dominio con una renta de al menos cuarenta chelines al año en un condado concreto tenían derecho a votar en ese condado. Eso representaba, como mucho, un total de 435 000 personas entre Inglaterra y Gales, la mayoría de ellas vinculadas a los terratenientes más ricos por una intrincada red de clientelismo. De los 514 parlamentarios que representaban a Inglaterra y Gales en la Cámara de los Comunes a comienzos de la década de 1800, alrededor de 370 habían sido elegidos por poco menos de 180 propietarios de tierras; y más de la quinta parte de los parlamentarios eran ellos mismos hijos de terratenientes.

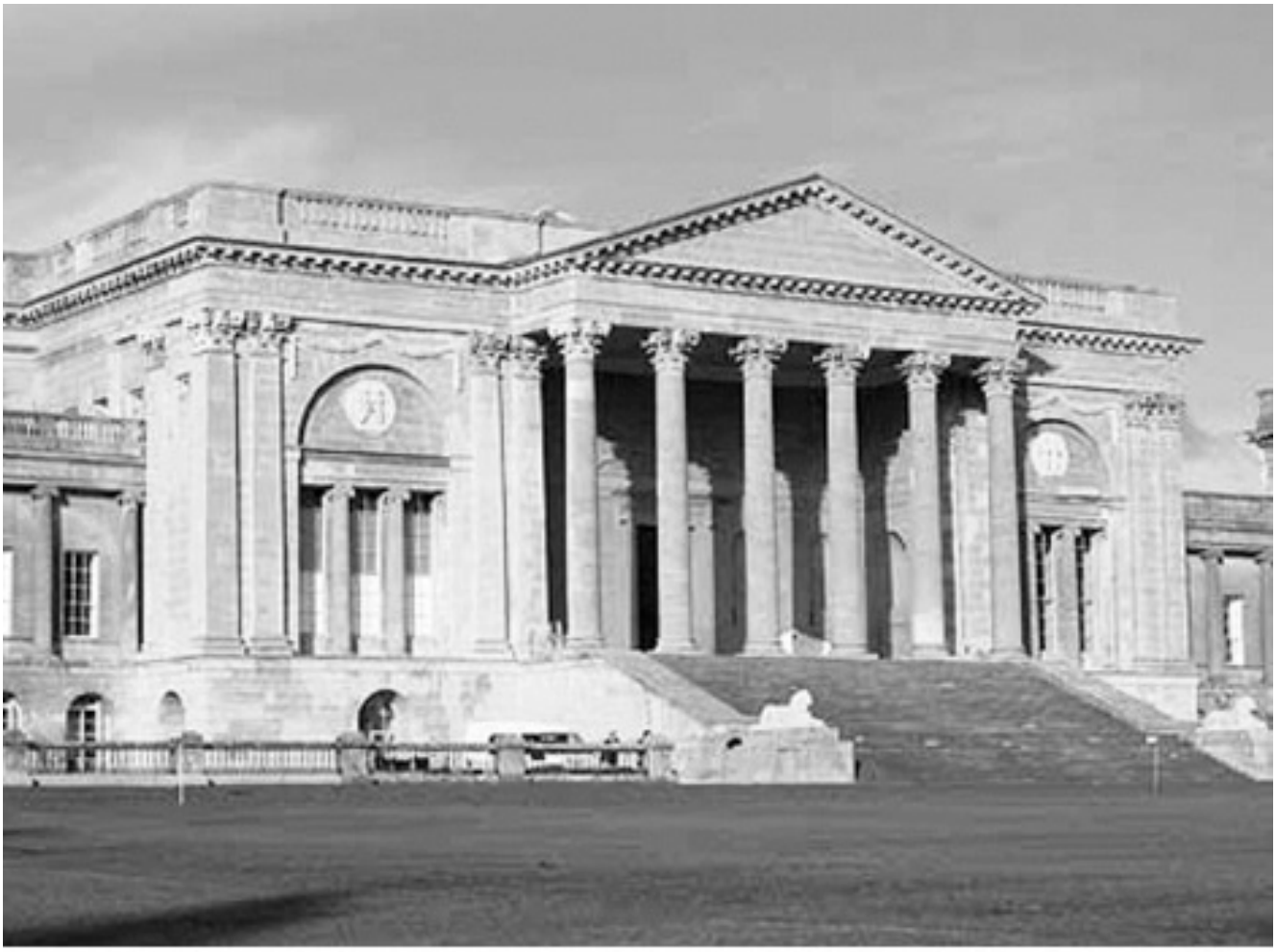
En cierto sentido, las cosas no han cambiado mucho en Inglaterra desde aquella época. Alrededor de 16 millones de hectáreas de un total de 24 millones son propiedad de solo 189 000 familias[384]. El duque de Westminster sigue siendo el tercer hombre más rico del Reino Unido, con un activo estimado de 7000 millones de libras; entre los cincuenta primeros puestos de la «lista de ricos» se incluyen el conde de Cadogan (con 2600 millones) y la baronesa Howard de Walden (con 1600 millones). La diferencia estriba en que ahora la aristocracia ya no monopoliza el sistema político. El último aristócrata que ejerció como primer ministro fue Alec Douglas-Home, XIV conde de Home, que dejó el cargo en 1964 (derrotado, según sus propias palabras, por el «XIV señor Wilson»). De hecho, gracias a la reforma de la Cámara de los Lores, la nobleza hereditaria está finalmente en proceso de ser excluida del sistema parlamentario británico.

El declive de la aristocracia como fuerza política se ha explicado de muchas formas distintas. El aspecto clave, sin embargo, fueron las finanzas. Hasta la década de 1830 la fortuna sonrió a la élite, a las aproximadamente treinta familias con una renta anual bruta derivada de sus tierras superior a las 60 000 libras anuales. Durante las guerras napoleónicas el valor de la tierras se había disparado, debido a que la combinación de la presión demográfica y la inflación derivada de la guerra hizo duplicarse el precio del trigo. Más tarde, la industrialización trajo una lluvia de dinero a quienes casualmente estaban asentados sobre yacimientos de carbón o en terrenos urbanos, mientras que el dominio aristocrático del sistema político aseguraba una continua afluencia de remuneración del erario público. Como si todo eso no fuera suficiente, los grandes magnates se aprovecharon todo lo que pudieron de su capacidad para endeudarse al máximo. Algunos lo hicieron para «mejorar» sus propiedades, drenando los campos y cercando tierras comunales. Otros pidieron prestado para financiar un estilo de vida basado en un consumo ostentoso. Los

duques de Devonshire, por ejemplo, se gastaban entre el 40 y el 55 por ciento de su renta anual en pagar intereses: tan enormes eran las cantidades que habían pedido prestadas en el siglo XIX. «Lo único que ustedes no tienen —se quejaba uno de sus abogados— es la capacidad de autocontrol.»[385]

El problema es que la propiedad inmobiliaria, por mucha que tengas, solo representa una seguridad para la persona que te presta dinero. Como afirma el personaje de Miss Demolines en la obra de Anthony Trollope *La última crónica de Barset*, «la tierra no puede escaparse»[386]. De ahí que tantos inversores decimonónicos —abogados locales, bancos privados y compañías de seguros— se sintieran atraídos por las hipotecas como una inversión que aparentemente estaba exenta de riesgos. En cambio, la única seguridad del prestatario frente a la pérdida de su propiedad a manos de tales acreedores es su renta. Y por desgracia para los grandes terratenientes de la Inglaterra victoriana, esta experimentó una repentina disminución. A partir de la década de 1840, la combinación de una creciente producción de cereales en todo el mundo, el desplome de los costes de transporte y la caída de las barreras arancelarias —ejemplificada por la revocación de las Leyes del Maíz en 1846— vino a erosionar la situación económica de los terratenientes. Cuando el precio de los cereales pasó de un máximo de 3 dólares por bushel en 1847 a un mínimo de 50 centavos en 1894, lo mismo ocurrió con las rentas derivadas de las tierras agrícolas. Las tasas de rendimiento de las fincas rurales cayeron del 3,65 por ciento en 1845 a solo el 2,51 por ciento en 1885[387]. Como señalaría *The Economist*: «En ningún otro valor se había depositado jamás una fe tan implícita, y pocos han resultado después más tristemente deficientes que la tierra inglesa». Para quienes tenían fincas en Irlanda, el problema vino a complicarse aún más por el creciente malestar político. Esta decadencia y caída económica queda muy bien ilustrada por la suerte de la familia que construyó el que hoy es un importante monumento inglés: la mansión de Stowe House, en Buckinghamshire.

Hay algo innegablemente grandioso en Stowe House. Con sus amplias columnatas, su impresionante pórtico, obra del arquitecto John Vanbrugh, y sus deliciosos jardines, diseñados por el paisajista Lancelot «Capability» Brown, representa uno de los mejores ejemplos que se han conservado de la arquitectura aristocrática inglesa del siglo XVIII. Pero hoy faltan algunas cosas en Stowe House; o mejor dicho, muchas cosas. En cada una de las hornacinas del elíptico Salón de Mármol hubo antaño una estatua románica. Las esplendorosas chimeneas georgianas de los Salones de Gala han sido reemplazadas por diminutos sustitutos victorianos más baratos. Las habitaciones que antaño estuvieron rebosantes de los más finos muebles yacen hoy vacías. ¿Y por qué? La respuesta es que hubo un tiempo en que esta casa perteneció a la más distinguida víctima del primer crac inmobiliario moderno, Richard Plantagenet Temple Nugent Brydges Chandos Grenville, sexto vizconde de Cobham y segundo duque de Buckingham.



Stowe House: grandeza aristocrática hipotecada hasta el cuello.

Stowe House era solo una parte del vasto imperio de propiedades inmobiliarias adquiridas por el duque de Buckingham y sus antepasados, que habían logrado pasar de una baronía a un ducado en el plazo de 125 años mediante una combinación de clientelismo político y matrimonios estratégicos[388]. En conjunto, el duque poseía alrededor de 27 000 hectáreas en Inglaterra, Irlanda y Jamaica, lo que parecía constituir una base más que suficiente para su extravagante estilo de vida. Gastaba el dinero como si le quemara en las manos: en queridas, en hijos ilegítimos, en demandar a los albaceas de su suegro, en comprar su nombramiento como miembro de la Orden de la Jarretera, en oponerse al proyecto de ley de la Gran Reforma y a la revocación de las Leyes del Maíz… en cualquier cosa, en suma, que fuera compatible con su dignidad de duque del reino y encarnación viviente del país. Se enorgullecía de «resistirse a cualquier medida perjudicial para los intereses agrarios, independientemente de cuál sea el gobierno que la proponga». De hecho, prefirió renunciar al cargo de lord del Sello Privado en el gobierno de sir Robert Peel antes que respaldar la revocación de la Ley del Maíz[389]. En 1845, sin embargo —ya antes de la caída del precio de los cereales que se produjo a mediados de siglo—, sus deudas estuvieron a punto de llevarle a la ruina. Con una renta anual bruta de 72 000 libras, había gastado 109 140 en un año y había acumulado deudas por un total de

1.027 282[390]. La mayor parte de su renta se veía absorbida por los pagos de los intereses (con tipos que llegaban al 15 por ciento en algunas de sus deudas) y de las primas de una póliza de seguro de vida que probablemente representaba para sus acreedores la mejor esperanza de volver a ver su dinero[391]. Pero aún habría de llevar a cabo una última locura.

En preparación de una visita largo tiempo anhelada de la reina Victoria y el príncipe Alberto, en enero de 1845, el duque remozó Stowe House de arriba abajo. La mansión entera se llenó con la última moda en mobiliario de lujo. Incluso se pusieron pieles de tigre en el cuarto de baño real. La reina Victoria señalaría con sarcasmo: «Yo no tengo tal esplendor en ninguno de mis dos palacios». Por si eso fuera poco, el duque hizo venir a todo el Regimiento de Caballería Voluntaria (pagándolo de su propio bolsillo) para que disparara salvas de bienvenida cuando la reina y su consorte entraran en su propiedad. Cuatrocientos arrendatarios a caballo se alinearon para recibirles, además de varios cientos de braceros elegantemente ataviados, tres bandas de metal y un destacamento de policía especial traído expresamente de Londres para la ocasión[392]. Aquello fue el golpe de gracia para las finanzas ducales. Para evitar la ruina completa de la familia, aconsejaron al hijo de Buckingham, marqués de Chandos, que tomara el control de las propiedades de su padre en cuanto alcanzara la mayoría de edad. Tras dolorosas disputas legales, terminó ganando el hijo[393]. En agosto de 1848, para espanto del duque, todo el contenido de Stowe House fue subastado. Ahora su ancestral y señorial residencia abría sus puertas de par en par a fin de que una multitud de cazadores de gangas pujaran por la vajilla, el vino, la porcelana china, las obras de arte y los libros raros, ya que para todo el mundo (comentaba *The Economist* con desdén) era como si el duque fuera «un vendedor de loza en bancarrota»[394]. Las ganancias totales de la venta fueron de 75 000 libras. Nada podría haber simbolizado mejor la nueva era de decadencia de la aristocracia.







Tres generaciones de aristócratas:

ARRIBA IZQUIERDA: Richard Grenville, primer duque de Buckingham.
ARRIBA DERECHA: Richard Grenville, segundo duque de Buckingham.
ABAJO IZQUIERDA: Richard Grenville, tercer duque de Buckingham.



Divorciado de su sufrida y traicionada esposa escocesa, cuyo guardarropa había sido íntegramente incautado por los agentes de la oficina del alguacil en Londres, el duque se vio obligado a abandonar Stowe House y trasladarse a un alojamiento de alquiler. Ahora pasaba los días en su club de Londres, el Carlton, escribiendo una serie de memorias de muy escasa fiabilidad y persiguiendo de manera incorregible a las actrices y las esposas de otros hombres. Acostumbrado a lo que antaño parecía un ilimitado crédito en descubierto, se quejaba amargamente de que su hijo le había asignado «escasamente la paga de un oficial a sueldo completo de mi mismo rango que no tuviera nada que pagar aparte de sus gastos personales»:[395]

> En aquella hora de aflicción, arrojó a su Padre al mundo, descuidado, abandonado y perseguido. […] Habiendo obtenido la posesión de sus fincas y propiedades, las retuvo en su detrimento y pérdida, y contra todo principio de honor y justicia, y […] vivió para presenciar el deshonor y la degradación de su Padre[396].

«Me halla usted emponzoñado y robado», se quejaba a cualquiera que estuviera dispuesto a escucharle en el Carlton[397]. Cuando el duque finalmente expiró, en 1861, estaba viviendo a expensas de su hijo en el Gran Hotel Occidental, en la estación de ferrocarril de Paddington. De manera harto simbólica, su frugal vástago se había convertido por entonces en el presidente de la compañía de Ferrocarriles de Londres y del Noroeste[398]. Resultaba que en el mundo moderno un empleo regular importaba más que un título heredado, por más hectáreas que uno tuviera.

La caída del duque de Buckingham fue el presagio de una nueva era democrática en Inglaterra. Las leyes de reforma electoral de 1832, 1867 y 1884 vinieron a erosionar lo que quedaba del reducto aristocrático en la política británica. A finales del siglo XIX, pagar un alquiler de 10 libras al año otorgaba el mismo derecho a voto que cobrar esas 10 libras al año como renta de una propiedad. Ahora el electorado británico superaba los 5,5 millones de personas, el 40 por ciento de la población adulta masculina. En 1918 se eliminó finalmente el último requisito económico, y a partir de 1928 todos los adultos, hombres y mujeres, pasaron a tener derecho de voto. Pero el advenimiento del sufragio universal no significaba que la propiedad inmobiliaria se hubiera convertido en un fenómeno también universal. Lejos de ello, todavía en una fecha tan tardía como 1938 menos de una tercera parte del total de viviendas del Reino Unido estaban en manos de inquilinos que fueran a la vez sus propietarios. Sería, en cambio, al otro lado del Atlántico donde surgiría la primera

auténtica democracia de propietarios. Y lo haría a partir de la crisis financiera más profunda jamás vista.

UNA DEMOCRACIA DE PROPIETARIOS DE VIVIENDAS.

La casa de un hombre es su castillo, o al menos así reza el dicho. Eso lo sabían muy bien los ingleses. Los estadounidenses sabían asimismo que (como afirma el personaje de Dorothy en *El mago de Oz*) no hay ningún sitio como el propio hogar; por más que todos los hogares tuvieran un aspecto muy similar. Sin embargo, el origen del modelo angloamericano tan proclive a la familia propietaria de un hogar radica tanto en el reino de la política pública como en el de la cultura. Si el antiguo sistema de clases basado en la propiedad inmobiliaria de la élite resultaba peculiarmente británico, la democracia de propietarios se creó en Estados Unidos.

Antes de la década de 1930, poco más de las dos quintas partes de las familias estadounidenses eran propietarias a la vez que inquilinas de su vivienda. A menos que uno fuera granjero, las hipotecas representaban la excepción, no la regla. Las pocas personas que pidieron dinero prestado para construirse su propia casa en la década de 1920 se encontraron en graves dificultades cuando estalló la Gran Depresión, especialmente si el cabeza de familia se hallaba entre los millones de personas que perdieron su empleo y sus ingresos. Las hipotecas eran a corto plazo, normalmente entre tres y cinco años, y además no se amortizaban. Es decir, la gente pagaba intereses, pero no devolvía la suma que había pedido prestada (el capital) hasta el término del préstamo, de modo que acababa afrontando un último pago muy abultado. En la década de 1920, la diferencia media (o diferencial) entre los tipos hipotecarios y los rendimientos de los bonos corporativos de primera clase se situó alrededor de los dos puntos porcentuales, mientras que durante los veinte años anteriores había rondado el 0,5 por ciento (esto es, 50 puntos básicos). También había importantes variaciones dentro de los propios tipos hipotecarios[399]. Cuando la economía cayó en picado, los inquietos prestadores simplemente se negaron a renovar. En 1932 y 1933 hubo más de medio millón de procedimientos ejecutivos hipotecarios. A mediados de 1933 se ejecutaban cada día más de un millar de dichos procedimientos. El precio de la vivienda bajó en más de una quinta parte[400]. La industria de la construcción se desplomó, revelando (como ocurriría en todas las futuras recesiones del siglo XX) hasta qué punto el conjunto de la economía estadounidense dependía de las inversiones residenciales como motor de crecimiento[401]. Aunque el efecto de la Depresión quizá resultó más devastador en el campo, donde el precio de la tierra cayó a menos de la mitad del máximo que había alcanzado en la década de 1920, la situación en las ciudades estadounidenses no era mucho mejor. También a los arrendatarios les costaba pagar el alquiler cuando lo único que cobraban era el subsidio de paro. En Detroit, por ejemplo, la industria del

automóvil empleaba ahora solo a la mitad del número de trabajadores que había tenido en 1929, y por la mitad de salario. Hoy los efectos de la Depresión resultan difíciles de imaginar: la abyecta miseria del paro generalizado, la indigencia de los comedores de pobres, la errante y desesperada búsqueda de un trabajo inexistente… En 1932 los desposeídos de la Depresión ya no podían más.

El 7 de marzo de ese año, cinco mil trabajadores en paro despedidos de la empresa Ford Motor Company se manifestaron por el centro de Detroit para pedir ayuda. Cuando la multitud inerme llegó a la Puerta 4 del complejo de la empresa en River Rouge, en la adyacente población de Dearborn, estalló la reyerta. De repente las puertas de la fábrica se abrieron y un grupo de hombres de la policía armada y las fuerzas de seguridad salieron en tropel abriendo fuego contra el gentío. Murieron cinco trabajadores. Días después, 60 000 personas cantaban *La Internacional* en sus funerales. El periódico del Partido Comunista acusaba a Edsel Ford, hijo del fundador de la empresa, Henry, de haber permitido una matanza: «Usted, mecenas de las artes, pilar de la Iglesia episcopal, se subió al puente de la planta de Rouge y contempló cómo se mataba a los trabajadores. Y no movió un dedo para impedirlo». ¿Se podía hacer algo para parar lo que estaba empezando a tener todo el aspecto de una situación revolucionaria?

En un señalado gesto de conciliación, Edsel Ford acudió al artista mexicano Diego Rivera, que había sido invitado por el Instituto de Arte de Detroit, para que pintara un mural que había de mostrar la economía de la ciudad como un ejemplo de cooperación, no de la lucha de clases. El lugar elegido para emplazar la obra fue el imponente atrio ajardinado del Instituto, un espacio que a Rivera le resultó tan atractivo que propuso pintar no solo dos de sus paneles, como se había sugerido inicialmente, sino los veintisiete de que disponía. Ford, impresionado por los esbozos preliminares de Rivera, aceptó financiar íntegramente el proyecto, con un coste aproximado de 25 000 dólares. Los trabajos se iniciaron en mayo de 1932, justo dos meses después de los enfrentamientos en la planta de River Rouge, y en marzo de 1933 el artista había terminado su obra. Como sabía muy bien Ford, Rivera era comunista (aunque de hecho era un trotskista heterodoxo que había sido expulsado del partido mexicano)**[402]**. Su ideal era una sociedad en la que no hubiera propiedad privada, y en la que los medios de producción fueran de titularidad común. En su opinión, la planta de Ford en River Rouge representaba justo el extremo opuesto: una sociedad capitalista en la que los obreros trabajaban mientras los propietarios, que se quedaban con el fruto de sus esfuerzos, se limitaban a permanecer sentados mirando. Rivera también trató de explorar las divisiones raciales que constituían un rasgo tan característico de Detroit, antropomorfizando los elementos necesarios para la fabricación del acero. Como declararía él mismo explicando la alegoría:



Manifestación de protesta por el hambre en Detroit, marzo de 1932.



La policía lanza gases lacrimógenos contra los manifestantes hambrientos.



«Acabemos con el terror policial de Ford-Murphy»: protesta desencadenada tras la muerte de cinco manifestantes.

La raza amarilla representa la arena, dado que es la más numerosa. Y la raza roja, la primera de este país, es como el mineral de hierro, el primer elemento necesario para fabricar acero. La raza negra es como el carbón, puesto que tiene un gran sentido estético nato, una auténtica llama de sentimiento y belleza en su antigua escultura, en su ritmo y su música nativos. Así, su sentido estético es como el fuego, y su trabajo proporciona la dureza que el carbono del carbón le da al acero. La raza blanca es como la cal no solo por ser blanca, sino porque la cal es el agente organizador en la fabricación del acero. Une a los otros elementos, y, así, se ve a la raza blanca como la gran organizadora del mundo.

Cuando se inauguraron los murales, en 1933, los dignatarios de la ciudad se horrorizaron. En palabras del doctor George H. Derry, presidente del Marygrove College:

> El señor Rivera ha perpetrado una cruel tomadura de pelo a su patrono capitalista, Edsel Ford. A Rivera se le pidió que interpretara a Detroit; y él ha endosado al señor Ford y al museo un manifiesto comunista. El panel principal, que de inmediato llama la atención cuando uno entra en la sala, delata el motivo comunista que anima y explica por sí solo todo el conjunto. ¿Se sentirán halagadas las mujeres de Detroit cuando se den cuenta de que están encarnadas en la hembra de rostro duro, masculino y asexuado que mira extáticamente a través del panel como pidiendo esperanza y ayuda a su lánguida y toscamente sensual hermana asiática de la derecha?**[403]**

Un concejal de la ciudad afirmó que no bastaba con encalar los murales, y además la capa de cal siempre podía volver a quitarse en el futuro: él quería que la obra de Rivera se desmontara por completo, por ser «una parodia del espíritu de Detroit». Y eso fue más o menos lo que ocurrió con el siguiente encargo de Rivera —la decoración de los muros del Centro Rockefeller de Nueva York, que le había encargado John D. Rockefeller Jr.— cuando el artista insistió en incluir un retrato de Lenin además de diversos eslóganes comunistas como «¡Abajo las guerras imperialistas!», «¡Trabajadores, uníos!» y —el más llamativo de todos— «¡Dinero gratis!», unos eslóganes que habían de ser coreados por manifestantes que recorrerían nada menos que Wall Street. Rockefeller, escandalizado, mandó destruir el mural.

La fuerza del arte es algo maravilloso. Pero era evidente que se necesitaba algo más poderoso que el arte para unir a una sociedad a la que la Depresión había partido en dos. Muchos países se precipitaron hacia los extremos del totalitarismo. Pero en Estados Unidos la respuesta fue el llamado New Deal. La primera administración de Franklin D. Roosevelt presenció una proliferación de nuevos organismos públicos e iniciativas federales orientados a reinyectar confianza en la postrada economía estadounidense. Entre el diluvio de acrónimos que produjo el New Deal es fácil pasar por alto el hecho de que su componente más fructífero y duradero fue precisamente el nuevo trato que ofrecía con respecto a la vivienda. Al incrementar radicalmente las oportunidades de que los estadounidenses fueran propietarios de sus viviendas, la administración de Roosevelt fue pionera en la idea de una democracia de propietarios. Y esta resultaría ser el perfecto antídoto contra la «revolución roja».

A cierto nivel, el New Deal era un intento por parte del Estado de intervenir allí donde el mercado había fracasado. Algunos de sus representantes favorecían una creciente provisión de vivienda pública, el mismo modelo que se había adoptado en la mayor parte de los países europeos. De hecho, la Administración de Obras Públicas gastó cerca del 14 por ciento de su presupuesto en la construcción de viviendas de bajo coste y la eliminación de suburbios. Pero mucho más importante fue el salvavidas que lanzó la administración de Roosevelt al mercado hipotecario, que se estaba hundiendo con gran rapidez. Entró en escena un nuevo organismo llamado Corporación Crediticia de Propietarios de Viviendas destinado a refinanciar las hipotecas a plazos más largos, de hasta quince años. En 1932 se había creado ya un Consejo Bancario Federal de Ahorro-Vivienda encargado de estimular y supervisar a las entidades locales de crédito hipotecario conocidas como de ahorro y préstamo (o simplemente de ahorro), unas asociaciones mutuas parecidas a las sociedades de crédito hipotecario británicas, que aceptaban depósitos y prestaban a los constructores de viviendas. Para tranquilizar a los impositores, traumatizados por las quiebras bancarias de los tres años anteriores, Roosevelt introdujo el seguro de depósitos federal. La idea era que depositar dinero en hipotecas resultara más seguro aún que las propias casas, puesto que, en el caso de que los prestatarios dejaran de pagar, el gobierno simplemente compensaba a los ahorradores[404]. En teoría, en las entidades de ahorro y préstamo no podían producirse pánicos bancarios como el que le ocurría a la empresa Bailey Building & Loan en el clásico cinematográfico de Frank Capra *Qué bello es vivir* (1946), donde el protagonista, George Bailey (interpretado por James Stewart), luchaba por mantenerse a flote. «¿Sabes, George? —le dice su padre —. Creo que de una forma modesta estamos haciendo algo importante. Satisfacemos una necesidad fundamental. Es un deseo muy profundo del hombre querer tener su propio techo y sus paredes y su chimenea; y nosotros les ayudamos a conseguir todo eso en nuestra destartalada y pequeña oficina.» George capta el mensaje y, tras la muerte de su padre, le explica apasionadamente a Potter, el villano dueño de las barriadas de la ciudad:

> [Mi padre] no pensó ni una sola vez en sí mismo… Pero sí ayudó a unas cuantas personas a salir de sus tugurios, señor Potter. ¿Y qué hay de malo en eso? ¿Acaso no les hace mejores ciudadanos? ¿No les hace mejores clientes? […] Usted ha dicho […] que tenían que haber esperado y haber ahorrado su dinero antes de empezar a pensar siquiera en tener una casa decente. ¡Esperar! ¿Esperar a qué? ¿Hasta que sus hijos crezcan y se vayan? ¿Hasta que estén tan viejos y estropeados que […]? ¿Acaso no sabe cuánto tiempo necesita un trabajador para ahorrar cinco mil dólares? Solo recuerde esto, señor Potter, que esas gentes de las que habla […] son las que trabajan,

> pagan, viven y mueren en esta comunidad. ¿Acaso es demasiado hacer que trabajen, paguen, vivan y mueran en un par de habitaciones decentes con un baño?

Esta radical afirmación de las virtudes de ser dueño de la propia vivienda era algo nuevo. Pero fue la Administración Federal de la Vivienda (FHA) la que realmente vino a marcar la diferencia para los compradores de casas estadounidenses. Proporcionando un seguro garantizado por el gobierno federal a los prestadores de hipotecas, este organismo trató de estimular la concesión de préstamos de mayor cuantía (hasta el 80 por ciento del precio de compra), con un plazo más largo (veinte años), plenamente amortizados y con bajos intereses. Esto hizo algo más que revivir el mercado hipotecario: de hecho lo reinventó. Al estandarizar la hipoteca a largo plazo y crear un sistema nacional de inspección y tasación oficiales, la FHA sentó las bases de un mercado secundario nacional. Este mercado nació en 1938, cuando se autorizó a una nueva Asociación Federal Nacional Hipotecaria —que recibiría el apodo de «Fannie Mae» por la pronunciación de sus siglas en inglés— a emitir bonos y utilizar el dinero recaudado para comprar hipotecas a las entidades de ahorro y préstamo locales, cuya actuación se veía ahora restringida por diversas regulaciones tanto de ámbito geográfico (no podían dar crédito a prestatarios que estuvieran a más de 50 millas —unos 80 kilómetros— de sus oficinas) como en relación a los tipos que podían ofrecer a los impositores (concretamente la denominada «Regulación Q» imponía un tope muy bajo). Dado que estos cambios tendían a reducir la cuota mensual media de una hipoteca, la FHA hizo que la propiedad de una vivienda resultara viable para muchos más estadounidenses que hasta entonces. De hecho, no resulta exagerado decir que fue aquí donde nacieron los modernos Estados Unidos, con sus barrios residenciales periféricos seductoramente repetitivos.



Qué bello es vivir: un canto de Frank Capra a las virtudes de la «frugalidad» local de las entidades de ahorro y préstamo, con James Stewart en el papel de un encantador prestador hipotecario.

A partir de la década de 1930, pues, el gobierno estadounidense vino a garantizar en la práctica de manera eficaz el mercado hipotecario, alentando a unirse a prestadores y prestatarios. Fue esto lo que hizo que tras la Segunda Guerra Mundial la propiedad inmobiliaria —y la deuda hipotecaria— se disparara, elevando la tasa de propiedad de viviendas del 40 al 60 por ciento en 1960. Solo había una pega: no todo el mundo en la sociedad estadounidense tenía derecho a unirse a la fiesta de los propietarios.

En 1941, un promotor inmobiliario construyó un muro de casi dos metros de alto que atravesaba el barrio denominado 8 Mile de Detroit. Hubo de construirlo para poder optar a unos préstamos subvencionados de la FHA. Los préstamos se concederían solo a las construcciones realizadas en el lado del muro donde los residentes eran mayoritariamente blancos. En la parte de la ciudad de predominio negro, en cambio,

no habría préstamos federales, ya que se consideraba que los afroamericanos no eran dignos de crédito[405]. Ello formaba parte de un sistema que dividía toda la ciudad, en teoría en función de la calificación crediticia, pero en la práctica por el color. La segregación, en otras palabras, no era en absoluto accidental, sino consecuencia directa de la política del gobierno. Los mapas del Consejo Bancario Federal de Ahorro-Vivienda mostraban las áreas de mayoría negra de Detroit —el Lower East Side y algunas de las llamadas «colonias» del West Side y de 8 Mile— marcadas con una «D» y pintadas de rojo. Por su parte, las áreas marcadas con las letras «A», «B» y «C» eran de mayoría blanca. La distinción explica por qué la práctica de asignar a zonas enteras una calificación crediticia negativa se conoce en inglés como *redlining* (literalmente, «delinear en rojo»)[406]. Como resultado, cuando los habitantes de las zonas D pedían una hipoteca, pagaban unos intereses significativamente más elevados que los de las zonas A, B y C. En la década de 1950, uno de cada cinco prestatarios hipotecarios negros pagaba un interés del 8 por ciento o más, mientras que prácticamente no había ningún blanco que pagara más del 7 por ciento[407]. Esa fue la poco conocida dimensión financiera de la lucha por los derechos civiles.

Detroit sería la cuna de empresarios negros de éxito como Berry Gordy, fundador de la célebre compañía discográfica Motown, que, de manera harto apropiada, tuvo su primer gran éxito en 1960 con una canción de Barrett Strong titulada «Dinero, eso es lo que quiero». Por entonces otras estrellas de la Motown como Marvin Gaye todavía vivían en la ciudad. Sin embargo, durante toda la década de 1960 siguió persistiendo el prejuicio de que los barrios negros representaban un gran riesgo crediticio. La rabia ante tal discriminación económica se contó entre las causas de las revueltas que estallaron en la calle Doce de Detroit el 23 de julio de 1967. En cinco días de caos tras una redada policial en un *blind pig* (lit. «cerdo ciego», como se denominaba a los bares ilegales), 43 personas murieron, 467 resultaron heridas, más de 7200 fueron detenidas y hubo casi 3000 edificios saqueados o quemados, un potente símbolo del rechazo negro a una democracia de propietarios que seguía tratándolos como a ciudadanos de segunda clase[408]. Todavía hoy pueden verse los solares vacíos que las revueltas dejaron a su paso. Tuvo que intervenir el ejército regular con tanques y ametralladoras para sofocar lo que llegó a reconocerse oficialmente como una insurrección.

Al igual que ocurriera en la década de 1930, el reto de la violencia provocó una respuesta política. Tras aprobarse las leyes sobre derechos civiles en la década de 1960, se tomaron nuevas medidas para ampliar el acceso a la propiedad de las viviendas. En 1968, Fannie Mae se dividió en dos: la Asociación Pública Nacional Hipotecaria (apodada «Ginnie Mae» por la pronunciación de sus siglas en inglés), que había de atender a los prestatarios pobres como los veteranos del ejército, y una Fannie Mae reconvertida ahora en lo que se denominaba una empresa de titularidad privada patrocinada por el Estado (o GSE, por sus siglas en inglés), a la que se permitía adquirir hipotecas convencionales además de las garantizadas por el Estado.

Dos años después, a fin de que hubiera cierta competencia en el mercado secundario, se creó la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios (apodada «Freddie Mac», también una construcción fonética derivada de sus siglas en inglés). El efecto fue de nuevo ampliar el mercado secundario de hipotecas, y, al menos en teoría, bajar los tipos hipotecarios. Ni que decir tiene que la práctica del *redlining* o calificación crediticia basada en la discriminación racial no desapareció de la noche a la mañana; pero al menos se convirtió en delito federal[409]. De hecho, con la Ley de Reinversión Comunitaria de 1977, los bancos estadounidenses se vieron legalmente forzados a prestar a las comunidades minoritarias más pobres. Con el mercado de la vivienda estadounidense respaldado ahora por lo que parecía una especie de versión financiera de The Mamas & The Papas —Fannie, Ginnie y Freddie—, los vientos políticos eran ahora favorables a la democracia de propietarios. Los que gestionaban las entidades de préstamo y ahorro podían vivir según la cómoda regla del 3-6-3: pagar el 3 por ciento sobre los depósitos, prestar dinero al 6 por ciento y estar en el campo de golf cada día a las 3 de la tarde.

Al otro lado del Atlántico el porcentaje de propiedad de la vivienda tardó más en ponerse al nivel de la representación popular. En la Inglaterra de posguerra, la opinión generalizada entre los políticos conservadores, así como entre los laboristas, era la de que el Estado debía proporcionar o, cuando menos, subvencionar las viviendas para la clase trabajadora. De hecho, Harold Macmillan trató de superar a los laboristas marcándose un objetivo de 300 000 (más tarde 400 000) viviendas nuevas al año. Entre 1959 y 1964, alrededor de una tercera parte de las casas nuevas de Inglaterra fueron construidas por los ayuntamientos, y la cifra subió a la mitad en los seis años siguientes de gobierno laborista. Puede culparse, pues, a ambos partidos de los feos y socialmente disfuncionales bloques de pisos y «urbanizaciones» de viviendas que hoy arruinan la mayoría de las ciudades inglesas. La única diferencia real entre la izquierda y la derecha fue la predisposición de los conservadores a desregular el mercado privado del alquiler, con la esperanza de estimular a los arrendadores individuales, y la igualmente firme pero opuesta determinación de los laboristas de volver a imponer los controles del alquiler y erradicar el denominado «rachmanismo» (la conducta explotadora de los arrendadores ejemplificada por un casero llamado Peter Rachman, que empleaba la intimidación para echar a la calle a los inquilinos de los pisos de renta limitada, sustituyéndolos por inmigrantes antillanos a los que cobraba los alquileres del mercado)[410]. Todavía en una fecha tan tardía como 1971, menos de la mitad de los hogares británicos estaban ocupados por sus propietarios.

En Estados Unidos, donde la vivienda pública jamás llegó a ser tan importante, los pagos de intereses hipotecarios siempre fueron fiscalmente deducibles, desde los mismos comienzos del impuesto sobre la renta federal en 1913[411]. Como diría

Ronald Reagan cuando se cuestionó la racionalidad de su reducción de impuestos, la desgravación de los intereses hipotecarios formaba «parte del sueño americano»[412]. En Inglaterra, en cambio, desempeñó un papel mucho menor hasta 1983, cuando un gobierno conservador más radical encabezado por Margaret Thatcher introdujo la denominada Desgravación Directa de Intereses Hipotecarios (MIRAS, por sus siglas en inglés) para las primeras 30 000 libras de las hipotecas que reunieran unas determinadas condiciones. Cuando el ministro de Hacienda, Nigel Lawson, trató de limitar la deducción (de modo que múltiples prestatarios no pudieran beneficiarse todos de una misma hipoteca), no tardó en «chocar contra la pared de ladrillo de la apasionada devoción de Margaret [Thatcher] por preservar hasta la última brizna de desgravación de los intereses hipotecarios»[413]. Pero tampoco fue la MIRAS la única forma en la que Thatcher trató de estimular la propiedad de viviendas. Vendiendo viviendas municipales a un precio base de ganga a un millón y medio de familias aspirantes de clase obrera, se aseguró de que cada vez más hombres y mujeres ingleses tuvieran su propia casa. El resultado fue un salto en la proporción de inquilinos-propietarios, que pasó del 54 por ciento en 1981 al 67 por ciento diez años después. La cifra de viviendas ocupadas por sus propietarios se ha disparado de poco más de 11 millones en 1980 a más de 17 en la actualidad[414].

Hasta la década de 1980, los incentivos públicos para pedir dinero prestado para comprar una casa supusieron un buen negocio para las familias normales y corrientes. De hecho, la tendencia a que las tasas de inflación subieran por encima de los tipos de interés a finales de la década de 1960 y durante la de 1970 supuso un chollo para los deudores en la medida en que el valor real de sus deudas y de sus pagos de intereses declinó. Mientras que a mediados de la década de 1970 los compradores de viviendas estadounidenses preveían una tasa de inflación de al menos un 12 por ciento para 1980, los prestadores hipotecarios estaban ofreciendo créditos a treinta años con un tipo de interés fijo del 9 por ciento o menos[415]. Durante un tiempo, los prestadores se encontraron con que en la práctica estaban pagando a la gente por prestarle dinero. Paralelamente, entre 1963 y 1979 los precios inmobiliarios prácticamente se triplicaron, mientras que los precios al consumo se incrementaron solo en un factor de 2,5. Pero había gato encerrado. Resultó que los mismos gobiernos que reconocían su fe en la «democracia de propietarios» también creían en la estabilidad de precios, o, el menos, en una inflación más baja. Pero lograr ese objetivo implicaba unos tipos de interés más elevados. La consecuencia no prevista de ello fue una de las burbujas, con su correspondiente pinchazo, más espectaculares de toda la historia del mercado inmobiliario.

DE LAS ASOCIACIONES DE AHORRO Y PRÉSTAMO A LAS HIPOTECAS «BASURA»

Cualquiera que se dé un paseo a lo largo de la carretera interestatal 30 de Estados Unidos, saliendo de la ciudad tejana de Dallas, no podrá dejar de observar kilómetros y kilómetros de casas y bloques de pisos a medio construir. Su existencia es uno de los últimos signos visibles de uno de los mayores escándalos financieros de la historia estadounidense, una estafa que se burló por completo del mismo concepto de la propiedad inmobiliaria como una inversión segura. Lo que sigue a continuación tiene tanto de relato realista como de historia surrealista.

Las asociaciones de ahorro y préstamo (conocidas en forma abreviada como S&L por sus siglas en inglés), el equivalente estadounidense a las sociedades de crédito hipotecario del Reino Unido, eran los cimientos sobre los que descansaba la democracia de propietarios norteamericana. Dichas entidades, que eran propiedad de sus propios impositores en régimen mutualista, se veían a la vez protegidas y limitadas por un marco de regulaciones públicas[416]. Los depósitos de hasta 40 000 dólares estaban garantizados por el Estado por una prima de solo una doceava parte del uno por ciento de los depósitos totales. Por otra parte, podían prestar únicamente a compradores de viviendas situadas en un radio de 50 millas (unos 80 kilómetros) de su sede principal. Y a partir de 1966, al amparo de la Regulación Q, se impuso un tope del 5,5 por ciento a los tipos de interés de sus depósitos, una cuarta parte más del porcentaje que se permitía pagar a los bancos. A finales de la década de 1970, este adormecido sector se vio afectado por primera vez por una tasa de inflación de dos dígitos —que alcanzó el 13,3 por ciento en 1979—, y luego por una brusca subida de los tipos de interés cuando el recién nombrado presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, trató de romper la espiral de precios y salarios ralentizando el crecimiento monetario. Este doble golpe resultó letal. Las S&L empezaron a perder dinero en las hipotecas de interés fijo a largo plazo por culpa de la inflación, además de sufrir paralelamente una hemorragia de depósitos que los impositores retiraban para invertir en fondos del mercado monetario, que tenían un interés más elevado. La reacción en Washington por parte de las administraciones de Carter y Reagan fue tratar de salvar a todo el sector mediante las reducciones fiscales y la desregulación,[417] en la creencia de que las fuerzas del mercado resolverían el problema por sí mismas[418]. Cuando se aprobaron las nuevas leyes pertinentes, el presidente Reagan declaró: «En general, creo que hemos hecho un pleno»[419]. Y no cabe duda de que hubo algunos que efectivamente lo hicieron.

Por otra parte, las S&L podían invertir ahora en lo que quisieran, y no solo en hipotecas a largo plazo. Propiedades comerciales, acciones, bonos basura: todo estaba permitido. Incluso podían emitir tarjetas de crédito. Además, ahora podían pagar el tipo de interés que quisieran a sus impositores. Pero en la práctica todos sus depósitos seguían estando garantizados, al tiempo que la cantidad máxima cubierta pasó de los 40 000 a los 100 000 dólares. Y en el caso de que los depósitos ordinarios no bastaran, las S&L podían recaudar dinero en forma de depósitos negociados por intermediarios, que empaquetaban y vendían los certificados de depósito

denominados *jumbo* de 100 000 dólares[420]. De repente, quienes dirigían una asociación de ahorro y préstamo se encontraron con que no tenían nada que perder; un caso claro de lo que los economistas llaman «riesgo moral»[421]. Lo que sucedió a continuación ilustra perfectamente el gran precepto financiero enunciado por primera vez por William Crawford, comisario del Departamento de California de Asociaciones de Ahorro y Préstamo: «La mejor forma de robar un banco es tener uno»[422]. Algunas S&L se jugaron el dinero de sus impositores en proyectos sumamente dudosos. Muchas simplemente lo robaron, como si la desregulación significara que la ley había dejado de aplicárseles. Y en ningún lugar resultaron esas prácticas tan generalizadas como en Texas.

Cuando no estaban pasándoselo en grande en su ranchos estilo Southfork,[423] a los *cowboys* propietarios de Dallas les gustaba ir a hacer negocios al asador Wise Circle Grill[424]. Entre los habituales de los almuerzos dominicales que allí se celebraban se contaban Don Dixon, cuya S&L, llamada Vernon, había recibido el apodo de *Vermin* («sabandija») por parte de los reguladores,[425] Ed McBirney, de Sunbelt (apodada *Gunbelt*, «pistolera»), y Tyrell Barker, propietario y director general de State Savings & Loan, que solía decirles a los promotores inmobiliarios: «Vosotros ponéis el barro; yo pongo el dinero»[426]. Alguien que podía poner tanto dinero como tierra era Mario Renda, representante en Nueva York del Sindicato de Camioneros, que supuestamente utilizaba las S&L para blanquear fondos de la Mafia. Cuando necesitaba más efectivo, incluso se atrevía a anunciar en el *New York Times*:

SE ALQUILA DINERO: NEUTRALIZAMOS LOS
IMPEDIMENTOS AL CRÉDITO HACIENDO DEPÓSITOS
EN SU BANCO LOCAL: NUEVO ENFOQUE
ROTATORIO DE LAS FINANZAS[427].

Si uno quiere construir un imperio inmobiliario, ¿por qué no decirlo lisa y llanamente? Para cierto grupo de promotores de Dallas, era la entidad Empire Savings & Loan la que ofrecía la oportunidad perfecta para ganar una fortuna desde la nada; o mejor dicho, desde las llanuras tejanas. Lo surrealista del asunto se inició cuando el presidente de Empire, Spencer H. Blain Jr., se asoció con James Toler, alcalde de la ciudad de Garland, y un extravagante fracasado escolar reconvertido en promotor inmobiliario llamado Danny Faulkner, cuya especialidad era una generosidad no menos extravagante con el dinero de otros. El dinero en cuestión llegaba en forma de depósitos intermediados, sobre los que Empire pagaba unos tipos de interés tentadoramente altos. Faulkner’s Point, situada cerca del desolado embalse artificial conocido como lago Ray Hubbard, a unos 30 kilómetros el este de Dallas, fue la primera avanzadilla de un imperio inmobiliario que con el tiempo abarcaría otras propiedades bautizadas como Faulkner Circle, Faulkner Creek, Faulkner Oaks y Faulkner Fountains. El truco favorito de Faulkner era la especulación rápida: adquirir una parcela de tierra por cuatro chavos y luego venderla a precios sumamente

inflados a los inversores, que a su vez iban a pedir el dinero prestado para comprarla a Empire Savings & Loan. Hubo, por ejemplo, una parcela de tierra que Faulkner compró por tres millones de dólares, y que vendió solo unos días después por 47 millones. Danny Faulkner afirmaba no saber de letras; pero estaba claro que sí sabía de números.

En 1984, el sector inmobiliario en el área de Dallas se había descontrolado. Había nuevos bloques de pisos en construcción a lo largo de kilómetros y kilómetros de la carretera Interestatal 30. La silueta de los edificios de la ciudad se había transformado con lo que los lugareños llamaban edificios de oficinas «transparentes» debido a que en su mayoría estaban vacíos. Pero la construcción seguía adelante, pagada con depósitos garantizados por el gobierno federal que en la práctica iban a parar directamente a los bolsillos de los promotores. Al menos sobre el papel, los activos de Empire habían pasado de 12 a 257 millones de dólares en poco más de dos años; y en enero de 1984 alcanzaron la cifra de 309 millones. Muchos inversores jamás tuvieron la oportunidad siquiera de ver sus propiedades de cerca: Faulkner simplemente los llevaba a sobrevolarlas con su helicóptero sin aterrizar en ningún momento. Allí todo el mundo ganaba dinero: Faulkner iba con su jet privado Learjet de cuatro millones de dólares; Toler, con su flamante Rolls-Royce blanco; Blain, con su Rolex de cuatro mil dólares; y eso sin hablar de los tasadores de las propiedades, las estrellas del deporte que invertían en el negocio y las autoridades reguladoras locales. Había brazaletes de oro para los hombres y abrigos de pieles para las mujeres[428]. «Era —reconocería uno de los implicados— como una máquina de hacer dinero, y todo estaba montado de cara a lo que Danny necesitaba. Si Danny necesitaba un nuevo jet, hacíamos una venta de tierras. Si Danny quería comprar una nueva finca, hacíamos otra. Danny lo gestionaba todo para Danny, hasta el último detalle.»[429] Se supone que la línea que separa el ahorro del latrocinio es una línea muy ancha. Pero la empresa Faulkner & Co. la redujo al grosor de un cabello.

El problema era que resultaba de todo punto imposible que la demanda de bloques de pisos en la Interestatal 30 llegara a absorber la inmensa oferta que estaban construyendo Faulkner, Blain y sus secuaces. A comienzos de la década de 1980 los agentes inmobiliarios bromeaban diciendo que la diferencia entre una enfermedad venérea y los bloques de pisos era que de la primera uno podía librarse. Además, la disparidad entre el activo y el pasivo de la mayoría de las S&L había llegado a ser desastrosa, concediéndose un número cada vez mayor de préstamos a largo plazo (a iniciados) y utilizándose para ello un dinero que se tomaba prestado a corto (de neófitos). Cuando las autoridades reguladoras se propusieron actuar, tardíamente, en 1984, esas realidades ya no podían ser ignoradas por más tiempo. El 14 de marzo, Edwin J. Gray, por entonces presidente del Consejo Bancario Federal de Ahorro-Vivienda, ordenó el cierre de Empire. El coste para la Corporación Federal de Seguros de Ahorro y Préstamo, que se suponía que garantizaba los depósitos de las S&L, fue de 300 millones de dólares. Pero ese no fue más que el principio. Cuando se

empezó a someter a escrutinio a otras empresas, los legisladores vacilaron, especialmente aquellos que habían recibido generosas contribuciones a sus campañas electorales por parte de S&L[430]. Pero cuanto más tardaban, más dinero se quemaba. En 1986 resultaba ya evidente que la propia Corporación Federal de Seguros de Ahorro y Préstamo era insolvente.



El maestro de la especulación rápida inmobiliaria: Danny Faulkner con su helicóptero.

En 1991, después de dos juicios (el primero de los cuales terminó con un desacuerdo del jurado), Faulkner, Blain y Toler fueron declarados culpables de haber robado 165 millones de dólares de Empire y otras S&L a través de acuerdos financieros fraudulentos. Cada uno de ellos fue condenado a veinte años de cárcel y a pagar varios millones de dólares como indemnización. Uno de los investigadores calificó a Empire como «uno de los proyectos de inversión en tierras más imprudente y fraudulento» que había visto nunca[431]. Podría decirse prácticamente lo mismo de la crisis de las S&L en su conjunto, a la que Edwin Gray se referiría como «la era más generalizada, imprudente y fraudulenta de la historia bancaria de este país». En

total, casi quinientas S&L se hundieron o se vieron forzadas a cerrar, y alrededor de otras tantas desaparecieron bajo los auspicios de la Corporación Fiduciaria de Resolución (RTC, por sus siglas en inglés), una entidad creada por el Congreso para que aclarara todo aquel embrollo. Según estimaciones oficiales, casi la mitad de las instituciones insolventes había presenciado una conducta «fraudulenta y potencialmente delictiva» por parte de sus iniciados. En mayo de 1991, 764 personas habían sido acusadas de toda una serie de delitos, de las que 550 fueron declaradas culpables y 326 condenadas a penas de cárcel. Se impusieron multas por un total de ocho millones de dólares[432]. El coste definitivo de la crisis de las asociaciones de ahorro y préstamo entre 1986 y 1995 fue de 153 000 millones de dólares (lo que representaba alrededor del 3 por ciento del PIB estadounidense), de los que los contribuyentes tuvieron que pagar 124 000 millones, convirtiéndola en la crisis financiera más cara desde la Depresión[433]. Diseminados por toda Texas quedan los restos arqueológicos de la debacle: urbanizaciones abandonadas, construidas con dinero robado y empleando materiales baratos, y posteriormente derribadas con excavadoras o reducidas a cenizas. Veinticuatro años después, gran parte del trazado de la Interestatal 30 sigue siendo solo uno de los muchos eriales de Texas.

Para los contribuyentes estadounidenses, la debacle de las asociaciones de ahorro y préstamo representó una lección enormemente costosa sobre los peligros de la desregulación imprudente. Pero incluso cuando las S&L empezaron a irse al garete, siguieron ofreciendo a un grupo de estadounidenses muy distinto la posibilidad de ganar dine-ro a espuertas. Para los corredores de bonos del neoyorquino banco de inversiones Salomon Brothers, el desmoronamiento del sistema hipotecario del New Deal no supuso una crisis, sino una maravillosa oportunidad. Tan hambrientos de beneficios como profano era su lenguaje, los autodenominados «Big Swinging Dicks»[434] de Salomon encontraron una forma de explotar los oscilantes tipos de interés de comienzos de la década de 1980. Fue el principal agente hipotecario de Salomon, Lewis Ranieri, quien entró en escena cuando las desesperadas S&L empezaron a vender sus hipotecas en un vano intento de mantener su solvencia. Ni que decir tiene que Lewis —más conocido como «Lou»— se puso a comprarlas a precios de ganga. Con su oronda figura, sus camisas baratas y sus bromas propias de Brooklyn, Ranieri (que había empezado a trabajar en Salomon repartiendo el correo) era la personificación de la nueva Wall Street, la antítesis de los banqueros de inversiones pijos vestidos con traje caro y tirantes. La idea era reinventar las hipotecas agrupando miles de ellas en paquetes como garantía de nuevos y atractivos valores que, a su vez, pudieran venderse como una alternativa a los tradicionales bonos del Estado y de las empresas; en resumen: convertir las hipotecas en bonos. Una vez agrupadas, los pagos de intereses debidos a dichas hipotecas podían subdividirse en «franjas» con diferentes vencimientos y riesgos crediticios. La

primera emisión de esta nueva clase de valores respaldados por hipotecas (conocidos como «obligaciones hipotecarias garantizadas») tuvo lugar en junio de 1983,[435] y representó el amanecer de una nueva época en las finanzas estadounidenses.

Este proceso recibió el nombre de «titularización», y representaba una innovación que vino a transformar Wall Street de una manera fundamental, sacudiendo el polvo a un mercado de bonos que hasta entonces había estado adormecido y anunciando una nueva era en la que las transacciones anónimas contarían más que las relaciones personales. Una vez más, no obstante, sería el gobierno federal estadounidense el que habría de aprestarse a pagar la cuenta de la crisis. Y ello, porque la mayoría de las hipotecas siguieron disfrutando de una garantía implícita del trío patrocinado por el Estado de Fannie, Freddie y Ginnie, lo que significaba que los bonos que empleaban dichas hipotecas como garantía podían interpretarse en la práctica como bonos del Estado, y, por lo tanto, como bonos «de primera calidad». Entre 1980 y 2007, el volumen de esos «bonos garantizados por hipotecas garantizadas por GSE» subió de 200 millones a 4 billones de dólares. Con la entrada en escena de las aseguradoras de bonos privadas, las empresas como Salomon pudieron también ofrecer la titularización de los llamados «préstamos no conformes» que no podían optar a las garantías de las GSE. En 2007, las reservas de capital privadas bastaron para titularizar 2 billones de dólares en deuda hipotecaria residencial[436]. En 1980 solo el 10 por ciento del mercado hipotecario residencial había sido titularizado; en 2007 la proporción había subido al 56 por ciento[437].

No solo fueron las vanidades humanas las que acabaron en la hoguera en la que se convirtió Wall Street en la década de 1980, sino también los últimos vestigios del modelo de negocio que tan bien se representara en *Qué bello es vivir*. Antaño había significativos vínculos sociales entre los prestadores de hipotecas y sus prestatarios. Jimmy Stewart conocía personalmente tanto a sus impositores como a sus deudores. En cambio, en un mercado titularizado (exactamente igual que en el espacio) nadie puede oír tus gritos, puesto que el interés que pagas por tu hipoteca va a parar en última instancia a alguien que no tiene ni idea de tu existencia. Las profundas consecuencias que tendría esta transición para los propietarios de viviendas normales y corrientes no se harían evidentes hasta veinte años después.

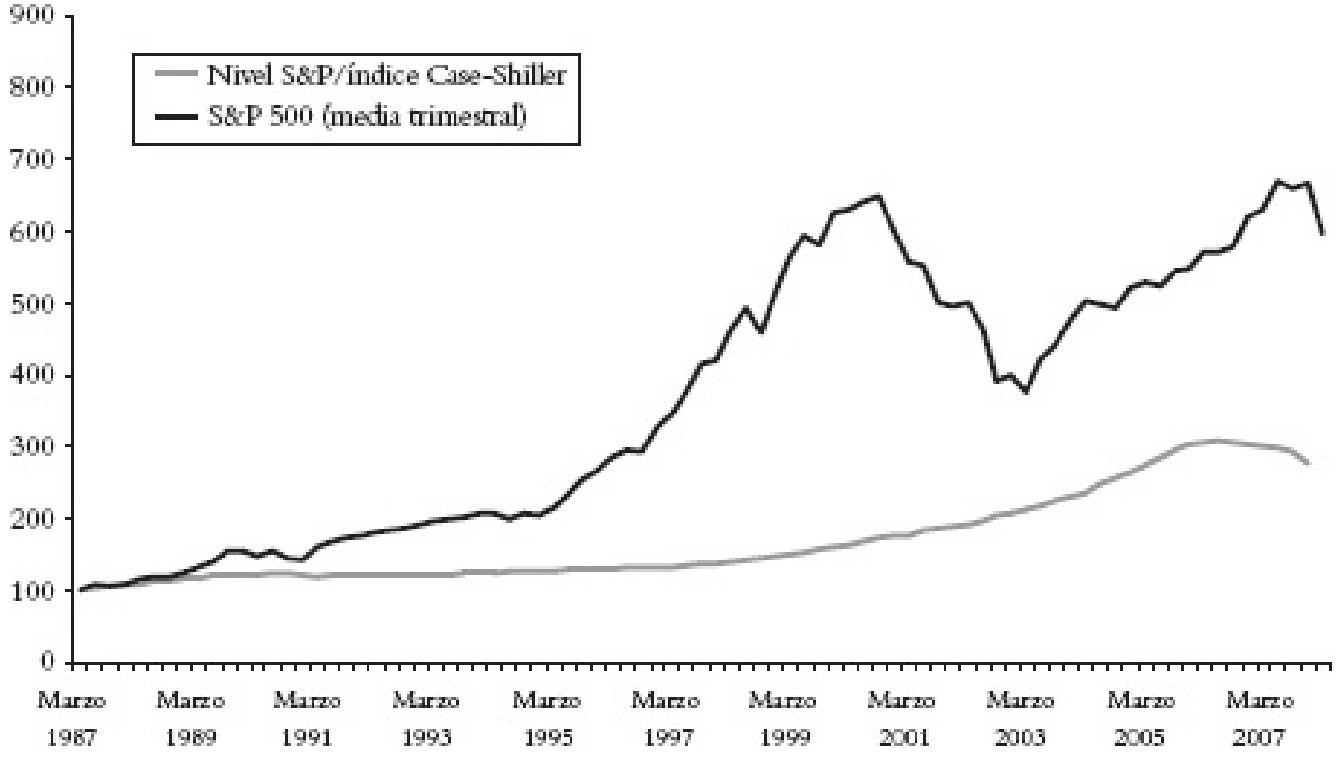
Al menos hasta que estalló la crisis actual, y al menos en el mundo anglosajón, si no en todo el mundo desarrollado, se ha tendido a dar por sentado que la propiedad inmobiliaria representa la inversión más clara. La mejor manera de hacerse rico es meterse en el mercado inmobiliario. Hasta se considera que hay que ser tonto para invertir en otro sitio. Pero lo más extraordinario de esta supuesta verdad es la frecuencia con la que la realidad viene a desmentirla. Supongamos que en el primer trimestre de 1987 pusimos 100 000 dólares en el mercado inmobiliario estadounidense. Tanto según el índice de la Oficina de Supervisión Federal de

Empresas Inmobiliarias como según el índice nacional Case-Shiller del precio de la vivienda, en el primer trimestre de 2007 habríamos más o menos triplicado nuestro dinero, pasando a tener entre 275 000 y 299 000 dólares. Pero si hubiésemos invertido ese mismo dinero en el S&P 500 (el índice de referencia del mercado de valores estadounidense), y hubiéramos seguido reinvirtiendo los dividendos obtenidos en ese mismo índice, habríamos terminado disponiendo de 772 000 dólares, es decir, más del doble de lo que habríamos ganado con el ladrillo y el cemento. En el caso del Reino Unido, el diferencial es similar. Si hubiéramos invertido 100 000 libras en propiedad inmobiliaria en 1987, según el índice nacional del precio de la vivienda, al cabo de veinte años habríamos más que cuadruplicado nuestro dinero. Pero si lo hubiésemos invertido en el índice FTSE All-Share (la referencia en la Bolsa de Londres), seríamos casi siete veces más ricos. Existe, obviamente, una importante diferencia entre una casa y un índice bursátil: uno no puede vivir en este último. (Por otra parte, los impuestos locales suelen gravar la propiedad inmobiliaria, no los activos financieros.) En cualquier caso, para que la comparación sea equitativa, hay que tener en cuenta también el alquiler que uno se ahorra por vivir en su propia casa (o la renta que puede cobrar si tiene dos propiedades y alquila la segunda). Una forma sencilla de proceder consiste simplemente en no contar ni los dividendos ni los alquileres. En ese caso la diferencia se reduce un poco más. En las dos décadas transcurridas desde 1987, el índice S&P 500, excluyendo los dividendos, se ha multiplicado por un factor de poco más de cinco, derrotando todavía a la vivienda por un amplio margen. El diferencial también se reduce, pero tampoco desaparece, si añadimos los ingresos por alquileres a la cartera de la propiedad inmobiliaria e incluimos los dividendos en la de las acciones, dado que los rendimientos medios por alquileres en ese período descendieron de alrededor del 5 por ciento a solo el 3,5 por ciento en el punto máximo del boom del mercado hipotecario (en otras palabras: una típica propiedad inmobiliaria de 100 000 dólares habría producido una renta mensual media de menos de 416)[438]. En el caso británico, en cambio, la capitalización del mercado de valores ha crecido con mayor lentitud que en Estados Unidos, mientras que los dividendos han representado una fuente de ingresos más importante para los inversores. Al mismo tiempo, las restricciones en la oferta de nueva vivienda (como las leyes que protegen los denominados «cinturones verdes») han venido a potenciar los alquileres. En consecuencia, omitir dividendos y alquileres equivale aquí a eliminar la ventaja de las acciones sobre la propiedad inmobiliaria. En términos de mera apreciación del capital, entre 1987 y 2007 el ladrillo y el mortero (con un factor multiplicador de 4,5) supera a las acciones (con un factor de solo 3,3). Únicamente si remontamos la comparación a 1979, las acciones británicas superan a los ladrillos[439].

Hay, sin embargo, otras tres consideraciones que hay que tener en cuenta cuando se trata de comparar la vivienda con otras formas de activos de capital. La primera es la depreciación. Las acciones no se deterioran ni necesitan reparaciones en el tejado;

las casas sí. La segunda es la liquidez. Como activos, las casas resultan mucho más caras de convertir en efectivo que las acciones. La tercera es la inestabilidad. Desde la Segunda Guerra Mundial, los mercados inmobiliarios han sido mucho menos inestables que los mercados de valores (sobre todo debido a los costes de transacción asociados al mercado de bienes inmuebles). Sin embargo, ello no significa que los precios de la vivienda no se hayan desviado nunca de un constante trayecto ascendente. Así, por ejemplo, en el Reino Unido, entre 1989 y 1995 el precio de la vivienda media cayó un 18 por ciento, un descenso que, expresado en términos reales, ajustados a la inflación, fue de más de una tercera parte (concretamente el 37 por ciento). En Londres, el descenso real se acercó al 47 por ciento**[440]**. En Japón, entre 1990 y 2000 los precios de las propiedades inmobiliarias cayeron más de un 60 por ciento. Y obviamente, en el momento de redactar estas líneas, en Estados Unidos los precios de las propiedades inmobiliarias —por primera vez en una generación— han empezado a bajar. Y siguen bajando. Desde su máximo alcanzado en julio de 2006, en febrero de 2008 el índice Case-Shiller del precio de la vivienda en 20 grandes ciudades estadounidenses había bajado un 15 por ciento. Ese mes, la tasa anualizada de descenso llegó al 13 por ciento, una cifra que no se veía desde comienzos de la década de 1930. En algunas ciudades —Phoenix, San Diego, Los Ángeles y Miami—, el descenso total llegó a ser hasta de una quinta o una cuarta parte. Asimismo, en el momento de redactar estas líneas (mayo de 2008), la mayoría de los expertos prevén que habrá todavía nuevas caídas.

Acciones *versus* propiedades inmobiliarias en el mercado estadounidense, 1987-2007



En la deprimida Detroit, la caída de la vivienda empezó antes, concretamente en diciembre de 2005, y cuando visité la ciudad, en julio de 2007, los precios habían perdido un 10 por ciento de su valor. Fui a Detroit porque tenía la sensación de que lo que allí estaba ocurriendo prefiguraba lo que iba a ocurrir en el conjunto de Estados Unidos, y quizá incluso en todo el mundo anglosajón. En el plazo de diez años, los precios de las viviendas de Detroit —que probablemente tiene las peores casas de todas las ciudades estadounidenses, exceptuando Nueva Orleans— habían subido casi un 50 por ciento; no era mucho si se comparaba con la burbuja que afectaba a todo el país (con un aumento medio del precio de las casas de un 180 por ciento), pero no por ello dejaba de ser difícil de explicar dada la situación económica de la ciudad, crónicamente deprimida. Como tuve ocasión de descubrir, la explicación se hallaba en una serie de cambios fundamentales en las reglas del juego inmobiliario; unos cambios ejemplificados por la experiencia de West Outer Drive,[441] una concurrida pero respetable calle de clase media de Detroit, caracterizada por la construcción de casas independientes con grandes parcelas y garajes. Antaño residencia de los mejores artistas de la Motown, hoy es solo una calle más de las que integran lo que podría definirse como un enorme país desperdigado dentro del país: una economía en desarrollo *dentro* de Estados Unidos,[442] también llamada «subprimia».

Los créditos hipotecarios *subprime* (o «hipotecas basura») son ofrecidos por agentes locales a familias o barrios con historiales crediticios pobres o irregulares. Del mismo modo que las hipotecas *jumbo* resultan demasiado grandes para poder optar al sello de aprobación de Fannie Mae (y, en consecuencia, a la garantía implícita del Estado), las hipotecas *subprime* son demasiado arriesgadas. Pero era precisamente ese riesgo el que las hacía parecer potencialmente lucrativas para los prestadores. No se trataba de nada parecido a las viejas hipotecas a treinta años e interés fijo inventadas en el New Deal. Antes al contrario, una elevada proporción de ellas eran las denominadas hipotecas de tipo ajustable (ARM, por sus siglas en inglés); en otras palabras: el tipo de interés podía variar en función de los cambios en los tipos crediticios a corto plazo. Muchas de ellas eran asimismo hipotecas solo de intereses, esto es, sin amortización (devolución del capital), a pesar de que el capital representaba el ciento por ciento del valor de tasación de la propiedad hipotecada. Y además la mayoría de ellas tenían períodos iniciales «de carencia» en los que los pagos de intereses iniciales —normalmente durante los dos primeros años— se mantenían artificialmente bajos, concentrando el coste del crédito al final del plazo. Todos estos mecanismos estaban destinados a permitir una reducción a corto plazo de los costes de la hipoteca para el prestatario. Pero la letra pequeña de los contratos *subprime* implicaba grandes ganancias para el prestador. Un crédito *subprime* especialmente notorio de Detroit cargaba un tipo de interés del 9,75 por ciento durante los dos primeros años, pero a partir de ese plazo pasaba a cargar un margen de 9,125 puntos porcentuales por encima del tipo de interés a corto plazo de referencia al que los bancos se prestan dinero: convencionalmente, el tipo del

mercado interbancario de Londres, o Libor. Aun antes de que estallara la crisis de las *subprime*, este se había situado ya por encima del 5 por ciento, lo que implicaba un enorme aumento en los pagos de intereses a partir del tercer año de hipoteca.

Las hipotecas basura asolaron Detroit como una avalancha de dinero del Monopoly. La ciudad fue bombardeada con anuncios por radio, televisión y correo, además de ejércitos de agentes y corredores, que ofrecían lo que a primera vista parecían condiciones atractivas. Solo en 2006, los créditos *subprime* inyectaron más de mil millones de dólares en veintidós distritos postales de la ciudad. En el distrito 48 235, que incluye la manzana 5100 de West Outer Drive, las hipotecas *subprime* supusieron más de la mitad de todos los créditos realizados entre 2002 y 2006. Siete de las veintiséis familias de la manzana 5100 contrataron créditos basura[443]. Hay que tener en cuenta que solo una minoría de dichos créditos se concedían a prestatarios que adquirían su primera vivienda. Casi todos eran acuerdos de refinanciación, lo que permitía a los prestatarios tratar sus hogares como si fueran cajeros automáticos, convirtiendo su inversión en efectivo. La mayoría utilizaba el dinero así obtenido para pagar deudas de tarjetas de crédito, hacer reformas o comprar nuevos bienes de consumo[444]. En otras partes, sin embargo, la combinación de los bajos tipos de interés a largo plazo y unas condiciones hipotecarias aún más atractivas atrajo a nuevos compradores al mercado inmobiliario. En 2005, el 69 por ciento de todas las familias estadounidenses eran propietarias de viviendas, mientras que diez años antes la cifra era del 64 por ciento. Alrededor de la mitad de ese incremento puede atribuirse al boom de los créditos *subprime*. De manera harto significativa, un número desproporcionado de los prestatarios *subprime* pertenecían a minorías étnicas. De hecho, mientras conducía por Detroit me encontré preguntándome a mí mismo si en realidad lo de *subprime* no sería un nuevo eufemismo financiero para decir «negro». No era esta una consideración ociosa. Según un estudio de la Alianza por una Vivienda Asequible de Massachusetts, el 55 por ciento de los prestatarios negros e hispanos del área metropolitana de Boston que habían obtenido créditos para viviendas unifamiliares en 2005 habían contratado hipotecas *subprime*, mientras que para los prestatarios blancos la cifra era solo del 13 por ciento. Más de las tres cuartas partes de los prestatarios negros e hispanos de Washington Mutual estaban clasificados como *subprime*, mientras que ocurría lo mismo solo con el 17 por ciento de los prestatarios blancos[445]. Según el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano, entre 2002 y 2007 las propiedades inmobiliarias de las minorías se incrementaron en 3,1 millones.

Este, seguramente, fue el apogeo de la democracia de propietarios. El nuevo mercado hipotecario parecía estar haciendo realidad el sueño americano de tener casa propia para cientos de miles de personas que antaño se habían visto excluidas de la financiación oficial por los organismos de calificación crediticia y por unos prejuicios raciales apenas velados.

Posteriormente a Alan Greenspan le lloverían las críticas por no haber sabido regular adecuadamente los préstamos hipotecarios en sus últimos años como presidente de la Reserva Federal. Sin embargo, pese a su notorio apoyo (más tarde retirado) a las hipotecas de tipo ajustable en un discurso pronunciado en 2004, Greenspan no fue el principal defensor de que se ampliaran las posibilidades de ser propietario de una vivienda. Tampoco resulta creíble culpar a la política monetaria de todos los excesos de los últimos años.

«Queremos que todo el mundo en Estados Unidos tenga su propia casa», había declarado el presidente Bush hijo en octubre de 2002. Tras plantear a los prestatarios el reto de crear 5,5 millones de nuevos propietarios entre las minorías étnicas para el final de la década, en 2003 Bush firmó la denominada Ley de Pago Inicial para el Sueño Americano, una medida destinada a subvencionar a quienes adquirían su primera vivienda entre los grupos de renta más baja. La administración alentaba a los prestadores a no presionar a los prestatarios *subprime* exigiéndoles toda la documentación requerida habitualmente. Fannie Mae y Freddie Mac también se vieron presionadas por el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano para que respaldaran el mercado de las *subprime*. Como declarara Bush en diciembre de 2003: «El hecho de que haya más gente que tenga su propia casa redunda en el interés nacional»[446]. Pocos disentían de ello. De hecho, los demócratas del Congreso estaban tan comprometidos como Bush con la idea de ampliar la propiedad de viviendas. Y también los académicos progresistas lo estaban. En un artículo publicado en el *New York Times* en noviembre de 2007, Henry Louis («Skip») Gates Jr., titular de la cátedra Alphonse Fletcher en la Universidad de Harvard y director del Instituto W.E.B. Du Bois de Investigaciones Africanas y Afroamericanas, parecía acoger favorablemente la tendencia, señalando que quince de cada veinte afroamericanos de éxito a quienes había estudiado (incluyendo personajes como la presentadora Oprah Winfrey y la actriz Whoopi Goldberg) eran descendientes de «al menos una línea de antiguos esclavos que en 1920 habían logrado obtener una propiedad inmobiliaria». Sin mostrar preocupación alguna por el pinchazo de la burbuja inmobiliaria acaecido unos meses antes, Gates proponía una sorprendente solución al problema de «la pobreza y disfunción negras»; a saber: «dar propiedades a las gentes que antaño habían sido calificadas ellas mismas de propiedades»:

> Quizá fue Margaret Thatcher quien, entre todas las personas, sugirió un programa que podría ayudar. En la década de 1980 convirtió en propietarios a 1,5 millones de residentes en barrios de viviendas protegidas del Reino Unido. Fue ciertamente lo más liberal que hizo Thatcher, y quizá los progresistas deberían de copiar alguna que otra hoja de su cuaderno. […] Un enfoque audaz e innovador del problema de la pobreza negra […] consistiría en buscar maneras de

> convertir a los inquilinos en propietarios. […] Para los negros pobres, solo podrá haber un auténtico progreso cuando participen como propietarios en la sociedad estadounidense. La gente que tiene propiedades experimenta el sentimiento de ser propietaria de su futuro y de su sociedad. Estudia, ahorra, trabaja, se esfuerza y vota. Y la gente atrapada en una cultura del alquiler no[447].

Pero Beanie Self, un líder de la comunidad negra del barrio de Frayser, en Memphis, supo identificar el defecto fatal en la argumentación de Gates: «El sueño americano es la propiedad de una vivienda, y una de las cosas que me preocupan es que, aunque ese sueño sea maravilloso, no estamos realmente preparados para él. La gente no se da cuenta de que ahí hay una industria inmobiliaria, una industria de tasación, una industria hipotecaria, que de hecho presionan a la gente para meterse en casas que muchas veces en realidad no pueden permitirse»[448].

Como modelo de negocio, los créditos *subprime* funcionaban de maravilla; al menos mientras los tipos de interés siguieran siendo bajos, la gente conservara su puesto de trabajo y los precios de los bienes inmuebles siguieran subiendo. Obviamente, no se podía confiar en que tales condiciones duraran indefinidamente, y menos aún en una ciudad como Detroit. Pero eso no preocupaba a los prestadores de *subprime*, ya que estos se limitaban a seguir la senda abierta por la mayoría de los prestadores hipotecarios en la década de 1980. Lejos de arriesgar su propio dinero, se embolsaban pingües comisiones a la firma de los contratos crediticios originales, y luego revendían sus créditos al por mayor a los bancos de Wall Street. Los bancos, a su vez, empaquetaban los créditos en títulos con garantía hipotecaria residencial (RMBS, por sus siglas en inglés) de alto rendimiento, y los vendían a inversores de todo el mundo, todos ellos ansiosos por conseguir unas centésimas más de punto porcentual en sus rendimientos de capital. Estos valores *subprime*, reempaquetados ahora como obligaciones de deuda colateralizada (CDO, por sus siglas en inglés), se transformaban, pasando de ser créditos de alto riesgo concedidos a prestatarios poco fiables a convertirse en valores de primera calidad calificados como triple A. Lo único que hacía falta era la certificación de una de las dos entidades de calificación dominantes, Moody’s o Standard & Poor’s, de que al menos la capa superior de aquellos títulos era improbable que afrontara un impago. Se aceptaba que las capas inferiores «entresuelo» y «neto» tenían un riesgo más elevado, pero también devengaban intereses más altos.

La clave de esta alquimia financiera era que podía haber miles de kilómetros entre los prestatarios hipotecarios en Detroit y la gente que acababa recibiendo el dinero de sus pagos de intereses. El riesgo se difundió por todo el globo, desde los fondos de

pensiones públicos de Estados Unidos hasta las redes de asistencia pública de Australia, llegando incluso a los ayuntamientos de poblaciones situadas por encima del círculo polar ártico. En Noruega, por ejemplo, los municipios de Rana, Hemnes, Hattjelldal y Narvik invirtieron unos 120 millones de dólares del dinero de sus contribuyentes en CDO garantizadas por hipotecas *subprime* estadounidenses. Por entonces los vendedores de aquellos «productos estructurados» se jactaban de que la titularización estaba produciendo el efecto de asignar el riesgo «a quienes son más capaces de soportarlo». Solo más tarde se revelaría que en realidad el riesgo se estaba asignando a quienes eran menos capaces de entenderlo. Los que mejor conocían la poca fiabilidad de los créditos *subprime* —las personas que trataban directamente con los prestatarios y conocían sus circunstancias económicas— eran quienes menos riesgo corrían. Podían hacer un préstamo por el ciento por ciento del valor total de tasación —en lo que pasaría a conocerse como créditos «NINJA» (un acrónimo de *No Income No Job or Assets*, «sin ingresos ni trabajo ni activos», por el tipo de destinatarios de dichos créditos)— y venderlo ese mismo día a uno de los grandes bancos que participaban en el negocio de las CDO. En un abrir y cerrar de ojos, el riesgo emergía en un fiordo.

En Detroit, el auge de las hipotecas *subprime* había coincidido de hecho con una nueva caída en el marco del inexorable declive de la industria del automóvil, que había costado 20 000 puestos de trabajo a la ciudad. Ello no hacía sino anticipar una desaceleración generalizada de la economía estadounidense, una consecuencia casi inevitable del endurecimiento de la política monetaria, ya que la Reserva Federal subió los tipos de interés a corto plazo del 1 al 5 ¼ por ciento; esto tuvo un impacto modesto, pero significativo, en los tipos hipotecarios medios, que subieron alrededor de una cuarta parte (pasando del 5,34 al 6,66 por ciento). El efecto en el mercado de las *subprime* de este cambio aparentemente inocuo en las condiciones crediticias resultó devastador. En cuanto expiraron los plazos «de carencia» y las hipotecas se resituaron en los nuevos tipos de interés, mucho más elevados, cientos de familias de Detroit empezaron a atrasarse de inmediato en los pagos de sus hipotecas. Ya en marzo de 2007, alrededor de una de cada tres hipotecas *subprime* del distrito postal 48 235 llevaba más de sesenta días de retraso en el pago, situándose de hecho en el umbral del procedimiento ejecutivo. El efecto fue el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, provocando que el precio de la vivienda empezara a bajar por primera vez desde comienzos de la década de 1990. En cuanto esto empezó a ocurrir, quienes habían contratado hipotecas por el ciento por ciento del valor de tasación se encontraron con que su casa valía menos que su deuda. Cuanto más caía el precio de la vivienda, más propietarios se encontraron con un patrimonio neto negativo, un término que en el Reino Unido resultaba ya familiar desde comienzos de la década de 1990. En este sentido, lo sucedido en West Outer Drive fue un presagio de una crisis generalizada del mercado inmobiliario estadounidense, cuyas ramificaciones llegarían a sacudir el sistema financiero del mundo occidental hasta sus cimientos.

Un sofocante viernes por la tarde, poco después de haber llegado a Memphis procedente de Detroit, vi que se liquidaban más de cincuenta viviendas en las escalinatas del Palacio de Justicia de la ciudad. En todos los casos se debía a que los prestadores hipotecarios habían iniciado un procedimiento ejecutivo contra los propietarios por haber dejado de realizar sus pagos de intereses[449]. Memphis no solo es la capital estadounidense de la bancarrota (como veíamos en el capítulo 1); en el verano de 2007 estaba convirtiéndose también rápidamente en la capital de los procedimientos ejecutivos hipotecarios. Se decía que en los últimos cinco años una de cada cuatro familias de la ciudad había recibido una notificación amenazando con el inicio de un procedimiento ejecutivo. Y una vez más, las hipotecas *subprime* eran la raíz del problema. Solo en 2006 las entidades financieras de *subprime* habían prestado 460 millones de dólares en catorce distritos postales diferentes de Memphis. Lo que yo estaba presenciando era solo el principio de un auténtico diluvio de procedimientos ejecutivos. En marzo de 2007, el Centro de Préstamo Responsable predecía que el número de procedimientos llegaría a los 2,4 millones[450]. Pero es posible que tales estimaciones acaben quedándose cortas. En el momento de redactar estas líneas (mayo de 2008), alrededor de 1,8 millones de hipotecas están en situación de impago, pero se calcula que hay nueve millones de familias estadounidenses —o los ocupantes de uno de cada diez hogares unifamiliares— que han pasado ya a tener un patrimonio neto negativo. Alrededor del 11 por ciento de las ARM *subprime* son ya objeto de procedimiento ejecutivo. Según Crédit Suisse, la cifra total de procedimientos relacionados con hipotecas de toda clase podría acabar siendo de 6,5 millones en los próximos cinco años. Eso podría sacar de sus casas al 8,4 por ciento de todos los propietarios estadounidenses, o lo que es lo mismo, al 12,7 por ciento de todos los que tienen hipotecas[451].

Desde que el mercado de las hipotecas *subprime* empezó a irse al traste, a comienzos del verano de 2007, la onda expansiva se ha propagado por los mercados crediticios de todo el mundo, arrasando algunos fondos de riesgo y acarreando un coste de cientos de miles de millones de dólares a los bancos y otras entidades financieras. El principal problema estaba en las CDO, que en 2006 se habían vendido en una cantidad equivalente a más de medio billón de dólares, y de las que aproximadamente la mitad contenían riesgo *subprime*. Resultó que en el caso de muchas de estas CDO el precio se había inflado seriamente como resultado de estimaciones erróneas sobre las posibles tasas de impago de las *subprime*. Cuando incluso los títulos clasificados como triple A empezaron a verse afectados por impagos, los fondos de riesgo que se habían especializado en comprar los paquetes de CDO de mayor riesgo fueron los primeros en sufrir las consecuencias. Aunque ya había habido signos de problemas desde febrero de 2007, cuando la entidad HSBC admitió haber sufrido grandes pérdidas con las hipotecas estadounidenses, la mayoría

de los analistas situarían junio de ese mismo año como la fecha de inicio de la crisis de las *subprime*, cuando se exigió a dos fondos de riesgo propiedad de Bear Stearns[452] que depositaran garantías adicionales por parte de Merrill Lynch, otro banco de inversiones que les había prestado dinero, pero al que ahora preocupaba su excesivo riesgo vinculado a los activos respaldados por *subprime*. Bear rescató uno de los fondos, pero dejó que el otro se fuera a pique. El mes siguiente, los organismos de calificación empezaron a rebajar las calificaciones de las denominadas «RMBS CDO» (cuyo mero enunciado evidencia el carácter extremadamente complejo de tales productos). Al hacerlo, las entidades financieras de toda clase que tenían tales activos se encontraron afrontando enormes pérdidas. El problema se vio sobremanera amplificado por la cantidad de apalancamiento (deuda) del sistema. Los fondos de riesgo en particular habían pedido prestadas sumas inmensas a sus principales intermediarios —los bancos— a fin de magnificar los rendimientos que podían generar. Los bancos, mientras tanto, habían disfrazado su propio riesgo aparcando los activos relacionados con *subprime* en productos fuera de balance conocidos como «conductos» y «vehículos estructurados de inversión» (SIV, por sus siglas en inglés), cuya financiación se basaba en pedir créditos a corto plazo en los mercados de letras de cambio y préstamos interbancarios a un solo día. Al aumentar los temores sobre el denominado riesgo de contraparte (el peligro de que la otra parte de una transacción financiera pudiera irse al traste), dichos mercados crediticios se agarrotaron. La crisis de liquidez sobre la que habían estado advirtiendo algunos analistas desde hacía al menos un año estalló en agosto de 2007, cuando American Home Mortgage se declaró en bancarrota, BNP Paribas suspendió tres fondos de inversiones hipotecarias y Countrywide Financial hubo de echar mano de toda su línea de crédito de 11 000 millones de dólares. Lo que casi nadie había previsto era que los impagos de las hipotecas *subprime* por parte de las familias de renta baja en ciudades como Detroit y Memphis pudieran desatar tal descalabro financiero:[453] un banco (el Northern Rock) nacionalizado; otro (Bear Stearns) vendido a precio de ganga a un competidor en un acuerdo respaldado por la Reserva Federal; numerosos fondos de riesgo finiquitados; «saneamientos» bancarios por valor de al menos 318 000 millones de dólares; pérdidas totales previstas de más de un billón de dólares. La mariposa de las *subprime* había agitado las alas y había desencadenado un huracán global.

Una de las numerosas ironías de la crisis es que en última instancia esta podía asestar un golpe fatal a la madre de la democracia de propietarios patrocinada por el Estado: Fannie Mae[454]. Una consecuencia de la política pública estadounidense había sido el incremento de la proporción de hipotecas suscritas por Fannie Mae y sus hermanas pequeñas Freddie y Ginnie, mientras que paralelamente se reducía la importancia de las originarias garantías del Estado que antaño representaran un componente clave del sistema. Entre 1955 y 2006, la proporción de hipotecas no agrarias respaldadas por el Estado cayó del 35 al 5 por ciento. Pero durante el mismo período la proporción de hipotecas suscritas por las mencionadas entidades

patrocinadas por el Estado subió del 4 por ciento hasta un máximo del 43 por ciento en 2003[455]. La Oficina Federal de Supervisión de Empresas de Vivienda había estado urgiendo a Fannie y Freddie a adquirir todavía más RMBS (incluyendo títulos garantizados por *subprime*), relajando las reglas que regulan su ratio capital/activos. Pero las dos entidades solo tienen entre ambas un capital de 84 000 millones de dólares, lo que representa solo un 5 por ciento de los 1,7 billones de dólares en activos de sus balances contables, por no hablar de los 2,8 billones de dólares en RMBS que han garantizado[456]. En el caso de que estas entidades tuvieran dificultades, parece razonable suponer que el patrocinio del Estado podría pasar a convertirse en titularidad del Estado, lo que tendría importantes consecuencias para el presupuesto federal estadounidense[457].

Así pues, resulta que no: que las casas no constituyen una inversión especialmente segura. Sus precios pueden bajar además de subir. Y como ya hemos visto, las casas son activos bastante poco líquidos, lo que significa que son difíciles de vender con rapidez cuando uno tiene un apuro financiero. A los precios de las viviendas «les cuesta» bajar porque los vendedores odian tener que recortar el precio inicial de venta cuando hay una depresión; el resultado es un exceso de propiedades inmobiliarias sin vender y de gente que en otras circunstancias podría mudarse, pero que ahora permanece encadenada a los letreros de «se vende». Y ello, a su vez, significa que la propiedad de la vivienda puede tender a reducir la movilidad laboral, retardando aún más la recuperación económica. Todas estas son las desventajas de la idea de la democracia de propietarios, por muy atractivo que antaño pudiera parecer convertir a todos los inquilinos en dueños de sus casas. La cuestión que todavía sigue sin respuesta es la de si los anglosajones tenemos derecho o no a exportar este modelo de alto riesgo al resto del mundo.

TAN SEGURO COMO UN AMA DE CASA.

Quilmes, un extenso suburbio situado en el límite meridional de Buenos Aires, parece estar a un millón de kilómetros de los elegantes bulevares del centro de la capital argentina. Pero ¿es realmente la gente que vive allí tan pobre como parece? En opinión del economista peruano Hernando de Soto, los barrios de chabolas como Quilmes, pese a su destartalada apariencia, representan literalmente billones de dólares en riqueza no realizada. De Soto ha calculado que el valor total de los bienes inmuebles ocupados por los pobres del mundo equivale a 9,3 billones de dólares. Esta cifra —señala— está muy cerca de la capitalización bursátil total de todas las empresas que cotizan en bolsa en las veinte mayores economías del mundo, y representa alrededor de noventa veces el volumen de toda la ayuda exterior pagada a los países en desarrollo entre 1970 y 2000. El problema es que la población de Quilmes, como la de innumerables barrios de chabolas de todo el mundo, no tiene

ningún título legal que acredite sin ninguna duda la propiedad de sus viviendas. Y sin ninguna clase de título legal, una propiedad inmobiliaria no puede utilizarse como garantía para pedir un crédito. El resultado —razona De Soto— es una restricción crucial del crecimiento económico, puesto que, si no puedes pedir prestado, tampoco puedes obtener el capital necesario para montar un negocio. Así, los potenciales empresarios se ven frustrados, y las energías capitalistas asfixiadas[458].

Una gran parte del problema reside en el hecho de que en lugares como Sudamérica resulta burocráticamente muy difícil determinar la titularidad legal de una propiedad inmobiliaria. Según el Banco Mundial, actualmente en Argentina hacen falta unos treinta días para registrar una propiedad; pero solía requerirse mucho más tiempo. En algunos países —Bangladesh y Haití son los peores— el plazo puede acercarse a los trescientos días. Cuando De Soto y sus investigadores trataron de conseguir la autorización legal para construir una casa en unos terrenos públicos de Perú, tardaron seis años y once meses en lograrlo, durante los cuales hubieron de tratar con 52 oficinas gubernamentales distintas. En Filipinas, formalizar la propiedad de una vivienda requería hasta hace poco un proceso de 168 pasos, en el que intervenían 53 organismos públicos y privados, y que requería entre 13 y 25 años. En el mundo anglosajón, en cambio, este proceso se puede realizar en dos días, y en raras ocasiones requiere más de tres semanas. Para De Soto, los obstáculos burocráticos para la obtención de una propiedad legal convierten los activos de los pobres en un capital tan «muerto […] como el agua de un lago en lo alto de los Andes, una reserva de energía potencial sin explotar». Dar vida a ese capital —afirma— es la clave para proporcionar un futuro más próspero a los países como Perú. Solo con un sistema de derechos de propiedad que funcione, el mercado puede determinar adecuadamente el valor de una casa; esta se puede comprar y vender con facilidad; se puede utilizar como garantía crediticia, y su propietario puede responder en otras transacciones en las que intervenga. Asimismo, el hecho de excluir a los pobres del ámbito de la propiedad inmobiliaria legítima garantiza que estos operen, al menos parcialmente, en una zona económica negra o cuando menos gris, fuera del alcance de la mano del Estado. Y esto resulta doblemente perjudicial: por una parte impide una tributación eficaz; y por otra, reduce la legitimidad del Estado a los ojos de las masas. En otras palabras: los países pobres son pobres porque carecen de unos derechos de propiedad firmes, lo que constituye la «arquitectura oculta» de una economía próspera. «La ley de propiedad no es la panacea —admite De Soto—, pero sí el eslabón perdido. […] Sin una ley de propiedad, jamás podrán realizarse otras reformas de manera sostenible.» Y también es más probable que en los países pobres la democracia fracase debido a que carecen de un electorado interesado en participar. «Los derechos de propiedad a la larga conducen a la democracia —sostiene De Soto—, puesto que no se puede sostener un sistema de propiedad orientado al mercado a menos que se proporcione un sistema democrático. Esa es la única forma de que los inversores se sientan seguros.»[459]

Para algunos —como el grupo terrorista maoísta Sendero Luminoso, que en 1992 trató de asesinarlo en un atentado con bomba que mató a otras tres personas—, De Soto es un villano[460]. Otros críticos le denunciaron como el Rasputín que se ocultaba tras el —hoy caído en desgracia— presidente peruano Alberto Fujimori. Para otros, los esfuerzos de De Soto por globalizar la democracia de propietarios le han convertido en un héroe. El ex presidente estadounidense Bill Clinton lo ha calificado de «probablemente el más grande economista vivo», mientras que su homólogo ruso, Vladímir Putin, considera «extraordinarios» sus logros. En 2004, el estadounidense Instituto Cato, un centro de pensamiento de carácter conservador, le otorgó el premio bianual Milton Friedman por su trabajo, que «ejemplifica el espíritu y la práctica de la libertad». De Soto y su Instituto Libertad y Democracia han asesorado a los gobiernos de Egipto, El Salvador, Ghana, Haití, Honduras, Kazajstán, México, Filipinas y Tanzania. La cuestión clave es, obviamente: ¿funciona esta teoría en la práctica?

Quilmes representa un experimento natural para averiguar si De Soto realmente ha desentrañado el «misterio del capital». Fue aquí donde, en 1981, un grupo de familias desafiaron a la junta militar que por entonces gobernaba Argentina ocupando cierta extensión de tierra yerma. Tras la restauración de la democracia, el gobierno provincial expropió a los originales propietarios de las tierras para otorgar a los ocupas la propiedad legal de sus viviendas. Sin embargo, solo ocho de los trece propietarios de los terrenos aceptaron la compensación que se les ofrecía, mientras que los demás (salvo uno que pactó en 1998) entablaron una prolongada batalla legal. El resultado fue que algunos de los ocupas de Quilmes se convirtieron en propietarios legales pagando una suma simbólica en concepto de arrendamiento que, transcurrido un plazo de diez años, les otorgó el título de propiedad de pleno derecho, mientras que otros siguieron siendo ocupas. Hoy se puede distinguir las viviendas ocupadas por sus legítimos propietarios del resto por la mejor calidad de sus verjas y por las paredes pintadas. Las casas cuya propiedad siguen siendo objeto de disputa, en cambio, mantienen el aspecto de casuchas destartaladas. Como todo el mundo sabe (incluido «Skip» Gates), en general los propietarios suelen cuidar mejor sus casas que los inquilinos.

No cabe duda de que la propiedad de la vivienda ha cambiado las actitudes de la gente en Quilmes. Según un reciente estudio, los que han adquirido títulos de propiedad se han vuelto significativamente más individualistas y materialistas en sus actitudes que los que todavía siguen siendo ocupas. Así, por ejemplo, cuando se les preguntaba: «¿Cree usted que el dinero es importante para la felicidad?», en el caso de los propietarios la probabilidad de que respondieran que sí era un 34 por ciento mayor que entre los ocupas[461]. Sin embargo, parece haber un defecto en la teoría, ya que la propiedad de las viviendas no ha hecho que a la población de Quilmes le resulte significativamente más fácil pedir dinero prestado. Solo el 4 por ciento han logrado conseguir una hipoteca[462]. Tampoco en la tierra natal de De Soto, Perú,

parece que la propiedad por sí sola baste para resucitar el capital muerto. Es cierto que después de que se aceptaran sus recomendaciones iniciales por parte del gobierno peruano, en 1988, se produjo una drástica reducción del tiempo que se necesitaba para registrar una propiedad (que pasó a ser de solo un mes) y una reducción aún más pronunciada (del 99 por ciento) del coste de la transacción. También se hicieron nuevos esfuerzos tras la creación de la Comisión para la Regularización de las Propiedades Extraoficiales en 1996, de modo que en el plazo de cuatro años 1,2 millones de edificios en solares urbanos se han incorporado al sistema legal. Pero la clase de progreso económico que De Soto prometía se ha revelado decepcionantemente lenta. De las más de 200 000 familias de Lima a las que se concedieron títulos de propiedad en 1998 y 1999, solo alrededor de una cuarta parte había conseguido alguna clase de crédito en 2002. En otros lugares donde se ha probado el planteamiento de De Soto, especialmente en Camboya, el hecho de otorgar títulos legales a los propietarios urbanos simplemente sirvió para incentivar a promotores y especuladores poco escrupulosos a comprarles sus casas —y echar a la calle— a los residentes pobres[463].

Recuérdelo: tener una propiedad inmobiliaria no le da seguridad; solo se la da a sus acreedores. La verdadera seguridad proviene del hecho de tener unos ingresos regulares, tal como tuvo ocasión de descubrir el duque de Buckingham en la década de 1840, y tal como los propietarios de viviendas de Detroit están descubriendo actualmente. Por esa razón, es posible que no todos los potenciales empresarios de los países en desarrollo necesiten hipotecar sus casas para conseguir dinero. Ni las empresarias. De hecho, puede que la propiedad de la vivienda no sea en absoluto la clave de la generación de riqueza.

Conocí a Betty Flores un lluvioso lunes por la mañana en un mercado callejero de El Alto, una población boliviana situada junto a la capital, La Paz; o, mejor dicho, encima de ella. Me dirigía a las oficinas que allí tiene la organización de microfinanzas Pro Mujer, pero me sentía cansado debido a la elevada altitud y propuse que nos detuviéramos a tomar un café. Y allí estaba ella, atareada preparando y repartiendo vasos y tazas de espeso y fuerte café boliviano entre los vendedores de los tenderetes y los clientes del mercado. De inmediato me llamó la atención su energía y vivacidad. En marcado contraste con la mayoría de las mujeres bolivianas indígenas, parecía bastante desinhibida a la hora de hablar con alguien que tenía un evidente aspecto de extranjero. Resultó que ella era de hecho una de las clientas de Pro Mujer, de donde había obtenido un crédito para ampliar su tenderete de café; algo que su marido, mecánico, no había logrado. Y había funcionado: bastaba observar el perpetuo movimiento de Betty para verlo. ¿Planeaba seguir expandiéndose? Por supuesto. El negocio estaba posibilitando que sus hijas fueran a la escuela.

Betty Flores no es la clase de persona que convencionalmente clasificaríamos como de bajo riesgo crediticio. Tiene unos ahorros modestos, y no es dueña de su propia casa. Pero ella, y miles de mujeres como ella en los países pobres de todo el mundo, están obteniendo dinero prestado de instituciones como Pro Mujer en el marco de un revolucionario esfuerzo por liberar las energías empresariales femeninas. La gran revelación del movimiento de las microfinanzas en países como Bolivia es que las mujeres tienen, en la práctica, un nivel de riesgo crediticio más bajo que los hombres, con o sin casa como garantía de sus créditos. No cabe duda de que eso choca frontalmente con el estereotipo de la mujer derrochadora; y de hecho, contradice siglos de prejuicios que hasta una fecha tan reciente como la década de 1970 todavía clasificaban sistemáticamente a las mujeres como menos fiables desde un punto de vista crediticio que los hombres. En Estados Unidos, por ejemplo, a las mujeres casadas solía denegárseles el crédito, por más que tuvieran su propio puesto de trabajo, si sus maridos no trabajaban. Y las mujeres separadas y divorciadas todavía lo tenían peor. Durante mi infancia, el crédito siguió siendo mayoritariamente masculino. Las microfinanzas, en cambio, sugieren que el bajo riesgo crediticio puede ser más bien un rasgo característicamente femenino.

El fundador del movimiento, el premio Nobel Muhammad Yunus, supo entender el potencial de la concesión de pequeños préstamos a las mujeres cuando estudiaba la pobreza rural en su Bangladesh natal. Su Banco Grameen («Aldea»), que fundó en el pueblo de Jobra en 1983 y que funciona en régimen de mutualidad, ha dado microcréditos a casi siete millones y medio de prestatarios, casi todos ellos mujeres que carecían de garantía alguna. Prácticamente todos los prestatarios obtienen sus préstamos como miembros de un grupo de cinco miembros (*koota*), que se reúne cada semana y comparte extraoficialmente la responsabilidad de la devolución del crédito. Desde su creación, el Banco Grameen ha dado microcréditos por valor de más de 3000 millones de dólares; aunque inicialmente financiaba sus operaciones con dinero procedente de organismos de ayuda, hoy atrae suficientes depósitos (cerca de 650 000 millones de dólares en enero de 2007) como para ser completamente autosuficiente y, lo que es más importante, rentable[464]. Pro Mujer, fundada en 1990 por Lynne Patterson y Carmen Velasco, se cuenta entre los más prósperos imitadores de la idea del Banco Grameen en Sudamérica[465]. Los créditos empiezan siendo de alrededor de 200 dólares a tres meses. La mayoría de las mujeres emplean el dinero en comprar ganado para sus granjas, o bien, como en el caso de Betty, en fundar su propia microempresa, vendiendo de todo, desde tortitas hasta Tupperware.

Para cuando finalmente me decidí a regañadientes a abandonar el tenderete de café de Betty, las oficinas de Pro Mujer en El Alto eran un hervidero de actividad. Resultaba difícil no sentirse impresionado ante la visión de docenas de mujeres bolivianas, casi todas ellas ataviadas con el traje tradicional (tocadas con un sombrero parecido a un pequeño bombín, que llevaban con gran desenvoltura), haciendo cola para realizar los pagos regulares de sus cuotas. Mientras narraban historias sobre sus

experiencias, empecé a preguntarme si no habría llegado el momento de cambiar la vieja expresión inglesa de «tan seguro como una casa» por esta otra: «tan seguro como un ama de casa». Y ello porque lo que vi en Bolivia tiene su equivalente en los países pobres de todo el mundo, desde los suburbios de Nairobi hasta las aldeas de Uttar Pradesh, en la India. Y no solo en los países en desarrollo. Los microcréditos también pueden funcionar en enclaves de pobreza dentro del mundo desarrollado, como Castlemilk, en Glasgow, donde se ha creado toda una red de entidades de préstamo denominadas «uniones crediticias» como antídoto a los préstamos abusivos de los usureros (como los que veíamos en el capítulo 1). También en Castlemilk las destinatarias de los préstamos son las mujeres locales. Tanto en El Alto como en Castlemilk me dijeron que era mucho más probable que los hombres se gastaran su salario en el bar o en la casa de apuestas en vez de preocuparse por cumplir con sus pagos de intereses. Las mujeres, me aseguraron repetidas veces, eran mejores que sus maridos a la hora de manejar el dinero.

Obviamente, sería erróneo suponer que los microcréditos son la panacea para solucionar el problema de la pobreza global más de lo que pueda serlo la receta contra la pobreza de Hernando de Soto. Alrededor de las dos quintas partes de la población mundial se hallan de hecho fuera del sistema financiero, sin acceso a cuentas bancarias, y muchos menos al crédito. Pero limitarse a darles créditos por sí solo no va a relegar necesariamente a la pobreza a los museos —según las propias palabras de Yunus—, se pidan o no garantías. Ni tampoco debemos olvidar que algunas de las personas que intervienen en el negocio de los microcréditos están en él para ganar dinero, y no para acabar con la pobreza[466]. Resulta un tanto chocante descubrir que algunas entidades de microfinanzas están cobrando tipos de interés de hasta un 80 por ciento o incluso un 125 por ciento anual sobre sus créditos, unos intereses más bien propios de usureros. La justificación es que esa es la única forma de ganar dinero dado el coste que comporta administrar tan gran número de pequeños préstamos.

Glasgow ha cambiado mucho desde que mi compatriota escocés Adam Smith escribiera su influyente argumentación en favor del mercado libre, *La riqueza de las naciones*, en 1776. Como Detroit, prosperó subiéndose a la ola de la era industrial, aunque luego la era financiera no le ha tratado tan bien. Sin embargo, en Glasgow, como en América del Norte y del Sur, como el sureste asiático, la gente está aprendiendo la misma lección. Puede que el analfabetismo financiero fuera generalizado, pero de algún modo todos éramos expertos en una rama de la economía: el mercado inmobiliario. Todos sabíamos que la propiedad inmobiliaria era una apuesta segura. Pero resulta que no lo era. (En el último trimestre de 2007, en Glasgow el precio de la vivienda cayó un 2,1 por ciento; el único consuelo era que en Edimburgo lo hizo un 5,8 por ciento). En ciudades de todo el mundo, los precios de las casas se dispararon muy por encima de lo que resultaba justificable en términos de ingresos por alquileres o costes de construcción. Sencillamente, como dijo el

economista Robert Shiller, existía la «percepción generalizada de que las casas son una gran inversión», lo cual generó una «clásica burbuja especulativa» a través del mismo mecanismo de retroalimentación que ha afectado más comúnmente a los mercados de valores desde los tiempos de John Law. En resumen, se produjo una exuberancia irracional en torno al ladrillo y el cemento, y las ganancias de capital que podían producir[467].

Esta percepción, como ya hemos visto, tuvo un origen parcialmente político. Pero aunque incentivar la propiedad de viviendas puede ayudar a crear una base política favorable al capitalismo, también distorsiona el mercado de capitales al forzar a la gente, literalmente, a jugarse la casa para tener casa. Cuando los teóricos de las finanzas advierten de los peligros del «sesgo doméstico», normalmente se refieren a la tendencia de los inversores a mantener su dinero en activos producidos en su propio país. Pero el verdadero «sesgo doméstico» es en realidad la tendencia a invertir toda nuestra riqueza en nuestra propia casa. Al fin y al cabo, en Estados Unidos la vivienda representa las dos terceras partes de la cartera de inversiones de la familia media, mientras que en otros países esa proporción es aún mayor[468]. Desde Buckinghamshire hasta Bolivia, la clave de la seguridad financiera debería ser una cartera de activos adecuadamente diversificada[469]. Para adquirirla, está bien pedir prestado en anticipación de nuestras futuras ganancias. Pero no debemos caer en la tentación de apostarlo todo con un alto nivel de apalancamiento en un mercado inmobiliario que se halla muy lejos de estar exento de riesgos. Ha de haber un margen sostenible entre los costes de pedir prestado y los rendimientos de la inversión, y un equilibrio igualmente sostenible entre deuda e ingresos.

Ni que decir tiene que estas reglas no se aplican exclusivamente a las familias. Valen asimismo para las economías nacionales. La cuestión última que queda por responder es hasta qué punto —como resultado de ese proceso que hemos dado en llamar globalización— la mayor economía del mundo se ha visto tentada a ignorarlas. ¿Cuál es el precio, en resumen, de una superpotencia *subprime*?

6

Del Imperio a «Chimérica»

Hace diez años, durante la crisis asiática de 1997-1998, se creía en general que las probabilidades de crisis financiera siempre eran mayores en la periferia de la economía mundial, en los llamados mercados emergentes (anteriormente conocidos como países en desarrollo) de Asia oriental y Latinoamérica. Sin embargo, las mayores amenazas al sistema financiero global en este nuevo siglo no han venido de la periferia, sino del centro. En los dos años transcurridos después de que la burbuja de las «punto com» de Silicon Valley llegara a su apogeo, en agosto de 2000, el mercado de valores estadounidense cayó a casi la mitad de su valor. Y de hecho, hasta mayo de 2007 los inversores del Standard & Poor's 500 no se recuperarían de sus pérdidas. Pero entonces, justo tres meses después, estalló una nueva tormenta financiera, esta vez en el mercado crediticio en lugar del de valores. Como ya hemos visto, esta crisis se originó también en Estados Unidos, cuando millones de familias norteamericanas descubrieron que no podían permitirse pagar sus hipotecas *subprime* por un valor total de miles de millones de dólares. Hubo un tiempo en el que crisis como estas en Estados Unidos habrían sumido al resto del sistema financiero global en una recesión, cuando no en una depresión. Sin embargo, hasta finales de 2008 no parecía que Asia resultara demasiado afectada por el desplome crediticio en Estados Unidos, e incluso había analistas como Jim O'Neill, economista jefe de Goldman Sachs, que afirmaban que el resto del mundo, encabezado por la emergente China, se estaba «desacoplando» de la economía estadounidense.

Si O'Neill está en lo cierto, estamos viviendo uno de los cambios más asombrosos que ha habido nunca en el equilibrio global del poder financiero; el fin de una era cuyo origen se remonta a hace más de un siglo, en la que los anglosajones —primero el Reino Unido y después Estados Unidos— marcaban el ritmo financiero de la economía mundial. En los últimos treinta años la economía china ha alcanzado cotas extraordinarias de crecimiento, con el PIB per cápita aumentando a una tasa anual compuesta del 8,4 por ciento. Pero en los últimos años, lejos de aminorar, este ritmo no ha hecho sino intensificarse. Cuando O'Neill y su equipo empezaron a calcular las proyecciones del producto interior bruto para el conjunto de cuatro países denominado BRIC (por las iniciales de Brasil, Rusia, India y China, pero también por las siglas en inglés de «Grandes Países en Rápida Industrialización»), calcularon que China podría superar a Estados Unidos alrededor de 2040**[470]**. Sus estimaciones más

recientes, no obstante, han reducido esa fecha a 2027[471]. Los economistas de Goldman Sachs no ignoran los retos a los que indudablemente se enfrenta China, sobre todo la bomba demográfica planteada por la draconiana política del hijo único impuesta por el régimen comunista y las consecuencias medioambientales de la sobrecargada revolución industrial de Asia oriental[472]. Son conscientes, asimismo, de las presiones inflacionarias que afectan a China, ejemplificadas por las fuertes subidas de las cotizaciones bursátiles en 2007 y de los precios de los alimentos en 2008. Pero pese a todo, la evaluación global sigue siendo increíblemente positiva. Y ello implica, en dos palabras, que en la época que nos ha tocado vivir la historia ha cambiado de rumbo.

Hace trescientos o cuatrocientos años apenas había mucho donde elegir cuando se comparaba la renta per cápita en Oriente y Occidente. Se ha calculado que, por ejemplo, el nivel de vida del colono norteamericano medio no era significativamente superior al del campesino chino medio. De hecho, en muchos aspectos la civilización china de la era Ming resultaba más sofisticada que, pongamos por caso, la de la antigua Massachusetts. Pekín, durante siglos la mayor ciudad del mundo, dejaba pequeña a Boston, del mismo modo que en el siglo XV los «barcos del tesoro» del almirante chino Zheng He empequeñecieron a la *Santa María* de Colón. El delta del Yangtsé parecía un lugar tan idóneo como el valle del Támesis de producir innovaciones tecnológicas que incrementaran la productividad[473]. Sin embargo, entre 1700 y 1950 se produjo una «gran divergencia» entre los niveles de vida de Oriente y Occidente. Mientras que en ese período China posiblemente sufrió un completo declive de su renta per cápita, las sociedades del Occidente septentrional —especialmente Inglaterra y sus apéndices coloniales— experimentaron un crecimiento sin precedentes, gracias, en gran medida, al impacto de la revolución industrial. En 1820, la renta per cápita de Estados Unidos era aproximadamente el doble de la de China; en 1870 había pasado a ser cinco veces mayor; en 1913, casi diez veces, y en 1950, casi veintidós veces. Entre 1820 y 1950, la tasa de crecimiento anual media del PIB per cápita en Estados Unidos fue del 1,57 por ciento, mientras que la cifra equivalente para China fue un –0,24 por ciento[474]. En 1973, la renta media china era, en el mejor de los casos, una vigésima parte de la media estadounidense. Calculada en términos de dólares internacionales a los tipos de cambio del mercado, el diferencial resulta aún mayor. Todavía en una fecha tan reciente como 2006, la ratio entre la renta per cápita estadounidense y la china seguía siendo, según esta medición, de 22,9 a 1.

¿Y qué le pasó a China entre la década de 1700 y la de 1970? Una posible respuesta es que el país no experimentó dos grandes golpes de fortuna macroeconómicos que, en cambio, resultarían fundamentales para el despegue del Occidente septentrional en el siglo XVIII. El primero fue la colonización de América y, en especial, la conversión de las islas del Caribe en colonias productoras de azúcar, lo cual vino a aliviar la presión sobre el sistema agrario europeo, que de otro modo

habría sufrido unos rendimientos decrecientes parecidos a los que experimentó China. El segundo fue la proximidad de yacimientos de carbón a lugares que, por lo demás, resultaban muy adecuados para el desarrollo industrial. Aparte de calorías más baratas, madera más barata, y lana y algodón más baratos, la expansión imperial comportó también otros beneficios económicos inesperados. Alentó el desarrollo de tecnologías militarmente útiles —relojes, armas de fuego, lentes e instrumentos de navegación— que resultaron tener importantes derivados para el desarrollo de la maquinaria industrial[475]. Ni que decir tiene, no obstante, que se han ofrecido muchas otras explicaciones de la gran divergencia entre Oriente y Occidente: diferencias topográficas, recursos disponibles, cultura, actitud hacia la ciencia y la tecnología e incluso diferencias de evolución humana[476]. Pero la hipótesis que sigue siendo más creíble es la de que los problemas de China fueron más de índole financiera que relacionados con la disponibilidad de recursos. Por una parte, el carácter unitario de su imperio evitó la competencia fiscal que en Europa se revelaría a partir del Renacimiento como un motor de innovación financiera. Por otra, la facilidad con la que el imperio podía financiar sus déficit imprimiendo papel moneda desincentivó el surgimiento de mercados de capitales al estilo europeo[477]. Y también existía una mayor disponibilidad de moneda que en Europa debido al superávit comercial del imperio con Occidente. En resumen, pues, se puede decir que China tuvo muchos menos incentivos para desarrollar letras de cambio, bonos y valores. Cuando las modernas instituciones financieras finalmente llegaron al país, en las postrimerías del siglo XIX, lo hicieron formando parte del paquete completo del imperialismo occidental, y, como veremos, siempre seguirían siendo vulnerables a cualquier reacción patriótica frente a la influencia extranjera[478].

La globalización, en el sentido de una integración rápida de los mercados internacionales de mercancías, industria manufacturera, mano de obra y capital, no es un fenómeno nuevo. En las tres décadas anteriores a 1914, el comercio de productos llegó a alcanzar una proporción de la producción global casi tan grande como en los últimos treinta años[479]. En un mundo de fronteras menos reguladas, la migración internacional fue casi con seguridad mayor en relación con la población mundial; en 1910, más del 14 por ciento de la población estadounidense era de origen extranjero, mientras que en 2003 la proporción era inferior al 12 por ciento[480]. Aunque en términos brutos las reservas de capital internacional en relación con el PIB global eran mayores en la década de 1990 que hace un siglo, en términos netos las cantidades invertidas en el extranjero —especialmente por parte de los países ricos en los pobres— fueron mucho mayores en el segundo período mencionado[481]. Hace más un siglo, los hombres de negocios de Europa y Norteamérica podían ver que en toda Asia había oportunidades atractivas. Asimismo, a mediados del siglo XIX las tecnologías clave de la revolución industrial podían transferirse a cualquier parte. Los desfases de comunicación se habían visto drásticamente reducidos gracias al tendido de una red internacional de cables submarinos. Se disponía de abundante capital, y,

como veremos, los inversores británicos estaban más que dispuestos a arriesgar su dinero en países remotos. El equipamiento era asequible, la energía estaba disponible y la mano de obra era tan abundante que la fabricación de tejidos en China o la India debería de haber representado una línea de negocio enormemente rentable[482]. Sin embargo, y a pesar de la inversión de más de mil millones de libras de fondos occidentales, la promesa de globalización de la Inglaterra victoriana se vería incumplida en la mayor parte de Asia, dejando un legado de resentimiento hacia lo que todavía hoy se recuerda como la explotación colonial. De hecho, tan profunda sería la reacción de mediados de siglo contra la globalización que desde la década de 1950 hasta la de 1970 los dos países asiáticos más poblados acabaron aislándose en gran medida del mercado global.

Asimismo, la anterior fase de globalización tuvo cualquier cosa menos un final feliz. Lejos de ello, hace menos de cien años, concretamente en el verano de 1914, acabó con un estruendo ensordecedor, cuando los principales beneficiarios de la economía globalizada se embarcaron en la guerra más destructiva que el mundo había presenciado jamás. Creemos saber por qué el capitalismo internacional no logró producir un crecimiento autosostenible en Asia antes de 1914. Pero ¿hubo alguna conexión entre los efectos de la integración económica global y el estallido de la Primera Guerra Mundial? Recientemente se ha sugerido que la guerra debería de entenderse como una especie de reacción violenta contra la globalización, anunciada por el aumento de los aranceles y las restricciones a la inmigración en la década anterior a 1914, y celebrada con entusiasmo por las élites agrarias europeas, cuya situación se había visto socavada durante décadas por el descenso de los precios agrícolas y la emigración de los excedentes de mano de obra rural al Nuevo Mundo[483]. Sea como fuere, antes de subirnos alegremente al carro de este nuevo y feliz mundo actual supuestamente «post-estadounidense»,[484] deberíamos asegurarnos de que otras reacciones imprevistas similares no puedan venir a fastidiarle los planes a esta última versión de la globalización.

GLOBALIZACIÓN Y APOCALIPSIS.

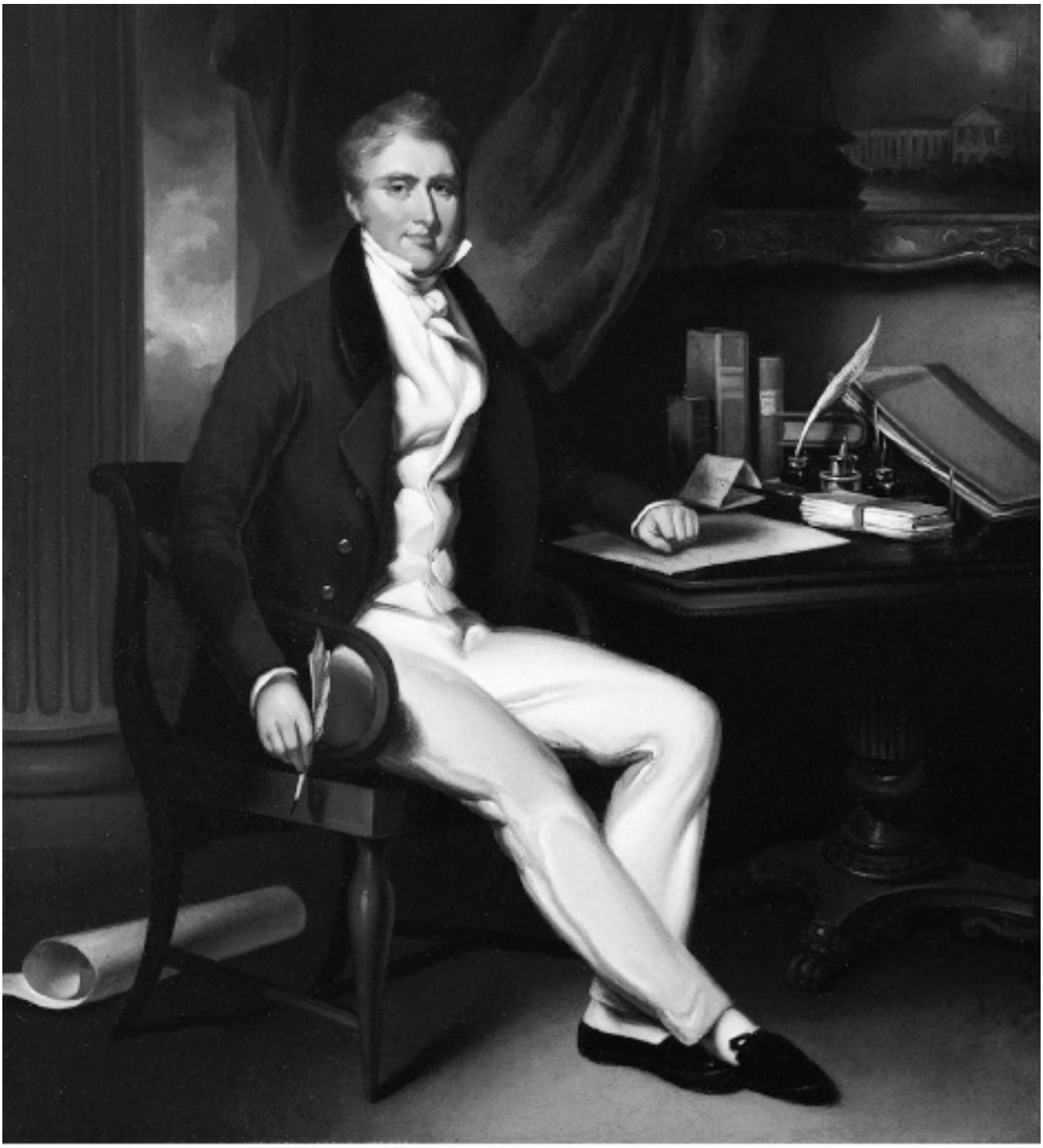
Antes solía decirse que los mercados emergentes eran aquellos lugares en los que se producían emergencias. Puede que invertir en países remotos le hiciera a uno rico, pero, cuando las cosas iban mal, también podía representar el camino más rápido hacia la ruina financiera. Como veíamos en el capítulo 2, la primera crisis de deuda latinoamericana ocurrió en una fecha tan lejana como la década de 1820. Fue otra crisis de un mercado emergente, en este caso el de Argentina, la que estuvo a punto de llevar a la quiebra a la casa Baring en 1890, aunque sería un desvergonzado agente de futuros en Singapur, Nick Leeson, el que finalmente acabaría con Baring ciento cinco años después. La crisis de la deuda latinoamericana de la década de 1890 y la

crisis asiática de la de 1990 difícilmente pueden considerarse unos acontecimientos sin precedentes. La historia financiera sugiere que a muchos de los actuales mercados emergentes se les podría calificar con más propiedad de «reemergentes»[485]. Hoy en día, el último mercado reemergente es China. Según algunos inversores sinófilos como Jim Rogers, prácticamente no hay límite a la cantidad de dinero que se puede ganar allí[486]. Pero no es esta la primera vez que los inversores extranjeros ponen un montón de dinero en valores chinos, soñando con las inmensas sumas que podrían ganar en el país más poblado del mundo. La última vez que lo hicieron —vale la pena recordarlo— no solo perdieron hasta la camisa, sino tantas camisas como pueden coser en un mes los famosos sastres de Hong Kong.

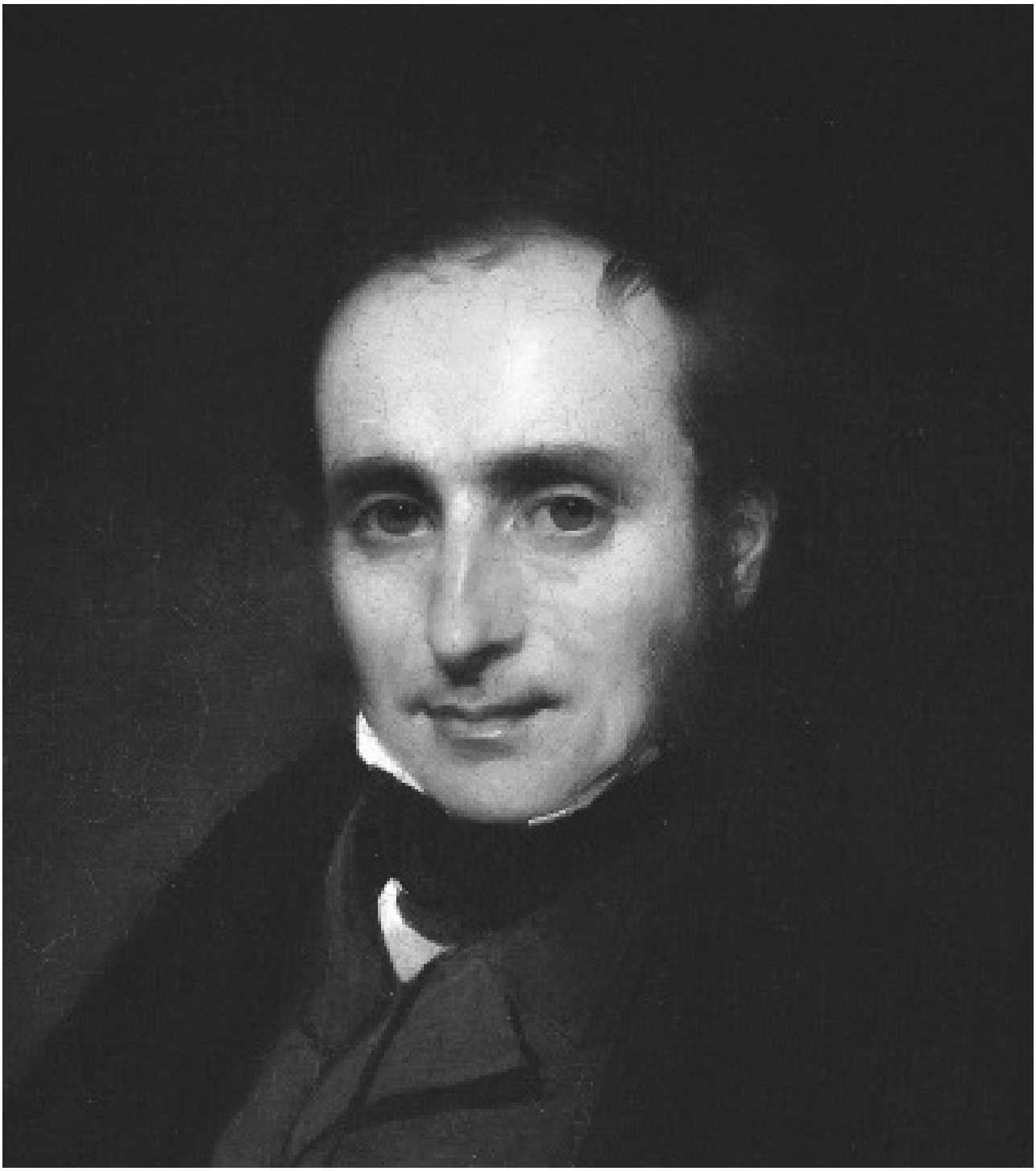
El problema clave de las inversiones en ultramar, entonces como ahora, es lo difícil que les resulta a los inversores, por ejemplo de Londres o Nueva York, ver qué se trae entre manos un gobierno o un gestor de inversiones extranjero cuando hay un océano o más de por medio. Además, la mayoría de los países no occidentales contaban hasta hace bastante poco con unos sistemas judiciales poco fiables y unas normas de contabilidad distintas de las nuestras. Si un socio comercial extranjero decidía incumplir el pago de sus deudas, era muy poco lo que podía hacer un inversor situado al otro lado del mundo. En la primera época de globalización, la solución a este problema fue tan brutalmente simple como eficaz: imponer las normas europeas.

William Jardine y James Matheson fueron dos atrevidos escoceses que en 1832 montaron una sociedad mercantil en el puerto de Cantón (o Guangzhou), en el sureste de China. Una de sus mejores líneas de negocio era la de importar opio producido por el gobierno de la India. Jardine había sido cirujano de la Compañía de las Indias Orientales, pero el opio que llevaba a China no tenía precisamente fines medicinales. Era esta una práctica que el emperador Yongzheng había prohibido hacía más de un siglo, en 1729, debido a los elevados costes sociales de la adicción al opio. El 10 de marzo de 1839, un funcionario imperial llamado Lin Zexu llegó a Cantón con órdenes del emperador Daoguang de erradicar el tráfico de opio de una vez por todas. Lin bloqueó los almacenes de opio de Cantón hasta que los comerciantes británicos accedieran a sus demandas. En total se confiscaron alrededor de 20 000 baúles de opio, valorados en dos millones de libras. Su contenido fue adulterado hasta hacerlo inutilizable y literalmente arrojado al mar[487]. Los chinos insistieron asimismo en que a partir de aquel momento los súbditos británicos que estuvieran en territorio chino habrían de someterse a las leyes chinas. Aquello no le hizo ninguna gracia a Jardine. Este, conocido entre los chinos como la Vieja Rata Cabeza de Hierro, se encontraba en Europa durante la crisis, y se dirigió apresuradamente a Londres a fin de presionar al gobierno británico para que actuara. Tras reunirse tres veces con el ministro de Exteriores, el vizconde de Palmerston, parece ser que Jardine logró persuadirle de que hacía falta una demostración de fuerza, y de que «la escasa potencia de sus juncos de guerra» le aseguraría una victoria fácil a una fuerza británica «suficiente». El 20 de febrero de 1840, Palmerston dio la orden, y en junio

se habían completado todos los preparativos navales. El Imperio Qing estaba a punto de sentir toda la fuerza del «narcoestado» más próspero de la historia: el Imperio británico.



La Vieja Rata Cabeza de Hierro: William Jardine, cofundador de Jardine, Matheson.



James Matheson, socio de Jardine en el tráfico de opio.

Tal como Jardine había predicho, las autoridades chinas no fueron rival para la potencia naval británica, que bloqueó Cantón y tomó la isla de Zhoushan. Tras un *impasse* de diez meses, la infantería de marina inglesa logró hacerse con el control de los fuertes que protegían la desembocadura del río de la Perla, la vía fluvial que unía Hong Kong con Cantón. Según la Convención de Chuanbi, firmada en enero de 1841 (pero luego revocada por el emperador), Hong Kong se convirtió en una posesión

inglesa. El Tratado de Nankín, firmado un año después tras otra racha de ataques unilaterales, confirmó esta cesión y asimismo dio rienda suelta al tráfico de opio en cinco «puertos francos»: Cantón, Amoy, Fuzhou, Ningbo y Shanghai. Según el principio de extraterritorialidad, los súbditos británicos podían operar en esas ciudades con una completa inmunidad con respecto a las leyes chinas.

Para China, la primera guerra del Opio dio comienzo a una era de humillaciones. La drogadicción se disparó; los misioneros cristianos desestabilizaron las creencias confucianas tradicionales; y en el caos de la rebelión Taiping —una revuelta campesina contra una dinastía desacreditada y encabezada por el autoproclamado «hermano pequeño de Cristo»—, entre 20 y 40 millones de personas perdieron la vida. Pero para Jardine y Matheson, que se apresuraron a adquirir tierras en Hong Kong y no tardaron en trasladar su oficina central al extremo oriental de la isla, los días de gloria de la globalización victoriana no habían hecho más que empezar. El denominado «Mirador de Jardine», uno de los puntos más elevados de toda la isla de Hong Kong, era el lugar donde la empresa solía apostar a un vigía de forma permanente para que vigilara la trayectoria de sus veleros cuando llegaban procedentes de Bombay, Calcuta o Londres. En la medida en que Hong Kong empezó a prosperar como centro de almacenaje y distribución, el opio no tardó en dejar de representar la única línea de negocio de la compañía. A comienzos de la década de 1900, Jardine y Matheson contaban con sus propias destilerías de cerveza, sus propias fábricas de algodón, su propia compañía de seguros, su propia empresa de transbordadores e incluso sus propios ferrocarriles, incluyendo la línea de Kowloon a Cantón, construida entre 1907 y 1911.

Mientras tanto, en Londres, a los inversores británicos se les abrían miles de oportunidades de inversión en el extranjero. Nada ilustra mejor este hecho que los libros de contabilidad de N. M. Rothschild & Sons, que revelan el extraordinario abanico de valores que tenían los socios de los Rothschild en su multimillonaria cartera. En una sola página aparecen no menos de veinte valores distintos, incluyendo bonos emitidos por los gobiernos de Chile, Egipto, Alemania, Hungría, Italia, Japón, Noruega, España y Turquía, además de títulos emitidos por 11 ferrocarriles distintos, entre ellos cuatro de Argentina, dos de Canadá y uno de China[488]. Tampoco es que fueran solo los miembros de la exclusiva élite financiera los que podían participar en este tipo de diversificación internacional. Ya en 1906, por el modesto desembolso de 2 chelines y 6 peniques, los inversores ingleses podían adquirir el libro de Henry Lowenfeld *Inversión: una ciencia exacta*, que recomendaba «un sistema sólido de medias, basado en la distribución geográfica del capital» como medio de «reducir al mínimo la tacha de la especulación del acto de la inversión»[489]. Como recordaría Keynes posteriormente, en un pasaje merecidamente célebre de sus *Consecuencias económicas de la paz*, a un londinense de medios modestos apenas le requería esfuerzo «aventurar su riqueza en los recursos naturales y las nuevas empresas de

cualquier rincón del mundo, y participar, sin excesivo esfuerzo y aun sin problema, de sus potenciales frutos y ventajas»[490].

En aquella época había alrededor de cuarenta bolsas extranjeras repartidas por todo el mundo, y la prensa financiera británica proporcionaba información regular de siete de ellas. En la Bolsa de Londres se cotizaban bonos emitidos por 57 gobiernos soberanos y coloniales. Basta seguir la trayectoria del dinero desde Londres al resto del mundo para darse cuenta del amplio alcance de esta globalización financiera. Alrededor de un 45 por ciento de la inversión británica iba a Estados Unidos, Canadá y las Antípodas; un 20 por ciento, a Latinoamérica; un 16 por ciento, a Asia; un 13 por ciento, a África, y un 6 por ciento, al resto de Europa[491]. Si se suma todo el capital británico recaudado a través de emisiones de títulos públicos entre 1865 y 1914, se verá que la mayor parte de él iba a ultramar, mientras que menos de una tercera parte se invertía en el propio Reino Unido[492]. En 1913, se calcula que había en todo el mundo títulos por valor de 158 000 millones de dólares, de los que alrededor de 45 000 millones (el 28 por ciento) eran de índole internacional. De todos los títulos que cotizaban en la Bolsa de Londres en 1913, casi la mitad (el 48 por ciento) eran bonos extranjeros[493]. Ese mismo año, la cifra de activos extranjeros brutos representó más o menos el 150 por ciento del PIB del Reino Unido, y el superávit anual en cuenta corriente subió hasta alcanzar la proporción del 9 por ciento del PIB; una evidencia de lo que hoy podría calificarse como un exceso de ahorro británico. De manera harto significativa, la proporción de las exportaciones de capital que fue a parar a países relativamente pobres fue mucho mayor antes de 1914 de lo que ha sido en fechas más recientes. En 1913, el 25 por ciento de las reservas de capital extranjero del mundo estaba invertido en países con rentas per cápita que representaban una quinta parte o menos del PIB per cápita estadounidense; en 1997, esa proporción era solo del 5 por ciento[494].

Es posible que los inversores británicos se vieran atraídos por los mercados extranjeros debido simplemente a la perspectiva de los mayores rendimientos en las regiones pobres en capital[495]. O puede que se vieran alentados por la difusión del patrón oro, o por la creciente responsabilidad fiscal de los gobiernos extranjeros. Pero sea como fuere, cuesta creer que antes de 1914 hubiera habido tanta inversión en el extranjero de no haber sido por el auge del poder imperial británico. Una cantidad indeterminada —entre las dos quintas partes y la mitad— de toda esta inversión ultramarina británica fue a parar a colonias controladas por los ingleses. Asimismo, una parte sustancial fue a países como Argentina y Brasil, sobre los que Inglaterra ejercía una considerable influencia extraoficial. Y además la inversión exterior británica se hallaba desproporcionadamente centrada en activos que aumentaban la influencia política de Londres: no solo bonos del Estado, sino también títulos emitidos para financiar la construcción de ferrocarriles, instalaciones portuarias y minas. Parte del atractivo de los valores coloniales residía en las garantías explícitas que algunos de ellos llevaban aparejadas[496]. La Ley de Créditos Coloniales (1899) y

la Ley de Valores Coloniales (1900) también otorgaron a los bonos coloniales el mismo nivel de confianza que el bono perpetuo de referencia del gobierno británico, el *consol* (véase el capítulo 2), lo que los convertía en inversiones apropiadas para las cajas de ahorros fiduciarias[497]. Pero el verdadero atractivo de los valores coloniales era de carácter implícito antes que explícito.

Los victorianos impusieron a sus colonias un peculiar conjunto de instituciones que muy probablemente potenciaron su atractivo para los inversores. Estas se extendían más allá de la trinidad propugnada por Gladstone —moneda sana, presupuestos equilibrados y libre comercio—, para incluir también el Estado de derecho (concretamente, unos derechos de propiedad al estilo británico) y una administración relativamente no corrupta, algo que se consideraba que formaba parte de los «bienes públicos» más importantes del imperialismo liberal de finales del siglo XIX. Los contratos de deuda con prestatarios coloniales eran, lisa y llanamente, más fáciles de hacerse cumplir que los realizados con estados independientes. De ahí que, como señalaría posteriormente Keynes, «Rodesia del Sur —un lugar en medio de África con unos cuantos miles de habitantes blancos y menos de un millón de negros — puede colocar un crédito sin garantías en términos no muy distintos de nuestros Créditos de Guerra [británicos]», mientras que los inversores podrían preferir «los valores de Nigeria (que no tienen la garantía del gobierno británico) [a]… las obligaciones de los Ferrocarriles de Londres y del Noreste»[498]. La imposición del dominio británico (como en Egipto en 1882) equivalía en la práctica a una garantía «contra el impago»; la única incertidumbre que habían de afrontar los inversores era la relativa a la previsión de lo que podría durar dicho dominio. Antes de 1914, y pese al aumento de los movimientos nacionalistas en posesiones tan distintas como Irlanda y la India, la independencia política parecía todavía una perspectiva claramente remota para la mayoría de los pueblos sometidos. En aquel momento, incluso a las grandes colonias de asentamiento blanco se les había concedido solo una limitada autonomía política. Y ninguna colonia parecía estar más lejos de obtener su independencia que Hong Kong.

Entre 1865 y 1914, los inversores ingleses depositaron al menos 74 millones de libras en valores chinos, una minúscula proporción del total de 4000 millones de libras invertidas en el extranjero en 1914, pero una cantidad significativa para la empobrecida China[499]. Sin duda a los inversores les tranquilizaba el hecho de que, desde 1854, Inglaterra no solo gobernaba Hong Kong como una colonia de la Corona, sino que también controlaba íntegramente el sistema de Aduanas Marítimas Imperiales chino, asegurando que al menos una parte de los aranceles recaudados en los puertos de China se destinara a pagar los intereses de los bonos de titularidad británica. Sin embargo, incluso en las zonas europeas de los denominados «puertos francos», donde ondeaba la Union Jack y los hombres de negocios británicos (*taipan*) podían saborear tranquilamente sus gin-tonics, seguía habiendo peligros. Por muy estrechamente que los ingleses controlaran Hong Kong, no podían hacer nada para

evitar que China se embarcara primero en una guerra con Japón, en 1894-1895, luego en la Rebelión Bóxer de 1900, y finalmente en la revolución que derrocó a la dinastía Qing en 1911, una revolución desencadenada en parte por el disgusto generalizado en China ante el alcance de la dominación extranjera de su economía. Cada una de esas convulsiones políticas golpeó a los inversores extranjeros donde más les dolía: en la billetera. De forma muy parecida a lo que sucedería en posteriores crisis —como la invasión japonesa de 1941 o, para el caso, la asunción del control chino en 1997—, los inversores de Hong Kong presenciaron fuertes caídas del valor de sus bonos y acciones chinos[500]. Pero la vulnerabilidad de aquella primera globalización frente a las guerras y revoluciones no sería un rasgo peculiar de China, sino que resultaría serlo de todo el sistema financiero mundial.

Las tres décadas anteriores a 1914 representaron, literalmente, una edad de oro para los inversores internacionales. Las comunicaciones con los mercados extranjeros mejoraron de una forma espectacular: en 1911, un mensaje telegráfico tardaba solo treinta segundos en viajar de Nueva York a Londres, y el coste de enviarlo era solo un 0,5 por ciento del que tenía en 1866. En 1908 casi todos los bancos centrales europeos se habían adscrito al patrón oro, lo que significaba que casi todos ellos habían de fijar sus reservas de oro, aumentando los tipos (o interviniendo de cualquier otro modo) en el caso de que experimentaran una fuga de efectivo. Como mínimo, esto venía a simplificarles la vida a los inversores, al reducir el riesgo de que se produjeran grandes fluctuaciones en los tipos de cambio[501]. También parecía que los gobiernos de todo el mundo estaban mejorando sus posturas fiscales en la medida en que la deflación de las décadas de 1870 y 1880 había dado paso a una suave inflación a partir de mediados de la de 1890, lo que vino a reducir la carga de la deuda en términos reales. El mayor crecimiento también aumentó los ingresos tributarios[502]. Sin embargo, los tipos de interés a largo plazo siguieron siendo bajos. Aunque el rendimiento del bono británico de referencia, el *consol*, aumentó en un punto porcentual entre 1897 y 1914, lo hizo partiendo de un mínimo histórico del 2,25 por ciento. Lo que hoy denominaríamos diferenciales de los mercados emergentes se redujeron drásticamente, y ello pese a los importantes episodios de impago de deudas que se produjeron en las décadas de 1870 y 1890. Con la sola excepción de los valores emitidos por las pródigas Grecia y Nicaragua, ninguno de los bonos soberanos o coloniales que se cotizaban en Londres en 1913 rendía más de dos puntos porcentuales por encima de los *consols*, y la mayoría de ellos daban considerablemente menos. Eso significaba que cualquiera que hubiera adquirido una cartera de bonos extranjeros, pongamos por caso, en 1880 había disfrutado de unas sustanciosas ganancias de capital[503].

Los rendimientos y la inestabilidad de los bonos de las otras grandes potencias, que representaban alrededor de la mitad de la deuda soberana extranjera cotizada en

Londres, también declinaron constantemente a partir de 1880, lo que sugiere que las primas de riesgo político iban asimismo en descenso. Antes de 1880, los bonos austríacos, franceses, alemanes y rusos habían tendido a fluctuar de manera bastante violenta en respuesta a las noticias políticas; pero las diversas alarmas y emergencias diplomáticas de la década anterior a 1914, como las de Marruecos y los Balcanes, apenas provocaron un ligero temblor en el mercado de bonos de Londres. Aunque el mercado británico se mantuvo bastante plano tras el pinchazo de la burbuja de las Kaffir (acciones de minas de oro) en 1895-1900, la volatilidad de los rendimientos tendió a disminuir. Hay al menos algunas evidencias que vinculan esas tendencias a un aumento de la liquidez a largo plazo, debido en parte a la creciente producción de oro y en parte —lo que es más importante— a la innovación financiera, dado que los bancos comerciales ampliaron sus balances en relación con sus reservas y los bancos de ahorro lograron atraer depósitos de las familias de las clases media y baja[504].

Todas estas tendencias económicas benignas alentaban al optimismo. Para muchos empresarios —desde Ivan Bloch en la Rusia zarista hasta Andrew Carnegie en Estados Unidos—, era evidente que una gran guerra resultaría catastrófica para el sistema capitalista. En 1898, Bloch publicó una extensa obra en seis volúmenes titulada *La guerra del futuro*, donde argumentaba que, dados los avances tecnológicos en la capacidad destructiva del armamento, la guerra básicamente no tenía futuro. Cualquier intento de librarla a gran escala terminaría en una «bancarrota de las naciones»[505]. En 1910, el mismo año en que Carnegie creaba su Fundación por la Paz Internacional, el periodista inglés de izquierdas Norman Angell publicaba *La gran ilusión*, donde sostenía que una guerra entre las grandes potencias se había convertido en una imposibilidad económica precisamente a causa de «la delicada interdependencia de nuestras finanzas basadas en el crédito»[506]. En la primavera de 1914, una comisión internacional publicaba su informe sobre las atrocidades cometidas durante la guerra de los Balcanes de 1912-1913. Pese a las evidencias que hubieron de encarar él y sus colegas en torno a guerras encarnizadas libradas entre poblaciones enteras, el presidente de la comisión señalaba en su introducción que las grandes potencias de Europa (a diferencia de los pequeños estados balcánicos) «habían descubierto la verdad obvia de que el país más rico es el que más tenía que perder con la guerra, y de que todos los países desean la paz por encima de todas las cosas». Uno de los miembros británicos de la comisión, Henry Noel Brailsford —firme defensor del Partido Laborista Independiente y autor de una crítica feroz a la industria del armamento (*La guerra del acero y el oro*)—, declaraba:

> En Europa la época de la conquista ha terminado, y salvo en los Balcanes y quizá en los límites de los imperios austríaco y ruso, no hay nada tan cierto en política como que finalmente las fronteras de

> nuestros estados nacionales han quedado trazadas. Mi creencia es que ya no habrá más guerras entre las seis grandes potencias[507].

Los mercados financieros inicialmente se habían encogido de hombros ante el asesinato a manos de Gavrilo Princip del heredero al trono de Austria, el archiduque Francisco Fernando, en la capital bosnia, Sarajevo, el 28 de junio de 1914. Y hasta el 22 de julio la prensa financiera no manifestó ninguna inquietud seria en torno a la posibilidad de que la crisis de los Balcanes pudiera derivar en algo de mayor envergadura y económicamente más amenazador. Sin embargo, cuando los inversores comprendieron, tardíamente, que era posible una guerra europea a gran escala, la liquidez desapareció de la economía mundial como si se hubiera ido por el desagüe de la bañera. El primer síntoma de la crisis fue un aumento de las primas de seguros de transporte tras el ultimátum austríaco a Serbia (que exigía, entre otras cosas, que se permitiera a los funcionarios austríacos viajar a Serbia para buscar evidencias de la complicidad de Belgrado en el asesinato). Las cotizaciones de los bonos y de las acciones empezaron a disminuir cuando los inversores más prudentes trataron de incrementar la liquidez de sus posiciones cambiándolos por efectivo. Los inversores europeos fueron los más rápidos a la hora de empezar a vender sus valores rusos, seguidos por los estadounidenses. Los tipos de cambio se descontrolaron como resultado de los intentos de los acreedores extranjeros de repatriar su dinero: la libra esterlina y el franco se dispararon, mientras el rublo y el dólar se desmoronaban[508]. El 30 de julio, el pánico reinaba en la mayoría de los mercados financieros[509]. Las primeras firmas que sufrieron la presión en Londres fueron los agentes de cambio y bolsa, que dependían en gran medida del dinero prestado para financiar sus compras de títulos. Al producirse una avalancha de órdenes de venta, el valor de sus acciones cayó por debajo del de sus deudas, llevando a una serie de ellos a la quiebra (el caso más notable fue el de Derenberg & Co.). También sufrieron una presión parecida los agentes de letras de cambio comerciales, a muchos de los cuales se les adeudaban sumas sustanciales por parte de sus homólogos del continente, que ahora no podían o no querían remitir fondos. Las dificultades de estos influyeron, a su vez, en las casas de aceptaciones (la élite de los bancos comerciales), los primeros afectados en caso de impago por parte de los extranjeros, dado que eran quienes habían aceptado las letras. Si las casas de aceptaciones se iban a pique, los agentes de letras se hundirían con ellas, y posiblemente también los grandes bancos comerciales, que prestaban cada día millones a corto plazo al mercado de descuento. La decisión de los bancos comerciales de retirar sus préstamos no hizo sino agravar lo que hoy denominaríamos el desplome del crédito[510]. Cuando todo el mundo se precipitó a vender activos y aumentar su liquidez, las cotizaciones cayeron, comprometiendo a los agentes y a otros que habían pedido dinero prestado utilizando sus acciones como garantía. Los clientes nacionales comenzaron a temer una crisis bancaria. Empezaron a formarse

colas ante el Banco de Inglaterra a medida que la gente trataba de cambiar sus billetes de banco por monedas de oro[511]. La suspensión práctica del papel de Londres como centro del crédito internacional ayudó a propagar la crisis desde Europa al resto del mundo.

Quizá el rasgo más notable de la crisis de 1914 fuera el cierre de los principales mercados de valores del mundo durante períodos de hasta cinco meses. El mercado de Viena fue el primero en cerrar (el 27 de julio). El 30 de ese mismo mes, todas las bolsas del continente europeo habían cerrado sus puertas. Al día siguiente, Londres y Nueva York se vieron obligadas a hacer lo mismo. Aunque el 18 de noviembre se desarrolló tardíamente un día de liquidación sin ningún problema, la Bolsa de Londres no volvió a abrir hasta el 4 de enero de 1915. No había ocurrido nada parecido desde su fundación en 1773[512]. La Bolsa neoyorquina reabrió solo para realizar unos intercambios limitados (únicamente bonos por efectivo) el 28 de noviembre, pero no reanudaría sus operaciones de forma plena y sin restricciones hasta el primero de abril de 1915[513]. Tampoco fueron las bolsas los únicos mercados que tuvieron que cerrar por la crisis. La mayoría de los mercados de productos de Estados Unidos hubieron de suspender sus operaciones, como también lo hicieron la mayor parte de los mercados de divisas europeos. La London Royal Exchange, por ejemplo, permaneció cerrada hasta el 17 de septiembre[514]. Parece probable que, de no haber cerrado los mercados, el desmoronamiento de los precios habría resultado tan extremo como en 1929, si no peor. Ningún acto de terrorismo respaldado por un Estado ha tenido tan grandes consecuencias financieras como el de Gavrilo Princip en 1914.

La adopción casi universal del patrón oro se había visto antaño como una comodidad para los inversores. Pero en la crisis de 1914 tendió a exacerbar aún más la crisis de liquidez. Algunos bancos centrales (en especial el Banco de Inglaterra) aumentaron de hecho sus tipos de descuento en la fase inicial de la crisis, en un vano intento de disuadir a los extranjeros de repatriar su capital y, en consecuencia, reducir las reservas de oro. La suficiencia de las reservas de oro en el caso de una emergencia era una cuestión que había sido objeto de acalorados debates antes de la guerra; de hecho, dichos debates constituyen casi la única evidencia de que el mundo financiero ya había pensado en el problema que se avecinaba[515]. Pero el patrón oro no representaba un vínculo más rígido que las actuales vinculaciones monetarias extraoficiales al dólar en Asia y Oriente Próximo; en la emergencia de la guerra, varios países, empezando por Rusia, se limitaron a suspender la convertibilidad de oro de sus monedas. Tanto en Inglaterra como en Estados Unidos se mantuvo la convertibilidad oficial, pero esta podría haberse suspendido de haberse juzgado necesario. (El Banco de Inglaterra obtuvo la suspensión de la Ley Bancaria de 1844, que imponía una relación fija entre las reservas del banco y la emisión de billetes; pero esto no era equivalente a suspender los pagos en metálico, que podían mantenerse fácilmente con unas reservas inferiores.) En ambos casos, la crisis

propició la emisión de papel moneda de emergencia: en Inglaterra, billetes del Tesoro de una y 10 libras; en Estados Unidos, la moneda de emergencia que los bancos estaban autorizados a emitir al amparo de la Ley Aldrich-Vreeland de 1908[516]. Entonces, como ahora, las autoridades reaccionaron ante la crisis de liquidez imprimiendo dinero.

Tampoco es que fueran esas las únicas medidas que se consideraron necesarias. En Londres, las vacaciones bancarias del lunes 3 de agosto se ampliaron hasta el jueves 6. Los pagos debidos en letras de cambio se pospusieron durante un mes por real decreto, y no tardó en incorporarse a los códigos de leyes otra moratoria, también de un mes, sobre todos los demás pagos debidos (a excepción de los salarios, impuestos, pensiones, etc.); posteriormente ambas moratorias se prolongarían, respectivamente, hasta el 19 de octubre y el 4 de noviembre. El 13 de agosto, el ministro de Hacienda garantizaba al Banco de Inglaterra que, si este descontaba todas las letras aprobadas aceptadas antes del 4 de agosto (la fecha en la que se declaró la guerra), «sin recurrir contra sus titulares», entonces el Tesoro soportaría el coste de cualquier pérdida en la que el banco pudiera incurrir. Esto equivalía a un rescate público de las casas de descuento, y abrió la puerta a una masiva expansión de la base monetaria en cuanto que el banco se vio inundado de letras para descontar. El 5 de septiembre, la ayuda se extendió también a las casas de aceptaciones[517]. Los detalles concretos variaron de un país a otro, pero las medidas fueron ampliamente similares y de un alcance que apenas tenía precedentes: cierres temporales de los mercados, moratorias de las deudas, dinero de emergencia emitido por los gobiernos, operaciones de rescate de las instituciones más vulnerables, etc. En todos estos aspectos, las autoridades se mostraron dispuestas a ir mucho más allá de lo que habían ido hasta entonces en las crisis meramente financieras. Como había ocurrido durante la anterior «guerra mundial» (contra la Francia revolucionaria y luego napoleónica más de un siglo antes), el conflicto de 1914 se entendió como una clase especial de emergencia, justificando medidas que habrían resultado inconcebibles en tiempos de paz, incluida (como diría un lord conservador) «la liberación de los banqueros […] de toda responsabilidad»[518].

El cierre del mercado de valores y la intervención de las autoridades para dar liquidez casi con toda certeza evitaron una catastrófica liquidación de activos. El mercado de valores de Londres había bajado ya un 7 por ciento el año en que se suspendieron las cotizaciones, y eso antes de que la guerra hubiese empezado siquiera. Los datos fragmentarios de los que disponemos sobre las transacciones de bonos (realizadas literalmente en la calle durante el período de cierre de los mercados) permiten hacerse una idea de las pérdidas que los inversores hubieron de contemplar pese a los esfuerzos de las autoridades. A finales de 1914, los bonos rusos habían bajado un 8,8 por ciento; los *consols* británicos, un 9,3 por ciento; las *rentes* francesas, un 13,2 por ciento, y los bonos austríacos, un 23 por ciento[519]. En palabras de Patrick Shaw-Stewart, de Baring, era «una de las cosas más terribles a las

que se había enfrentado Londres desde que existían las finanzas»[520]. Sin embargo, esto no era más que el principio. Contrariamente a la ilusión de una «guerra breve» (más generalizada en los círculos financieros que en los militares), todavía quedaban por delante otros cuatro años de matanzas, y un período aún más prolongado de pérdidas financieras. Cualquier inversor incauto o lo bastante patriota como para aferrarse a los valores más prestigiosos (los *consols*, o los nuevos préstamos de guerra del Reino Unido) hasta 1920 había sufrido unas pérdidas ajustadas a la inflación del -46 por ciento. Incluso los rendimientos reales de las acciones británicas eran negativos (-27 por ciento)[521]. La inflación en Francia y la hiperinflación en Alemania infligieron un castigo aún más severo a cualquiera lo bastante temerario como para mantener grandes saldos en francos o en marcos. En 1923, los titulares de cualquier clase de valores alemanes lo habían perdido todo, aunque las posteriores leyes de revalorización les devolverían parte del capital original. Quienes tenían cantidades sustanciales de bonos austríacos, húngaros, otomanos y rusos también sufrieron fuertes pérdidas —a pesar de que estos estaban expresados en oro— al desmoronarse los imperios Habsburgo, otomano y Románov bajo el peso de la guerra. Las pérdidas resultaron especialmente repentinas y graves en el caso de los bonos rusos, que el régimen bolchevique dejó de pagar en febrero de 1918. Cuando ocurrió esto, los bonos rusos al 5 por ciento de la cosecha de 1906 se cotizaban por debajo del 45 por ciento de su valor nominal. Las esperanzas de que se llegara a alguna clase de acuerdo con los acreedores extranjeros se prolongaron durante toda la década de 1920, fecha en la que los bonos se cotizaban aproximadamente al 20 por ciento del par; en la de 1930 prácticamente habían perdido todo su valor[522].

Pese a los intensos esfuerzos de los banqueros, que emitían préstamos infatigablemente para fines tan poco prometedores como el pago de las indemnizaciones de guerra alemanas, resultó imposible restaurar el viejo orden de libre movilidad del capital del período de entreguerras. Las crisis monetarias, los impagos, las discusiones en torno a las indemnizaciones y deudas de guerra, y, luego, el inicio de la Depresión, llevaron a un número de países cada vez mayor a imponer controles cambiarios y de capital, además de aranceles proteccionistas y otras restricciones comerciales, en un vano intento de preservar la riqueza nacional a expensas del intercambio internacional. El 19 de octubre de 1921, por ejemplo, el gobierno chino se declaró en bancarrota, y procedió a suspender los pagos de casi toda la deuda externa del país. Fue una historia que se repetiría en todo el mundo, desde Shanghai hasta Santiago de Chile, pasando por Moscú o Ciudad de México. A finales de la década de 1930, la mayoría de los estados del globo, incluyendo los que conservaban las libertades políticas, habían impuesto restricciones al comercio internacional, la inmigración y las inversiones como lo más normal del mundo. Algunos incluso llegaron a alcanzar una autosuficiencia económica casi total (o autarquía), el ideal de una sociedad desglobalizada. Consciente o inconscientemente,

todos los gobiernos aplicaron en tiempos de paz las restricciones económicas que habían impuesto inicialmente entre 1914 y 1918.

Los orígenes de la Primera Guerra Mundial se hicieron claramente visibles tan pronto como esta hubo estallado. Solo entonces el líder bolchevique Lenin vio que la guerra era una consecuencia inevitable de las rivalidades imperialistas. Solo entonces los liberales estadounidenses comprendieron que la diplomacia secreta y el embrollo de alianzas europeas eran la causa principal del conflicto. Lógicamente, los ingleses y los franceses culparon a los alemanes, y estos, a su vez, culparon a los ingleses y los franceses. Los historiadores han ido perfeccionando y modificando esos argumentos desde hace más de noventa años. Algunos han situado los orígenes de la guerra en la carrera naval armamentística de mediados de la década de 1890; otros, en los acontecimientos producidos en los Balcanes a partir de 1907. Entonces, ¿cómo es que, si hoy sus causas nos parecen tan numerosas y evidentes, los contemporáneos se mostraron tan inconscientes frente al Apocalipsis hasta pocos días antes de su advenimiento? Una posible respuesta es que su visión se veía enturbiada por la mezcla de una abundante liquidez, por una parte, y el paso del tiempo, por otra. La combinación de integración global e innovación financiera había hecho que el mundo les pareciera tranquilizadoramente seguro a los inversores. Asimismo, habían transcurrido cuarenta y cuatro años desde la última guerra importante en Europa, acaecida entre Francia y Alemania, que además, y por fortuna, había sido corta. Desde una perspectiva geopolítica, obviamente, el mundo era cualquier cosa menos un lugar seguro. Cualquier lector del londinense *Daily Mail* podía ver que la carrera de armamentos y la rivalidad imperial en Europa podría conducir un día a una gran guerra; de hecho, en aquella época existía todo un subgénero de literatura de ficción popular basada en unas imaginarias guerras anglo-germanas. Pese a ello, los semáforos de los mercados financieros siguieron estando en verde en lugar de rojo hasta la misma víspera de la destrucción.

Puede que de aquí pueda extraerse también una lección para nuestra época. La primera era de globalización financiera necesitó como mínimo de una generación para materializarse. Pero se hizo añicos en cuestión de días. Y harían falta más de dos generaciones para reparar el daño causado por las armas en agosto de 1914.

SICARIOS ECONÓMICOS.

Desde la década de 1930 hasta finales de la de 1960, las finanzas internacionales y la idea de la globalización quedaron adormecidas, aunque no faltó quien las considerara muertas[523]. En palabras del economista estadounidense Arthur Bloomfield, que escribía en 1946:

> Hoy constituye una doctrina sumamente respetable, tanto en los círculos académicos como en los bancarios, que cierta medida sustancial del control *directo* sobre el movimiento de capitales privados, especialmente en las variedades del denominado dinero caliente, resultará deseable para la mayoría de los países no solo en los años inmediatamente por venir, sino también a largo plazo. […] Este viraje doctrinal representa un desencanto generalizado resultante de la conducta destructiva de dicho movimiento en los años de entreguerras[524].

En Bretton Woods, una población situada en la cordillera de White Mountains, en el estado norteamericano de New Hampshire, los ya casi victoriosos aliados se reunieron en julio de 1944 para diseñar una nueva arquitectura financiera para el mundo de posguerra. En este nuevo orden, el comercio internacional sería progresivamente liberalizado, pero se mantendrían las restricciones al movimiento de capitales. Los tipos de cambio serían fijos, como cuando se regulaban por el patrón oro, pero ahora la referencia —la divisa de reserva internacional— sería el dólar en lugar del oro (aunque el propio dólar seguiría siendo teóricamente convertible en oro, del que se conservaban inmensas cantidades —tan inmóviles como intocables— almacenadas en Fort Knox). En palabras de Keynes, uno de los arquitectos clave del sistema de Bretton Woods, «el control del movimiento de capitales» sería «un rasgo permanente del sistema de posguerra»[525]. Incluso se podría impedir a los turistas viajar al extranjero con una cantidad de dinero que excediera la de bolsillo si los gobiernos se sentían incapaces de hacer su moneda convertible. Cuando las sumas de capital fluyeran a través de las fronteras nacionales, lo harían de gobierno a gobierno, como en el caso del Plan Marshall,[526] que ayudó a revivir a la devastada Europa occidental entre 1948 y 1952[527]. Las dos «hermanas» guardianas de este nuevo orden tendrían su sede en Washington, la capital del «mundo libre»: el Fondo Monetario Internacional (FMI), y el Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (BIRD), que más tarde, junto con la Asociación Internacional para el Desarrollo (AID), pasaría a constituir el Banco Mundial. En palabras del actual presidente de esta última institución, Robert Zoellick: «Se suponía que el FMI regulaba los tipos de cambio. Y se suponía que lo que más tarde sería el Banco Mundial ayudaba a reconstruir los países destrozados por la guerra. Se reavivaría el libre comercio. Pero los flujos libres de capital se habían terminado». Así, durante el siguiente cuarto de siglo los gobiernos lograron resolver el denominado «trilema» según el cual un país puede elegir dos cualesquiera de entre estas tres opciones políticas:

1. Plena libertad de movimiento de capitales transfronterizos.
2. Un tipo de cambio fijo.
3. Una política monetaria independiente orientada hacia objetivos nacionales[528].

Al amparo de Bretton Woods, los países del mundo occidental optaron por las opciones 2 y 3. De hecho, con el tiempo la tendencia sería la de endurecer los controles de capital antes que relajarlos. Un buen ejemplo de ello es la Ley de Compensación de Intereses aprobada en Estados Unidos en 1963, expresamente diseñada para desincentivar a los estadounidenses a la hora de invertir en valores extranjeros.

Siempre hubo, no obstante, un aspecto insostenible en el sistema de Bretton Woods. Para el llamado Tercer Mundo, los diversos intentos de reproducir el Plan Marshall a través de programas de ayuda de gobierno a gobierno se revelaron profundamente decepcionantes. Con el tiempo, la ayuda estadounidense en particular se fue rodeando de una serie de condiciones políticas y militares que no siempre redundaban en beneficio de los destinatarios. Y aunque no hubiera sido así, resulta dudoso que las inyecciones de capital del tipo imaginado por diversos economistas estadounidenses como Walt Rostow[529] fueran la solución a los problemas de la mayoría de las economías africanas, asiáticas y latinoamericanas. Una buena parte de la ayuda iba a parar a los países pobres, pero la mayor parte de ella se perdía o era robada[530]. En la medida en que Bretton Woods logró ciertamente generar nueva riqueza facilitando la recuperación de Europa occidental, no hizo sino frustrar a aquellos inversores que veían el riesgo de aplicar un excesivo sesgo doméstico. Y en la medida en que permitió a los países subordinar su política monetaria al objetivo del pleno empleo, vino a crear potenciales conflictos incluso entre las opciones 2 y 3 del trilema. A finales de la década de 1960, los déficits del sector público estadounidense eran insignificantes para los estándares actuales, pero lo bastante grandes como para suscitar las quejas de Francia en el sentido de que Washington estaba explotando su estatus de reserva monetaria para imponer un derecho de monedaje a los acreedores extranjeros de Estados Unidos por imprimir dólares, de forma muy parecida a como los monarcas medievales habían explotado su monopolio de acuñación para depreciar la moneda. La decisión de la administración de Nixon de cortar el último vínculo que quedaba con el patrón oro (poniendo fin a la convertibilidad oro del dólar), en 1971, supuso la puntilla para Bretton Woods[531]. Cuando en 1973 se dejaron sentir las consecuencias de la guerra árabe-israelí y el embargo del petróleo árabe, la mayoría de los bancos centrales tendieron a acomodar la conmoción de los precios con una mayor facilidad del crédito, llevando precisamente a la misma crisis inflacionaria que había temido Jacques Rueff, asesor del general De Gaulle[532].

Con las monedas flotando de nuevo y unos mercados extranjeros florecientes —como en el caso de los eurobonos—, la década de 1970 presenció una reactivación de

la exportación de capitales no estatales. En particular, los bancos occidentales se apresuraron a reciclar los superávits rápidamente crecientes de los países exportadores de petróleo. Y el área geográfica en la que los banqueros decidieron prestar los petrodólares procedentes de Oriente Próximo fue una que ya se había visto favorecida anteriormente. Entre 1975 y 1982, Latinoamérica cuadruplicó la cantidad de dinero recibida de prestatarios extranjeros, que pasó de los 75 000 a más de 315 000 millones de dólares. (También los países de la Europa oriental entraron en el mercado de la deuda de capital, lo que constituía un claro signo de la inminente ruina del bloque comunista.) Luego, en agosto de 1982, México declaró que ya no podía pagar su deuda. Todo un continente oscilaba al borde de la bancarrota. Pero había pasado la época en la que los inversores podían esperar confiados que sus gobiernos enviaran una cañonera cada vez que un país extranjero se portaba mal. Ahora el papel de la vigilancia financiera habían de desempeñarlo dos banqueros completamente desarmados, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Y la nueva consigna de estos era la «condicionalidad»: si no hay reformas, no hay dinero. Su mecanismo preferido era el «programa de ajuste estructural». Y el conjunto de políticas que debían adoptar los países deudores pasó a conocerse como el Consenso de Washington, una lista ideal de diez políticas económicas que cien años antes le habrían alegrado el corazón a cualquier administrador imperial británico[533]. La número uno consistía en imponer la disciplina fiscal para reducir o eliminar los déficits. Había que ampliar la base tributaria y bajar los tipos impositivos. El mercado había de fijar los tipos de interés y de cambio. Había que liberalizar el comercio internacional, y también —de manera fundamental— los flujos de capital. De forma repentina, el dinero «caliente», que Bretton Woods había ilegalizado, se calentaba de nuevo.

Para algunos críticos, sin embargo, el Banco Mundial y el FMI no eran más que distintos agentes del mismo imperialismo yanqui de siempre. Cualquier préstamo recibido del FMI o del Banco Mundial —se afirmaba— se utilizaría simplemente para comprar productos estadounidenses fabricados por empresas estadounidenses; a menudo armas para mantener en el poder a dictadores implacables u oligarquías corruptas. Los costes del «ajuste estructural» habrían de soportarlos los indefensos súbditos; y los líderes del Tercer Mundo que se salieran del camino marcado no tardarían en tener problemas. Todos estos argumentos se hicieron muy populares, especialmente en la década de 1990, cuando las protestas antiglobalización se convirtieron en un rasgo habitual de todas las cumbres internacionales. Cuando se expresan en pancartas o en ruidosas consignas por parte de multitudes de jóvenes occidentales bien alimentados, tales ideas resultan relativamente fáciles de ignorar. Pero cuando las instituciones de Bretton Woods son objeto de acusaciones similares por parte de alguien que ha estado dentro del sistema, dichos argumentos merecen un examen más detallado.

Cuando era el economista jefe de la empresa Chas. T. Main Inc., con sede en Boston, John Perkins afirmaba que su trabajo consistía en asegurar que el dinero prestado a países como Ecuador y Panamá por el FMI y el Banco Mundial se gastara en productos suministrados por empresas de Estados Unidos. «Sicarios económicos» como él mismo, según Perkins, «eran entrenados… para construir el imperio estadounidense… para crear situaciones en las que el máximo número de recursos posibles fluyeran hacia este país, a nuestras empresas y a nuestro gobiernos»:

> Este imperio, a diferencia de cualquier otro en la historia del mundo, se ha construido principalmente por medio de la manipulación económica, por medio de la estafa, por medio del fraude, por medio de atraer a la gente hacia nuestra forma de vida, por medio de los sicarios económicos. […] Mi auténtico trabajo […] era dar préstamos a otros países, préstamos enormes, mucho mayores de lo que les sería posible devolver. […] Así que nosotros damos ese enorme préstamo, la mayor parte de él vuelve a Estados Unidos, se deja al país con una deuda más un montón de intereses, y básicamente se convierten en nuestros sirvientes, en nuestros esclavos. Se trata de un imperio. No tiene vuelta de hoja. Se trata de un enorme imperio[534].

Según el libro de Perkins *Confesiones de un sicario económico*, dos presidentes latinoamericanos, Jaime Roldós Aguilera, de Ecuador, y Omar Torrijos, de Panamá, fueron asesinados en 1981 por oponerse a lo que él denomina «esa fraternidad de jefes de empresa, de gobierno y de banca cuyo objetivo es el imperio global»[535]. Debe admitirse que hay algo en esta historia que parece un tanto extraño. No es que Estados Unidos haya prestado precisamente demasiado dinero a Ecuador o Panamá. En la década de 1970 las cantidades totales fueron, respectivamente, de 96 y 197 millones de dólares, esto es, menos del 0,4 por ciento del total de subvenciones y préstamos otorgados por Estados Unidos. Y no es que Ecuador y Panamá sean precisamente unos grandes clientes de Estados Unidos, ya que en 1990 representaron, respectivamente, el 0,17 por ciento y el 0,22 por ciento de las exportaciones totales del país. No parecen estas cifras por las que valga la pena matar. En palabras de Bob Zoellick, «el FMI y el Banco Mundial prestan dinero a países en crisis, no a países que ofrezcan enormes oportunidades a la Norteamérica empresarial».



Jaime Roldós Aguilera, presidente de Ecuador…



… y Omar Torrijos, presidente de Panamá: supuestas víctimas de los «sicarios económicos».

Sin embargo, la acusación de neoimperialismo se niega tercamente a desaparecer. Según el economista y premio Nobel Joseph Stiglitz, que fue economista jefe del Banco Mundial entre 1997 y 2000, en la década de 1980 el FMI no solo «abanderaba la supremacía del mercado con fervor ideológico», sino que también «adoptaba una visión bastante imperialista» de su propio papel. Además —sostiene Stiglitz—, «muchas de las políticas que ha impulsado el FMI, en particular la liberalización prematura del mercado de capitales, han contribuido a la inestabilidad global. […] Se han destruido sistemáticamente puestos de trabajo… [debido a que] el flujo de dinero caliente dentro y fuera del país que tan frecuentemente sigue a la liberalización del mercado de capitales siembra la destrucción a su paso. […] Aun aquellos países que han experimentado un crecimiento limitado han visto cómo los beneficios iban a parar a los ricos, y especialmente a los muy ricos»[536]. En su animosidad contra el FMI (y contra Wall Street), Stiglitz pasa por alto el hecho de que no fueron solo esas instituciones las que vinieron a favorecer un retorno al libre movimiento de capitales en la década de 1980. En realidad fue la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) la que abrió el camino de la liberalización, seguida (tras la conversión de los socialistas franceses como Jacques Delors y Michel Camdessus) por la Comisión Europea y el Consejo Europeo. De hecho, probablemente hubo un Consenso de París antes de que hubiera un Consenso de Washington (aunque en muchos aspectos este se basara en un Consenso de Bonn, muy anterior, en favor de los mercados de capitales libres)[537]. También en Londres el gobierno de Margaret Thatcher presionó en favor de la liberalización unilateral de las cuentas de capital sin que Estados Unidos le instara a hacerlo en absoluto; antes al contrario: fue la administración de Reagan la que siguió a continuación el ejemplo de Thatcher.

La principal queja de Stiglitz contra el FMI es la de que este respondió de forma equivocada a la crisis financiera asiática de 1997, prestando un total de 95 000 millones de dólares a países en dificultades, pero añadiendo una serie de condiciones estilo Consenso de Washington (tipos de interés más altos, menores déficits públicos…) que en realidad solo sirvieron para agravar la crisis. Es esta una visión de la que se ha hecho parcialmente eco, entre otros, el economista y columnista Paul Krugman[538]. No hay duda de la gravedad de la crisis de 1997-1998. En países como Indonesia, Malaisia, Corea del Sur y Tailandia se produjo, en 1998, una grave recesión. Sin embargo, ni Stiglitz ni Krugman ofrecen una descripción convincente del modo como la crisis de Asia oriental podría haberse gestionado mejor siguiendo las pautas keynesianas estándard, permitiendo flotar a las monedas y aumentar a los déficits públicos. Ta l como lo expresaba, con acerbas palabras, Kenneth Rogoff, en

una carta abierta a Stiglitz, que tras la crisis asiática se convertiría en economista jefe del FMI:

> Normalmente los gobiernos acuden al FMI en busca de asistencia financiera cuando están teniendo problemas para encontrar compradores de su deuda y cuando el valor de su dinero está bajando. La receta stiglitziana consiste en aumentar […] los déficits fiscales, es decir, en emitir más deuda e imprimir más dinero. Parece usted creer que, cuando los inversores ya no están dispuestos a tener deuda de un gobierno, lo único que hay que hacer es aumentar la oferta y esta se venderá como churros. Nosotros, aquí en esta […] no, digamos mejor aquí en el planeta Tierra, tenemos una considerable experiencia en otro tipo de sugerencias. Nosotros los terrícolas hemos descubierto que, cuando un país con problemas fiscales trata de escapar imprimiendo más dinero, la inflación aumenta, a menudo de forma incontrolable. […] Puede que las leyes de la economía sean distintas en su parte del cuadrante gamma, pero por aquí nos encontramos con que, cuando un gobierno que está casi en bancarrota no logra restringir de manera creíble el perfil temporal de sus déficits fiscales, por regla general las cosas empeoran en lugar de mejorar[539].

Tampoco está claro que la imposición transitoria de controles de capitales en Malaisia en 1997 se tradujera en una diferencia significativa en el rendimiento económico durante la crisis. Krugman al menos reconoce que las instituciones financieras de Asia oriental, que habían pedido créditos a corto plazo en dólares pero que prestaban a largo plazo en moneda local (a menudo a sus compinches políticos), tenían una gran parte de la responsabilidad de la crisis. Sin embargo, esa cantinela del retorno a la economía de la Depresión hoy parece exagerada. Nunca se produjo una Depresión en Asia oriental (salvo, quizá, en el caso de Japón, un país al que difícilmente se le puede considerar una víctima de los desaguisados del FMI). Tras la conmoción de 1998, todas las economías afectadas retornaron prontamente a un crecimiento rápido; un crecimiento tan rápido, de hecho, que en 2004 algunos analistas se preguntaban si las «dos hermanas» de Bretton Woods seguían teniendo todavía algún papel como prestatarias internacionales[540].

Lo cierto es que la década de 1980 presenció el auge de una clase completamente distinta de sicario económico, mucho más amedrentador que los retratados por Perkins, precisamente porque no contemplaba en ningún momento la necesidad de recurrir a la violencia para lograr sus objetivos. Para esta nueva generación, dar un buen golpe significaba ganar mil millones de dólares en una sola especulación

coronada por el éxito. Cuando la guerra fría se acercaba a su fin, esos sicarios ya no tenían un verdadero interés en cumplir los fines de la agenda imperialista estadounidense; antes al contrario, sus inclinaciones políticas declaradas resultaban a menudo más progresistas que conservadoras. No trabajaban para instituciones del sector público como el FMI o el Banco Mundial; lejos de ello, dirigían negocios que eran íntegramente privados, hasta el punto de que ni siquiera cotizaban en el mercado de valores. Tales negocios recibían el nombre de «fondos de riesgo», de los que ya hemos tratado antes, en el capítulo 4, como una forma alternativa de gestión del riesgo. Al igual que el auge de China, el auge todavía más rápido de los fondos de riesgo ha representado uno de los mayores cambios que ha experimentado la economía global desde la Segunda Guerra Mundial. Como reservas de capital muy poco regulado y extremadamente móvil,[541] los fondos de riesgo ejemplifican el retorno del dinero caliente tras el «gran enfriamiento» que prevaleció entre el inicio de la Depresión y el final de Bretton Woods. Y el *capo dei capi* reconocido de los nuevos sicarios económicos ha sido George Soros. No es casualidad que, cuando el primer ministro de Malaisia, Mahathir bin Muhammad, quiso culpar a alguien que no fuera él de la crisis monetaria que se produjo en agosto de 1997, eligiera a Soros, y no al FMI, al que calificó de «retrasado mental».



George Soros: *capo dei capi* de los fondos de riesgo y maestro de la reflexividad.

Judío húngaro de nacimiento, aunque educado en Londres, George Soros emigró a Estados Unidos en 1956. Allí se labró una reputación como analista y luego jefe de investigación de la venerable casa Arnhold & S. Bleichroeder (descendiente directa de la banca privada berlinesa que antaño manejara el dinero de Bismarck)[542]. Como cabría esperar de un intelectual centroeuropeo —que denominó a su fondo Quantum en homenaje al principio de incertidumbre del físico Werner Heisenberg—, Soros se ve a sí mismo más como un filósofo que como un sicario. Su libro *La alquimia de las finanzas* (1987) empieza con una acerba crítica a los presupuestos fundamentales de la economía como materia teórica, lo que refleja la influencia del filósofo Karl Popper en su primer desarrollo intelectual[543]. Según la teoría favorita de Soros, la de la «reflexividad», los mercados financieros no pueden considerarse perfectamente eficientes, dado que las cotizaciones son un reflejo de la ignorancia y las tendencias,

a menudo irracionales, de millones de inversores: «No solo los participantes en el mercado operan de forma tendenciosa —sostiene Soros—, sino que sus tendencias pueden influir en el curso de los acontecimientos. Ello puede crear la impresión de que los mercados prevén acertadamente los acontecimientos futuros, pero de hecho no son las expectativas actuales las que se corresponden con los acontecimientos futuros, sino los acontecimientos futuros los que se configuran en función de las expectativas actuales»[544]. Es a este efecto de retroalimentación —por el que las tendencias de los inversores afectan a los resultados del mercado, los cuales, a su vez, cambian las tendencias de los inversores, las cuales, de nuevo, afectan a los resultados del mercado— al que Soros denomina «reflexividad». Como él mismo indica en su obra más reciente:

> Los mercados jamás alcanzan el equilibrio postulado por la teoría económica. Existe una conexión reflexiva biunívoca entre percepción y realidad que puede dar lugar a procesos de auge y caída, o burbujas, que inicialmente se refuerzan a sí mismos, pero que a la larga se vuelven autodestructivos. Toda burbuja consiste en una tendencia y un concepto erróneo que interactúan de forma reflexiva[545].

Originariamente diseñado para protegerse frente a los riesgos del mercado mediante posiciones cortas,[546] con las que se gana dinero si un valor baja de cotización, el fondo de riesgo le proporcionó a Soros el vehículo perfecto para explotar sus ideas sobre los mercados reflexivos. Hay que señalar que Soros también sabía cómo ganar dinero desde posiciones largas; esto es, comprando activos con la expectativa de futuras subidas de precios. En 1969 fue largo con propiedades inmobiliarias. Tres años después respaldaba el despegue de acciones bancarias. En 1971 fue largo en Japón. En 1972 fue largo con el petróleo. Un año más tarde, cuando todas esas apuestas estaban ya proporcionando rendimientos, dedujo, a partir de las quejas israelíes sobre la calidad del material suministrado por Estados Unidos en la guerra del Yom Kippur, que harían falta fuertes inversiones en las industrias de defensa estadounidenses; de modo que adoptó la misma posición larga con las acciones de defensa[547]. Acertó una vez, y otra, y otra, y otra. Pero los mayores éxitos de Soros no se debieron tanto al hecho de que acertara con los ganadores como de que lo hiciera con los perdedores: por ejemplo con la compañía telegráfica estadounidense Western Union en 1985, cuando la tecnología del fax amenazó con destruir su negocio; o también con el dólar estadounidense, que se desplomó como es debido tras el denominado Acuerdo Plaza del Grupo de los Cinco el 22 de septiembre de 1985[548]. Aquel fue un *annus mirabilis* para Soros, que vio cómo su fondo se incrementaba en un 122 por ciento. Pero la mejor de todas sus posiciones cortas

resultó ser una de las jugadas más trascendentales de toda la historia financiera británica.

Debo admitir que tengo un interés especial en los acontecimientos acaecidos el miércoles 16 de septiembre de 1992. Por entonces, mientras compaginaba mi trabajo de editorialista en un periódico con el puesto de profesor en la Universidad de Cambridge, llegué a convencerme de que los especuladores como Soros podían derrotar al Banco de Inglaterra en el caso de producirse un enfrentamiento. Era una cuestión de simple aritmética: el billón de dólares que se movía cada día en los mercados de divisas extranjeros frente a las escasas reservas de moneda fuerte del Banco. Soros razonó que los crecientes costes de la reunificación alemana harían subir los tipos de interés y, por ende, el *deutschmark*. Y ello haría insostenible la política del gobierno conservador británico de vinculación a la moneda alemana, formulada cuando Inglaterra se unió al Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) del Sistema Monetario Europeo en 1990. Al subir los tipos de interés, la economía británica se vendría abajo. Antes o después, el gobierno se vería forzado a retirarse del MTC y devaluar la libra esterlina. Tan seguro estaba Soros de que la libra bajaría que en última instancia se jugó 10 000 millones de dólares, una cantidad superior al capital íntegro de su fondo, en una serie de transacciones en las que en la práctica tomó dinero prestado en libras esterlinas en el Reino Unido y lo invirtió en moneda alemana al precio anterior al 16 de septiembre: unos 2,95 *deutschmarks*[549]. Yo estaba igualmente seguro de que la libra se devaluaría, aunque lo único que podía jugarme era mi credibilidad. Pero ocurrió que el director del periódico de la City londinense para el que escribía no estaba de acuerdo conmigo. Aquella noche, tras haber sido presionado al respecto en la reunión matutina de los editorialistas con el director, me fui a la Ópera Nacional inglesa a ver *La fuerza del destino*, de Verdi. Resultó ser una apropiada elección. En el intermedio alguien anunció que Inglaterra se había retirado del MTC. Fue algo que todos aplaudimos, y nadie más fuerte que yo; salvo, posiblemente, George Soros. El desplome de la libra —al final hasta un 20 por ciento—, le permitió a Soros devolver las libras esterlinas que había tomado prestadas, pero al nuevo tipo de cambio, más bajo, y embolsarse la diferencia, su fondo ganó más de mil millones de dólares. Y esa operación le representó apenas el 40 por ciento de los beneficios que hizo ese año[550].



La fuerza del destino: el ministro de Hacienda británico Norman Lamont anuncia la salida de la libra esterlina del Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo, 16 de septiembre de 1992.

El éxito del Fondo Quantum era abrumador. Si una persona hubiera invertido 100 000 dólares con Soros cuando este creó su segundo fondo en 1969 (llamado Doble Águila, que había sido el primer nombre de Quantum), y luego hubiera reinvertido todos los dividendos, en 1994 se habría encontrado con 130 millones de dólares, lo que representa una tasa de crecimiento anual media del 35 por ciento[551]. Las diferencias esenciales entre los viejos y los nuevos sicarios económicos eran de una doble naturaleza: en primer lugar, la fría y calculadora ausencia de lealtad a ningún país concreto (de manera que se podía manipular impunemente tanto el dólar como la libra); y en segundo término, la mera envergadura de la cuantía de dinero que los nuevos sicarios habían de manejar. «¿Cuán grande es la posición que tienes?», le preguntó en cierta ocasión Soros a su socio Stanley Druckenmiller. «Mil millones de dólares», le respondió este. «¿Llamas a eso una posición?», fue la sardónica réplica de Soros[552]. Para este, si una apuesta parecía ser tan buena como la que él hiciera contra la libra en 1992, entonces había que aplicarle el máximo apalancamiento posible. Su fondo de riesgo fue pionero en la técnica de pedir

prestado a bancos de inversión a fin de adoptar posiciones especulativas largas o cortas muy superiores al propio capital del fondo.

Pero el poder de los fondos de riesgo tenía un límite. En cierto nivel, Soros y los de su ralea habían demostrado que los mercados eran más poderosos que cualesquiera gobiernos o bancos centrales. Pero eso no permitía afirmar que los fondos de riesgo podían controlar siempre los mercados. Soros debía su éxito a cierto instinto visceral para determinar la dirección del «rebaño electrónico». Sin embargo, hasta sus instintos (a menudo señalados por un espasmo de dolor de espalda) a veces podían ser erróneos. La reflexividad, como él mismo reconoce, es un caso especial; no es algo que gobierne los mercados todos los días del año. Pero ¿qué pasaría si los instintos pudieran reemplazarse de algún modo por las matemáticas? ¿Y si se pudiese escribir una fórmula algebraica infalible para obtener rendimientos de dos dígitos? En el otro extremo del mundo —de hecho, en el otro extremo de la galaxia financiera—, parecía que acababa de descubrirse precisamente esa fórmula.

MALA GESTIÓN DE CAPITAL A CORTO PLAZO.

Imagínese otro planeta. Un planeta sin todas las complicadas fricciones causadas por los subjetivos y a veces irracionales seres humanos. Un planeta cuyos habitantes fueran omniscientes y perfectamente racionales; que absorbieran de forma instantánea cualquier nueva información y la utilizaran para maximizar sus beneficios; que jamás dejaran de negociar; donde los mercados fueran continuos, libres de fricciones y completamente líquidos. Los mercados financieros de este planeta seguirían lo que se denomina un «paseo aleatorio», lo que significa que las cotizaciones de cada día no guardarían relación alguna con las del día anterior, pero sí reflejarían toda la información relevante disponible. Los rendimientos del mercado de valores de ese planeta se distribuirían normalmente a lo largo de una curva acampanada (véase el capítulo 3), donde la mayoría de los años se agruparían estrechamente en torno a la media, y las dos terceras partes de ellos lo harían dentro de una desviación estándar de la media. En un mundo así, una venta masiva de valores de seis sigma (es decir, de seis veces la desviación estándar) sería algo casi tan poco frecuente como una persona de menos de medio metro de estatura en nuestro mundo. Ocurriría solo una vez en cuatro millones de años de cotizaciones[553]. Así era el planeta imaginado por algunos de los economistas financieros más brillantes de los tiempos modernos. Y quizá no resulte en absoluto sorprendente que dicho planeta resultara ser muy similar a la población estadounidense de Greenwich, en Connecticut, uno de los lugares más insulsos de la Tierra.

En 1993, dos genios matemáticos se presentaron en Greenwich con una gran idea. Colaborando estrechamente con Fisher Black, de Goldman Sachs, Myron Scholes, de

la Universidad de Stanford, había desarrollado una nueva y revolucionaria teoría sobre la forma de poner precio a las opciones. Y ahora él, junto a un tercer economista, Robert Merton, de la Harvard Business School, esperaba convertir el llamado modelo Black-Scholes en una máquina de hacer dinero. El punto de partida de su trabajo como académicos era el consolidado instrumento financiero conocido como «contrato de opción», el cual (como ya vimos en el capítulo 4) funciona del siguiente modo. Si hoy una determinada acción vale, pongamos por caso, 100 euros, y yo creo que en el futuro pueden valer más —digamos 200 euros dentro de un año —, sería magnífico tener la opción de comprarla en una fecha futura, por ejemplo, por 150 euros. Si acierto, obtengo beneficios. Si no, dado que se trata solo de una opción, simplemente lo dejo correr. El único coste que tendré será el precio de la opción, que se habrá embolsado el vendedor. La gran cuestión era cuál debería ser ese precio.

Los llamados coloquialmente «cuántos» —analistas con grandes conocimientos matemáticos y títulos de doctorado— a veces se refieren al modelo Black-Scholes para determinar los precios de las opciones como la «caja negra». En cualquier caso, vale la pena echar un vistazo al interior de esta caja. La cuestión —repitámoslo— es cómo establecer el precio de una opción de compra sobre unas determinadas acciones en una fecha futura concreta, teniendo en cuenta el impredecible movimiento de la cotización de las acciones en el período transcurrido entre el presente y esa fecha. Determinar acertadamente el precio de la opción, en lugar de fiarse de meras suposiciones, ciertamente le hace a uno acreedor al título de «genio científico». Black y Scholes razonaron que el valor de la opción dependía de cinco variables: el precio de mercado actual de las acciones (*S*), el precio futuro acordado al que podría ejercerse la opción (*X*), la fecha de expiración de la opción (*T*), la tasa de rendimiento libre de riesgo de la economía en su conjunto (*r*) y, por último —la variable fundamental—, la inestabilidad anual esperada de las acciones, esto es, las probables fluctuaciones de su cotización entre el momento de la compra y la fecha de expiración (ó, la letra griega «sigma»). Con asombrosa maestría matemática, Black y Scholes redujeron el precio de la opción (*C*) a esta fórmula:

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2),$$

donde

$$d_1 = \frac{\log\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \text{ y } d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

¿Se siente algo desconcertado? ¿Le cuesta entender el álgebra? Para serle sincero, también a mí me desconcierta. Pero para los «cuántos» la fórmula era perfecta. Para ganar dinero con esta idea, necesitaban que los mercados estuvieran llenos de gente que no tuviera ni idea de cómo establecer los precios de las opciones pero, en cambio, se fiaran de su propio (y raramente acertado) instinto visceral. También necesitaban un montón de potencia informática, esa fuerza que estaba transformando los mercados ya desde comienzos de la década de 1980. Con ello, solo les faltaba un socio con cierto conocimiento del mercado y podían dar el salto desde el club universitario hasta el parqué. Fisher Black, fulminado por un cáncer, ya no podía ser ese socio. En su lugar, Merton y Scholes acudieron a John Meriwe ther, antiguo jefe del grupo de arbitraje de bonos de Salomon Bro thers, que había hecho su inicial fortuna con la debacle de las entidades de ahorro y préstamo a finales de la década de 1980. La empresa que los tres crearon en 1994 recibió el nombre de Gestión de Capital a Largo Plazo (Long-Term Capital Management, o LTCM).

Parecían formar un equipo de ensueño: dos de los mejores «cuántos» académicos colaborando con una antigua superestrella de Salomon Brothers, y acompañados asimismo de un ex vicepresidente de la Reserva Federal estadounidense, David Mullins, otro antiguo profesor de Harvard, Eric Rosenfeld, y un grupo de ex operadores de Salomon (Victor Haghani, Larry Hilibrand y Hans Hufschmid). Los inversores que LTCM atrajo a su fondo fueron sobre todo grandes bancos, entre ellos el banco de inversiones neoyorquino Merrill Lynch y el banco privado suizo Julius Baer. Posteriormente se uniría al grupo otro banco suizo, USB[554]. La inversión mínima era de 10 millones de dólares. Como compensación, los socios recibirían el 2 por ciento de los activos gestionados y el 25 por ciento de los beneficios (hoy la mayoría de los fondos de riesgo cobran un 2 y un 20 por ciento respectivamente, en lugar del 2 y el 25)[555]. Los inversores asumirían un compromiso de permanencia de tres años antes de poder marcharse. Y otra empresa de Wall Street, Bear Stearns, se aprestaría a ejecutar cualquier operación que Long-Term deseara realizar.

En sus dos primeros años, el fondo gestionado por LTCM ganó un montón de dinero, ofreciendo unos rendimientos (pese a sus abultados honorarios) del 43 y el 41 por ciento respectivamente. Así, en el caso de que uno hubiese invertido 10 millones de dólares en Long-Term en marzo de 1994, a los cuatro años tendría algo más de 40

millones. En septiembre de 1997, el capital neto del fondo alcanzaba los 6700 millones de dólares, y el valor de las participaciones de los socios se había multiplicado por un factor de más de 10. Hay que admitir que, para generar esos enormes rendimientos con una reserva de acciones bajo gestión en constante crecimiento, Long-Term hubo de pedir prestado, como hiciera George Soros. Este apalancamiento adicional les permitió jugarse algo más que su propio dinero. Como ya hemos dicho, a finales de agosto de 1997 el capital del fondo era de 6700 millones de dólares, pero los activos financiados mediante deuda de su balance general equivalían a 126 400 millones, lo que representaba una ratio entre activos y capital de 19 a 1[556]. En abril de 1998, el balance general había alcanzado la cifra de 134 000 millones de dólares. Cuando se habla de apalancarse, la mayoría de nosotros pensamos en el domingo por la tarde. Cuando Merton y Scholes hablaban de apalancamiento, se referían a que Long-Term estaba recibiendo prestada la mayor parte del dinero con el que negociaba. Pero no se puede decir precisamente que ese montón de deuda les asustara. Sus modelos matemáticos aseguraban que el riesgo implicado estaba cercano a cero. Por una parte, seguían a la vez múltiples estrategias de negocio no relacionadas entre sí: cerca de un centenar de ellas, con un total de 7600 posiciones distintas[557]. Puede que una saliera mal, o quizá dos; pero todas esas diferentes apuestas no podían ir mal simultáneamente. Esa era la grandeza de tener una cartera diversificada, otra idea clave de la moderna teoría financiera, que había sido formulada por Harry M. Markowitz —un economista de la Rand Corporation formado en Chicago— a comienzos de la década de 1950, y desarrollada más tarde en el denominado Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital (CAPM, por sus siglas en inglés) de otro economista, William Sharpe[558].

Long-Term ganó dinero explotando las discrepancias de precio en múltiples mercados: en el mercado de las hipotecas residencial a interés fijo; en los bonos del Estado norteamericanos, japoneses y europeos; en el mercado —más complejo— de los IRS, los intercambios de tipos de interés; en cualquier sitio, de hecho, donde sus modelos detectaran una anomalía en la fijación de precios por la que dos activos u opciones fundamentalmente idénticos tuvieran precio mínimamente distintos. Pero la mayor apuesta de la empresa, y la que se basaba de manera más evidente en la fórmula de Black-Scholes, era la de vender opciones a largo plazo en mercados de valores estadounidenses y europeos; en otras palabras: dar a otras personas opciones que estas ejercerían si hubiera grandes movimientos en las futuras cotizaciones de las acciones. Los precios que esas opciones tenían en 1998 implicaban, según la fórmula de Black-Scholes, una volatilidad futura anormalmente alta de alrededor del 22 por ciento anual. En la creencia de que la volatilidad realmente se desplazaría hacia su reciente media del 10-13 por ciento, Long-Term hizo acopio de esas opciones, que vendió baratas. Los bancos que querían protegerse frente a una mayor inestabilidad —por ejemplo, otra liquidación bursátil como la de 1987— se apresuraron a comprar. Long-Term vendió tantas opciones que algunas personas empezaron a llamar a la

empresa el «Banco Central de la Volatilidad»[559]. En el momento de mayor auge, llegaron a tener 40 millones de dólares vinculados a cada punto porcentual de cambio en la volatilidad bursátil estadounidense[560].

¿Parece arriesgado? Pues los «cuántos» de Long-Term no pensaban lo mismo. Uno de los argumentos de venta de la empresa era la afirmación de que esta constituía un fondo neutral de mercado; en otras palabras, que no podían verse perjudicados por un movimiento significativo en ninguno de los grandes mercados de valores, de bonos o monetarios. Lo que denominaban «protección dinámica» les permitía vender opciones sobre un índice bursátil determinado evitando exponerse directamente al propio índice. Es más, el fondo prácticamente tampoco se exponía a los mercados emergentes. Era como si Long-Term estuviera realmente en otro planeta, lejos de los altibajos mundanos de las finanzas terrestres. De hecho, los socios empezaban a preocuparse por el hecho de que no estaban asumiendo suficientes riesgos. Su objetivo era un nivel de riesgo correspondiente a una variación anual (desviación estándar) del 20 por ciento de sus activos; pero en la práctica estaban operando a un nivel que representaba más o menos la mitad de eso[561]. Haría falta un acontecimiento de diez sigma (esto es, de diez veces la desviación estándar) para hacer que la empresa perdiera todo su capital en un solo año. Pero la probabilidad de que se produjera un acontecimiento tal era de 1 entre 10^{24}, lo que en la práctica equivalía a cero[562]. Según los modelos de valor-riesgo de los «cuántos», la empresa era indestructible.

En octubre de 1997, para demostrar que LTCM ciertamente era un grupo de sabios en su máxima expresión, Merton y Scholes recibieron el premio Nobel de economía. Tan confiados estaban ellos y sus socios que el 31 de diciembre de ese año devolvieron 2700 millones de dólares a sus inversores extranjeros (dando a entender de una forma muy clara que a partir de ese momento se centrarían en invertir su propio dinero)[563]. Parecía que el intelecto había triunfado sobre la intuición, y la genialidad científica sobre la mera asunción de riesgos. Equipados con su mágica caja negra, los socios de LTCM parecían destinados a hacer fortunas muy superiores a los sueños más descabellados del propio George Soros. Y entonces, justo cinco meses después, ocurrió algo que amenazó con destapar de golpe la caja negra de los premios Nobel. Sin ninguna razón que resultara inmediatamente evidente, los mercados bursátiles empezaron a caer, de modo que la volatilidad empezó a subir en lugar de bajar. Y cuanto mayor era la volatilidad —en junio alcanzó la cifra de 27, más del doble de las proyecciones de Long-Term—, más dinero se perdía. Mayo de 1998 fue el peor mes en toda la historia de la empresa: el fondo cayó un 6,7 por ciento. Pero aquello era solo el principio. En junio bajó un 10,1 por ciento. Y cuanto menos valían los activos del fondo, más aumentaba su apalancamiento, esto es, la ratio entre su deuda y su capital; en junio, dicha ratio alcanzó la proporción de 31 a 1[564].

En la evolución biológica, las grandes extinciones tienden a estar causadas por conmociones externas, como el choque de un asteroide con la Tierra. De forma

similar, en julio de 1998 un gran meteoro se precipitó sobre Greenwich, cuando se supo que Salomon Smith Barney (el nombre con el que se había rebautizado a Salomon Brothers cuando la firma fue absorbida por Travelers) cerraba su grupo de arbitraje de bonos estadounidenses; era allí donde John Meriwether se había labrado su reputación en Wall Street, y el equipo de la firma había estado básicamente repitiendo las mismas estrategias de negocio de LTCM. Obviamente, a los nuevos propietarios de la empresa no les habían gustado las pérdidas que habían estado viendo desde el mes de mayo. A ello le siguió, el lunes 17 de agosto de 1998, la colisión de un gigantesco asteroide —procedente no del espacio exterior, sino de uno de los más extraños mercados emergentes— cuando, debilitado por los trastornos políticos, la caída de las rentas del petróleo y una chapucera privatización, el ya enfermo sistema financiero ruso se desmoronó del todo. El gobierno ruso, desesperado, se vio obligado a incumplir los pagos de sus deudas (incluidos los bonos nacionales expresados en rublos), alimentando el fuego de la volatilidad en todos los mercados financieros del globo[565]. Producido a consecuencia de la crisis asiática del año anterior, el impago ruso tuvo un efecto contagioso en otros mercados emergentes, y, de hecho, también en algunos del mundo desarrollado. Los márgenes de crédito reventaron[566]. Los mercados de valores se desplomaron. La volatilidad bursátil alcanzó el 29 por ciento; llegaría a dispararse hasta un máximo del 45 por ciento, lo que supone que los índices se moverían un 3 por ciento diario durante los cinco años siguientes[567]. Ahora bien, se suponía que eso no tenía que pasar; desde luego, no según los modelos de Long-Term. Los «cuántos» habían dicho que era improbable que Long-Term perdiera más de 45 millones de dólares en un solo día[568]. Pero el viernes 21 de agosto de 1998 perdió 550 millones, el 15 por ciento de todo su capital, lo que subió su apalancamiento a 42:1[569]. Los operadores de Greenwich observaban sus pantallas con la mirada atónita y la boca abierta. Aquello no podía estar pasando. Pero sí, estaba pasando. De repente, todos los diversos mercados a los que Long-Term se había expuesto se movían de forma sincronizada, anulando completamente la protección ofrecida por la diversificación. En la jerga de los «cuántos», las correlaciones habían ido a la una. A finales de ese mes, Long-Term había bajado un 44 por ciento, lo que representaba una pérdida total de más de 1800 millones de dólares[570].

Agosto es normalmente un mes de escaso movimiento en los mercados financieros, dado que la mayoría de la gente está de vacaciones, John Meriwether estaba en el otro extremo del mundo, en Pekín. Tras regresar a toda prisa, él y sus socios se pusieron a buscar desesperadamente a un caballero andante que acudiera en su rescate. Probaron con Warren Buffett en Omaha, Nebraska, pese al hecho de que solo unos meses antes LTCM había estado comprando en corto agresivamente acciones de su empresa, Berkshire Hathaway. Buffett rechazó la oferta. El 24 de agosto concertaron a regañadientes una reunión nada menos que con George Soros[571]. Aquella era la humillación definitiva: los «cuántos» del planeta Finanzas

pidiendo ser rescatados por el profeta terrestre de la irracional e incuantificable reflexividad. Soros recuerda que le ofreció «a Meriwether 500 millones de dólares si era capaz de encontrar otros 500 millones de algún otro. No parecía probable…». JP Morgan ofreció 200 millones; también Goldman Sachs ofreció ayuda. Pero otros se abstuvieron: en sus despachos se olía la sangre. Si Long-Term se iba al traste, ellos solo querían su garantía, no comprar las posiciones de la empresa. Y les importaba un bledo que la volatilidad se disparara hasta el techo. Al final, temiendo que la quiebra de Long-Term pudiera desencadenar una debacle generalizada en Wall Street, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York negoció a toda prisa un rescate de 3625 millones de dólares proporcionados por 14 bancos de Wall Street[572]. Pero los inversores originales —entre los que se incluían algunos de esos mismos bancos, pero también algunos actores menores como la Universidad de Pittsburgh— habían visto mientras tanto cómo su dinero pasaba de 4900 millones de dólares a solo 400 millones. Los 16 socios se quedaron solo con 30 millones de dólares para repartir, lo que representaba apenas una pequeña parte de la fortuna que habían previsto.

¿Qué había ocurrido? ¿Por qué Soros había estado tan acertado y los grandes cerebros de Long-Term tan equivocados? Parte del problema estaba precisamente en que los extraterrestres fundadores de LTCM habían tenido que aterrizar de golpe en el planeta Tierra. ¿Recuerda los supuestos subyacentes a la fórmula de Black-Scholes? Los mercados son eficientes, lo que significa que el movimiento de las cotizaciones no puede predecirse; son continuos, libres de fricciones y completamente líquidos; y los rendimientos de las acciones siguen la distribución normal en forma de curva acampanada. Podría decirse que, cuantos más operadores aprendieran a emplear la fórmula de Black-Scholes, más eficientes se volverían los mercados financieros[573]. Pero, como observara en cierta ocasión John Maynard Keynes, en una crisis «los mercados pueden mantenerse irracionales durante más tiempo del que uno puede mantenerse solvente». Es posible que a largo plazo el mundo pudiera comportarse ciertamente de una forma más parecida al planeta Finanzas, actuando siempre con fría lógica. Pero a corto seguía pareciéndose a nuestra vieja y querida Tierra, habitada por seres humanos con emociones, capaces de pasar repentinamente de la codicia al temor. Cuando las pérdidas empezaron a acumularse, muchos participantes simplemente se retiraron del mercado, dejando a LTCM con una extensa y nada líquida cartera de activos que no podía vender a ningún precio. Asimismo, este era un planeta Tierra cada vez más integrado, donde un impago en Rusia podía provocar un aumento de la volatilidad en todo el mundo. «Quizá el error de Long-Term —musitaba Myron Scholes en una entrevista— fuera […] el de no darse cuenta de que el mundo se está haciendo cada vez más y más global con el tiempo». Meriwether se hacía eco de ese mismo punto de vista: «La naturaleza del mundo había cambiado, y nosotros no supimos verlo»[574]. Precisamente por eso mismo, dado que muchas otras empresas habían empezado a tratar de copiar las estrategias de Long-Term, cuando las cosas se pusieron mal no fue solo la cartera de esta la que se vio afectada; fue

como si se estuviera desintegrando toda una supercartera entera[575]. Hubo una estampida parecida a las del ganado en la que todo el mundo se dirigió a la salida más próxima, con los altos ejecutivos de los grandes bancos insistiendo en que se cerraran las posiciones a cualquier precio. Todo se derrumbó de repente. Como le diría más tarde a Meriwether un destacado gestor de fondos de riesgo londinense: «John, la correlación eras tú».

Hubo, no obstante, otra razón por la que LTCM fracasó. Los modelos de valor-riesgo (abreviado VaR) que utilizaba la empresa implicaban que las pérdidas sufridas en agosto por Long-Term eran tan improbables que no deberían haber ocurrido jamás en toda la existencia del universo. Pero eso era porque los modelos trabajaban con un volumen de datos de solo cinco años. Si se hubieran remontado a once años atrás, habrían incluido el crac bursátil de 1987; y si hubieran llegado hasta ochenta años atrás, habrían incluido el último gran impago de Rusia, producido tras la Revolución de 1917. El propio Meriwether, nacido en 1947, observaba con tristeza: «Si yo hubiera vivido la Depresión, me habría encontrado en mejor situación para entender los acontecimientos»[576]. En dos palabras: los premios Nobel sabían un montón de matemáticas, pero no la suficiente historia. Habían comprendido la hermosa teoría del planeta Finanzas, pero habían pasado por alto el sucio pasado del planeta Tierra. Y por eso, lisa y llanamente, «Gestión de Capital a Largo Plazo» acabó convirtiéndose en «Mala Gestión de Capital a Corto Plazo».

Podría suponerse que tras el catastrófico fracaso de LTCM, los fondos de riesgo cuantitativos desaparecerían de la escena financiera. Al fin y al cabo, dicho fracaso, aunque de una envergadura espectacular, estaba lejos de resultar anómalo. De los 1308 fondos de riesgo que se crearon entre 1989 y 1996, más de una tercera parte (el 36,7 por ciento) habían dejado de existir al final de ese período. Y durante ese tiempo la vida media de un fondo de protección fue de solo cuarenta meses[577]. Sin embargo, lo que ocurrió fue justo lo contrario. Lejos de declinar, en los últimos diez años los fondos de riesgo de todo tipo han aumentado en gran medida tanto en su número como en el volumen de los activos que gestionan. En 1990, según Hedge Fund Research, había algo más de 600 fondos de riesgo que gestionaban unos 39 000 millones de dólares en activos, mientras que en el año 2000 la cifra era de 3873 fondos, con 490 000 millones de dólares en activos. Las cifras más recientes (para el primer trimestre de 2008) sitúan el total en 7601 fondos, con activos por valor de 1,9 billones de dólares. Desde 1998 se ha producido una auténtica estampida de inversores hacia fondos de riesgo (y en los «fondos de fondos» que aglutinan el rendimiento de múltiples empresas). Mientras que antaño fueron la reserva de individuos y bancos de inversiones con «alto valor neto», hoy los fondos de riesgo están atrayendo a un creciente número de fondos de pensiones y dotaciones universitarias[578]. Esta tendencia resulta todavía más llamativa si se tiene en cuenta

el hecho de que su tasa de desgaste sigue siendo alta: solo una cuarta parte de los 600 fondos declarados en 1996 seguía existiendo todavía en 2004. En 2006, 717 cesaron su actividad de negocio, mientras que en los nueve primeros meses de 2007 la cifra se redujo a 409[579]. No es un hecho ampliamente reconocido que un gran número de fondos de riesgo simplemente desaparezcan tras haber incumplido las expectativas de sus inversores.

La explicación obvia de esta proliferación de fondos de riesgo es que estos dan bastante buen resultado como activos, con una volatilidad relativamente baja y una baja correlación con otros vehículos de inversión. Sin embargo, según Hedge Fund Research, los rendimientos de estos fondos han bajado del 18 por ciento en la década de 1990 hasta solo el 7,5 por ciento entre 2000 y 2006. Además, existe un creciente escepticismo en torno a la cuestión de si los rendimientos de los fondos de riesgo realmente reflejan lo que en la jerga se denomina «alfa» (una verdadera habilidad en la gestión de activos), en lugar de «beta» (los movimientos generales del mercado que cualquiera podría captar con una apropiada combinación de índices)[580]. Una explicación alternativa es la de que, mientras existen, los fondos de riesgo enriquecen a sus gestores de una forma peculiarmente tentadora. En 2007, George Soros ganó 2900 millones de dólares, quedando por delante de Ken Griffin, de Citadel, y de James Simons, de Renaissance, aunque por detrás de John Paulson, que ganó la asombrosa cifra de 3700 millones de dólares apostando contra las hipotecas *subprime*. Como ha señalado John Kay, si Warren Buffett hubiera cobrado a los inversores de Berkshire Hathaway «2 y 20», se habría embolsado personalmente 57 000 de los 62 000 millones de dólares que su empresa ha ganado para sus accionistas en los últimos cuarenta y dos años[581]. Soros, Griffin y Simons son gestores de fondos claramente excepcionales (aunque seguramente no más que Buffett). Ello explica por qué sus fondos, junto con los de otros grandes gestores, han experimentado tan enorme crecimiento durante la pasada década. Hoy, alrededor de 390 fondos gestionan activos por valor de más de 1000 millones de dólares. Los cien más importantes de ellos representan actualmente el 75 por ciento de los activos de todos los fondos de riesgo, mientras que solo los diez primeros gestionan 324 000 millones de dólares[582]. Sin embargo, cualquier timador de poca monta podría ganar un montón de dinero creando un fondo de riesgo, cogiendo 100 millones de dólares de una serie de inversores incautos y siguiendo luego la estrategia más sencilla posible:

1. Aparca los 100 millones de dólares en letras del Tesoro a un año con un rendimiento del 4 por ciento.
2. Esto le permite vender por 10 centavos por cada dólar 100 millones de opciones cubiertas, que se pagarán si el S&P 500 cae más del 20 por ciento el siguiente año.

3. Coge los 10 millones de dólares de la venta de las opciones y compra unas cuantas letras del Tesoro más, lo que le permite vender otros 10 millones en opciones, lo cual, a su vez, le produce un rendimiento neto de otro millón de dólares más.

4. Se toma unas largas vacaciones.

5. Al cabo de un año hay un 90 por ciento de probabilidades de que el S&P 500 no haya caído un 20 por ciento, de modo que no les debe nada a los titulares de las opciones.

6. Calcula sus ganancias: 11 millones de dólares de la venta de las opciones más el 4 por ciento de los 110 millones en letras del Tesoro, o sea un bonito rendimiento del 15,4 por ciento antes de gastos.

7. Se embolsa el 2 por ciento de los fondos que gestiona (2 millones de dólares) y el 20 por ciento de los rendimientos que superen, pongamos por caso, una cota del 4 por ciento, lo que le produce más de 4 millones de dólares brutos.

8. Existe una probabilidad de casi el 60 por ciento de que el fondo vaya sobre ruedas con estas bases durante más de cinco años sin que el S&P 500 llegue a caer un 20 por ciento, en cuyo caso ganará 15 millones de dólares aunque no entre dinero nuevo en su fondo, e incluso sin apalancar sus posiciones[583].

¿Podría una crisis del estilo de la LTCM repetirse actualmente, diez años después, solo que esta vez a una escala tal, e implicando a tal número de fondos de riesgo fraudulentos, que el problema simplemente sería demasiado grande como para poder llevar a cabo un rescate? ¿Están hoy los bancos del mundo occidental aún más expuestos a las pérdidas de los fondos de riesgo, y a los riesgos de contrapartida relacionados, de lo que lo estaban en 1998?[584] Y si lo están, ¿quién los rescatará esta vez? Las respuestas a estas preguntas no están en otro planeta, sino en el otro extremo del nuestro.

«Chimérica»

Para muchos, la historia financiera es como el agua que se ha llevado el río: historia antigua, como la historia de la China imperial. Los mercados tienen una memoria muy corta. Muchos de los jóvenes operadores actuales ni siquiera experimentaron la crisis asiática de 1997-1998. Los que entraron en el mundo de las finanzas después del año 2000 vivieron siete años embriagadores. Los mercados de valores de todo el mundo experimentaron un boom. Y lo mismo hicieron los mercados de bonos, los de productos y los de derivados. De hecho, es algo que ocurrió con toda clase de activos, por no hablar de los que salen beneficiados cuando las primas son grandes, desde los vinos caros hasta los yates de lujo. Pero esos años de expansión fueron también años misteriosos, en los que los mercados se dispararon en un momento de subida de los tipos de interés a corto plazo, manifiestos desequilibrios comerciales y crecientes

riesgos políticos, especialmente en las regiones exportadoras de petróleo de todo el mundo, económicamente cruciales. La clave de esta aparente paradoja se hallaba en China[585].

Chongqing, situada en las ondulantes riberas del poderoso Yangtsé, un río de aguas de color terroso, se halla en las profundidades del subcontinente chino, a más de 1600 kilómetros de las zonas empresariales costeras que suelen visitar la mayoría de los occidentales. Sin embargo, los 32 millones de habitantes de la provincia son tan partícipes del actual milagro económico de China como los de Hong Kong o Shanghai. En cierta manera, la precipitada industrialización y urbanización que está experimentando Chongqing constituye la última y mayor hazaña de la economía planificada comunista. Sus 30 puentes, sus 10 líneas férreas locales, sus innumerables bloques de pisos, todo ello aparece a través del humo y la neblina como una especie de monumento al poder del Estado unipartidista centralizado. Pero el crecimiento de Chongqing es también el resultado de la empresa privada sin restricciones. En muchos aspectos, Wu Yajun es la personificación de la recién descubierta riqueza del país. Considerada una de las más destacadas promotoras inmobiliarias de Chongqing, se halla entre las mujeres más ricas de China, con un patrimonio de más de 9000 millones de dólares, lo que la convierte en la antítesis viviente de aquellos escoceses que hicieron su fortuna en Hong Kong hace un siglo. Otro ejemplo es el de Yin Mingsha. Encarcelado durante la Revolución Cultural, Yin descubrió su auténtica vocación a comienzos de la década de 1990, tras la liberalización de la economía china. En solo quince años ha creado una empresa de 900 millones de dólares. El año pasado su compañía, Lifan, vendió más de 1,5 millones de motores de motocicleta y de bicicletas; hoy exporta a Estados Unidos y a Europa. Wu y Yin son solo dos de los más de 345 000 millonarios (en dólares) que hoy viven en China.

El país no solo ha dejado atrás su pasado imperial. Hasta ahora, la economía de más rápido crecimiento del mundo también ha logrado evitar la clase de crisis que periódicamente ha sacudido a otros mercados emergentes. Tras haber devaluado el yuan ya en 1994, y tras haber retenido el control de capitales durante todo el período de la reforma económica, en 1977-1998 China no sufrió ninguna crisis monetaria. Cuando los chinos quisieron atraer capital extranjero, exigieron que este adoptara la forma de inversiones directas. Ello significó que, en lugar de pedir dinero prestado a los bancos occidentales para financiar su desarrollo industrial, como hicieron muchos otros países emergentes, hicieron que los extranjeros construyeran fábricas en las denominadas «zonas empresariales» del país, creando así unos activos grandes y pesados que no podían retirarse fácilmente en caso de crisis. El aspecto fundamental, sin embargo, es que el grueso de la inversión china se ha financiado con los propios ahorros del país (y con la diáspora china en ultramar). Las familias chinas, especialmente cautelosas tras muchos años de inestabilidad y poco acostumbradas a toda la panoplia de facilidades crediticias que tenemos en Occidente, ahorran una parte inusualmente elevada de sus crecientes ingresos, en marcado contraste, por

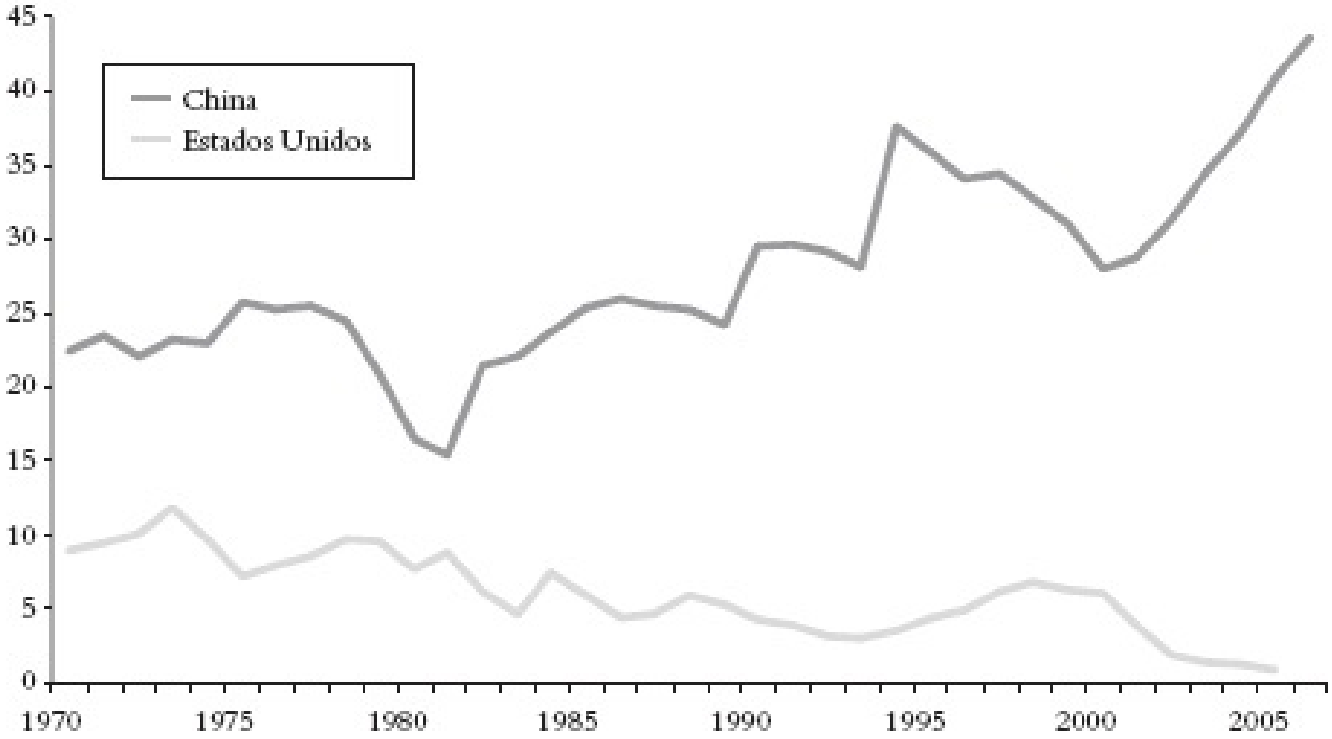
ejemplo, con las estadounidenses, que en los últimos años no han ahorrado nada o casi nada. Las empresas chinas, por su parte, ahorran una proporción todavía mayor de sus crecientes beneficios. Tan abundantes son esos ahorros que, por primera vez en siglos, hoy la dirección de los flujos de capital no es de Occidente a Oriente, sino de Oriente a Occidente. Y se trata de un flujo cuantioso. En 2007, Estados Unidos tuvo que pedir prestados unos 800 000 millones de dólares al resto del mundo, lo que representa más de 4000 millones por cada día laborable. China, en cambio, tiene actualmente un superávit contable de 262 000 millones de dólares, una cantidad equivalente a más de la cuarta parte del déficit estadounidense. Y una proporción extraordinariamente grande de ese superávit ha acabado prestándose a Estados Unidos. En la práctica, pues, la República Popular China se ha convertido en el banquero de los Estados Unidos de América.

A primera vista, esto puede parecer extraño. Hoy, el estadounidense medio gana más de 34 000 dólares al año; en cambio, y pese a la riqueza de personas como Wu Yajun y Yin Mingsha, el chino medio vive con menos de 2000 dólares anuales. ¿Por qué, entonces, iba a querer el segundo prestarle dinero al primero, que es veintidós veces más rico que él? La respuesta es que, hasta hace poco, la mejor forma que tenía China de dar trabajo a su inmensa población era exportando productos manufacturados a ese insaciable derrochador que es el consumidor estadounidense. Para asegurar que esas exportaciones fueran irresistiblemente baratas, China hubo de combatir la tendencia de su moneda a fortalecerse frente al dólar comprando literalmente miles de millones de dólares en mercados de todo el mundo, como parte de un sistema de vínculos monetarios asiáticos que algunos analistas bautizaron como Bretton Woods II[586]. En 2006, la cuantía de los dólares que tenían los chinos superaba casi con certeza la cota del billón de dólares. (De manera harto significativa, el incremento neto de las reservas de divisas chinas prácticamente igualaba la emisión neta de letras del Tesoro y bonos de agencias gubernamentales de Estados Unidos.) Mientras tanto, desde la perspectiva estadounidense, la mejor forma de hacer que los buenos tiempos se prolongaran durante los últimos años ha consistido en importar productos chinos baratos. Además, al externalizar la fabricación en China, las empresas estadounidenses han podido beneficiarse también de una mano de obra barata. Y asimismo, y de manera crucial, al vender miles de millones de dólares en bonos al Banco Popular de China, Estados Unidos ha podido disfrutar de unos tipos de interés significativamente inferiores a los que habría afrontado en otra situación.

Bienvenidos, pues, al maravilloso país dual de «Chimérica» —el formado por China más Norteamérica—, que representa algo más de una décima parte de la superficie terrestre del globo, una cuarta parte de su población, una tercera parte de su producción económica y más de la mitad del crecimiento económico global en los últimos ocho años. Durante un tiempo pareció una especie de matrimonio perfecto: los chimericanos del este ahorraban; los chimericanos del oeste gastaban. Las

importaciones chinas mantenían a raya la inflación estadounidense. Los ahorros chinos mantenían a raya los tipos de interés estadounidenses. La mano de obra china mantenía a raya los costes salariales estadounidenses. Como resultado, era extraordinariamente barato pedir dinero prestado y extraordinariamente beneficioso dirigir una empresa. Gracias a Chimérica, los tipos de interés reales globales —el coste de pedir prestado teniendo en cuenta la inflación— cayeron más de un tercio por debajo de su media en los últimos quince años. Gracias a Chimérica, en 2006 los beneficios de las empresas estadounidenses subieron aproximadamente la misma proporción por encima de su porcentaje medio del PIB. Pero había una pega: cuanto más dinero estaba dispuesta a prestar China a Estados Unidos, más estadounidenses estaban dispuestos a pedir dinero prestado. En otras palabras: Chimérica fue la causa subyacente de la escalada de créditos bancarios, emisiones de bonos y nuevos contratos de derivados que el planeta Finanzas presenció a partir del año 2000. Fue la causa subyacente de la explosiva proliferación de fondos de riesgo. Fue la razón subyacente de que toda una serie de sociedades de inversión de capital privadas pudieran prestar dinero a diestro y siniestro para adquisiciones financieras apalancadas. Y Chimérica —o la «superabundancia de ahorro» asiática, como la denominara Ben Bernanke—[587] fue la razón subyacente de que en 2006 el mercado hipotecario estadounidense se viera tan inundado de dinero que uno podía obtener una hipoteca del ciento por ciento del valor de tasación pese a no tener ni ingresos ni trabajo ni activos[588].

Ahorros netos nacionales como porcentaje de la renta nacional bruta, 1970–2006



Como ya hemos visto, la crisis de las hipotecas *subprime* de 2007 no era tan difícil de predecir. Pero sí resultaba mucho más difícil predecir el modo en que el temblor causado por una avalancha de impagos hipotecarios en el mercado emergente que albergaba el propio territorio estadounidense provocaría un terremoto financiero en todo el sistema económico occidental. No había mucha gente que supiera entender que los impagos de las hipotecas *subprime* destruirían el valor de toda una serie de nuevos y exóticos instrumentos financieros respaldados por activos como las obligaciones de deuda colateralizada. No había mucha gente capaz de ver que, al incrementarse la magnitud de aquellas pérdidas, el préstamo interbancario simplemente se agarrotaría, y que los tipos de interés cobrados a los emisores de letras de cambio y bonos corporativos a corto plazo se dispararían al alza, provocando una dolorosa restricción que afectaría a toda clase de prestatarios del sector privado. No había mucha gente capaz de prever que este desplome crediticio llevaría a un banco británico a sufrir el primer pánico bancario producido desde 1866 y a acabar siendo nacionalizado. Allá por julio de 2007, antes de que empezaran los problemas, cierto gestor de fondos de riesgo estadounidense había apostado conmigo siete contra uno a que durante los cinco años siguientes Estados Unidos no sufriría ninguna recesión. «Yo aposté a que no se acercaba el fin del mundo —admitiría al cabo de seis meses—. Pero hemos perdido.» Es cierto que a finales de mayo de 2008 parecía que Estados Unidos había entrado ya en recesión. Pero ¿tanto como el fin del mundo?

Es verdad que en mayo de 2008 parecía improbable que China (por no hablar de los otros BRIC) pudiera no verse afectada en absoluto por una recesión estadounidense. Estados Unidos sigue siendo el principal socio comercial de China y representa alrededor de la quinta parte de las exportaciones de ese país. Por otro lado, la importancia de las exportaciones netas para el crecimiento chino ha declinado considerablemente en los últimos años[589]. Asimismo, la acumulación de reservas chinas ha situado a Pekín en la poderosa tesitura de poder ofrecer inyecciones de capital a los apurados bancos estadounidenses. El auge de los fondos de riesgo es solo una parte de la historia de la reorientación de las finanzas globales acaecida a partir de 1998. Aún más importante fue el crecimiento de los fondos soberanos, entidades creadas por países con grandes superávits comerciales a fin de gestionar su riqueza acumulada. A finales de 2007, los fondos soberanos gestionaban alrededor de 2,6 billones de dólares, una cifra que superaba la de todos los fondos de riesgo del mundo y que no quedaba muy por debajo de la de los fondos de pensiones públicas y la de las reservas de los bancos centrales. Según una previsión de Morgan Stanley, en el plazo de quince años dichos fondos podían acabar gestionando activos por valor de 27 billones de dólares, algo más del 9 por ciento del total de activos financieros del globo. Ya en ese mismo año de 2007, los fondos soberanos de Asia y Oriente Próximo habían atraído inversiones de varias empresas financieras occidentales, incluidas Barclays, Bear Stearns, Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS y

las empresas de inversión de capital privadas Blackstone y Carlyle. Durante un tiempo parecía que los fondos de patrimonio soberano podrían orquestar un rescate global de las finanzas occidentales, lo que representaba la definitiva inversión de papeles de la historia financiera. Para los defensores de lo que George Soros ha tildado de «fundamentalismo de mercado», había aquí una dolorosa anomalía: entre los grandes vencedores de la última crisis se contaban las empresas de titularidad pública[590].

Sin embargo, hay razones por las que esta resolución de la crisis estadounidense aparentemente elegante, y esencialmente chimericana, no se ha producido. En parte se debe simplemente a que las iniciales incursiones chinas en los mercados financieros estadounidenses han producido resultados no precisamente estelares[591]. En Pekín hay temores justificables de que para los bancos occidentales lo peor todavía podría estar por llegar, especialmente teniendo en cuenta el inescrutable impacto de una recesión estadounidense en los CDS, intercambios de impagos crediticios pendientes, con un valor teórico de 62 billones de dólares. Pero existe también una grave tensión política hoy detectable en el propio corazón de Chimérica. Durante un tiempo, en el Congreso estadounidense ha aumentado la preocupación frente a lo que se ve como una competencia desleal y una manipulación monetaria por parte de China, y cuanto más arrecie la recesión en Estados Unidos, probablemente más ruidosas se harán las quejas en ese sentido. Sin embargo, el relajamiento monetario estadounidense desde agosto de 2007 —los fuertes recortes en el tipo de los fondos federales hasta llegar casi a cero, las diversas «facilidades de liquidez» y otros mecanismos que han inyectado más de un billón de dólares en el sistema bancario— no ha dejado de ser una especie de versión estadounidense de la misma manipulación monetaria[592]. En la primera fase de la crisis, el dólar se depreció alrededor de un 25 por ciento frente a las monedas de sus principales socios comerciales, además de depreciarse frente al yuan. Dado que ello coincidió con presiones simultáneas sobre la oferta y la demanda en casi todos los mercados de productos del mundo, el resultado fue una significativa subida de los precios de los alimentos, el combustible y las materias primas. El aumento de los precios de los productos, a su vez, intensificó las presiones inflacionistas sobre China, lo que ha requerido la imposición de controles de precios y prohibiciones de exportaciones, y ha alentado una extraordinaria competición por los recursos naturales de África y otras partes que, a los ojos de Occidente, despide cierto tufillo alarmantemente imperial[593]. La inversión de estas tendencias a finales de 2008, cuando el dólar se recuperó y los precios de las mercancías se desplomaron, no redujo la fricción. De hecho, Estados Unidos repitió la acusación de «manipulación monetaria» a pesar de que las exportaciones chinas a este país se hundieron en el abismo. Quizá, como su propio nombre parece insinuar a primera vista, Chimérica no sea en el fondo más que una quimera, el mítico animal de la antigua leyenda que era parte león, parte cabra y parte dragón.

Acaso, pensándolo bien, ya hayamos pasado por esto. Hace cien años, en la primera era de globalización, muchos inversores creyeron que existía una relación simbióticamente parecida entre el centro financiero del mundo, el Reino Unido, y la economía industrial más dinámica de la Europa continental: Alemania. Entonces, como ahora, existía una fina línea de separación entre simbiosis y rivalidad[594]. ¿Habría algo que podría desencadenar otro brote de globalización como el que tuvo lugar en 1914? La respuesta obvia es el deterioro de las relaciones políticas entre Estados Unidos y China, sea por el comercio, por Taiwan, por el Tíbet o por alguna otra cuestión todavía subliminal[595]. Puede que este escenario parezca hoy poco plausible. Pero es fácil ver cómo los futuros historiadores podrían construir retrospectivamente, de forma plausible, cadenas causales que explicaran ese giro de los acontecimientos. Los partidarios de la «culpabilidad bélica» podrían atribuir la responsabilidad a una actitud más agresiva por parte de China, dejando a otros la tarea de lamentarse de los pecados de omisión del agotado titán estadounidense. Los estudiosos de las relaciones internacionales no dudarían en identificar los orígenes sistémicos de la guerra en la ruptura del libre comercio, la competencia por los recursos naturales y el choque de civilizaciones. Arropados por el lenguaje de la explicación histórica, una importante conflagración puede empezar a parecer un hecho alarmantemente probable en nuestra época, exactamente como resultó serlo en 1914. Algunos incluso pueden sentir la tentación de decir que el aumento de los precios de los productos en el período de 2003 a 2008 reflejaba cierta previsión inconsciente del inminente conflicto por parte del mercado.

Una lección importante de la historia es la de que pueden surgir grandes guerras incluso cuando la globalización económica está muy avanzada y la posición hegemónica de un imperio angloparlante parece bastante segura. Una segunda lección importante es la de que, cuanto más tiempo pasa el mundo sin un gran conflicto, más difícil resulta imaginar uno (y, quizá, más fácil resulta que estalle uno). Una tercera y última lección es la de que, cuando una crisis afecta a inversores confiados, produce un trastorno mucho mayor que cuando se ceba en inversores ya curtidos. Como hemos visto repetidamente, las crisis realmente grandes apenas llegan a formar parte del recuerdo viviente de los actuales ejecutivos bancarios, gestores de fondos y agentes de bolsa. Así, por ejemplo, la carrera media de un alto directivo de Wall Street es de poco más de veinticinco años,[596] lo que se traduce en el hecho de que los recuerdos de primera mano presentes en los más altos escalafones del sistema bancario estadounidense no se remontan más atrás de 1983, esto es, diez años después del comienzo de la última gran subida de los precios del petróleo y del oro. Este hecho por sí solo proporciona una poderosa justificación para el estudio de la historia financiera.

Epílogo

El origen del dinero

El actual mundo financiero es el resultado de cuatro milenios de evolución económica. El dinero —la relación cristalizada entre deudor y acreedor— engendró los bancos, cámaras de compensación para prestar y tomar prestadas sumas de dinero aún mayores. En el siglo XIII, los bonos del Estado introdujeron la titularización de montones de pagos de intereses, mientras que los mercados de bonos revelaban los beneficios de los mercados públicos regulados a la hora de negociar y fijar los precios de los valores. En el siglo XVII empezaron a poderse comprar y vender de manera similar las acciones de las empresas. Desde el XVIII, los fondos de seguros y, más tarde, los fondos de pensiones explotaron las economías de escala y las leyes de las medias estadísticas para proporcionar protección financiera frente a un riesgo calculable. Desde el XIX, los futuros y las opciones ofrecen instrumentos más especializados y sofisticados, los primeros derivados financieros. Y desde el XX se ha alentado a las familias, por razones políticas, a aumentar el apalancamiento y desviar sus carteras en favor de las propiedades inmobiliarias.

A las economías que combinaban todas esas innovaciones institucionales —bancos, mercados de bonos, mercados de valores, seguros y democracia de propietarios— les ha ido mejor a largo plazo que a las que no, debido a que la intermediación financiera en general permite una asignación de recursos más eficiente que, pongamos por caso, el feudalismo o la planificación centralizada. Por esta razón, no resulta del todo sorprendente que el modelo financiero occidental tendiera a difundirse por todo el mundo, primero bajo el aspecto del imperialismo, y luego bajo el de la globalización[597]. En resumen, desde la antigua Mesopotamia hasta la China actual, el triunfo del dinero ha sido el de las fuerzas que impulsan el progreso humano: un proceso complejo de innovación, intermediación e integración que ha resultado tan vital como el avance de la ciencia o la difusión del derecho para que la humanidad pudiera escapar a la ardua tarea de la agricultura de subsistencia y a la miseria de la trampa maltusiana. En palabras de Frederic Mishkin, ex gobernador de la Reserva Federal estadounidense: «El sistema financiero [es] el cerebro de la economía. […] Actúa como un mecanismo coordinado que asigna el capital, la savia de la actividad económica, a sus usos más productivos por parte de las familias y las empresas. Si el capital va a parar a usos equivocados o no fluye en absoluto, la

economía operará de manera ineficiente y, en última instancia, el crecimiento económico será bajo»[598].

Sin embargo, el triunfo del dinero no ha seguido, ni puede seguir, un camino fácil. Lejos de ello, la historia financiera es una especie de montaña rusa llena de altibajos, de burbujas y pinchazos, de manías y pánicos, de choques y conmociones[599]. Un reciente estudio basado en los datos disponibles para el producto interior bruto y el consumo desde 1870 ha identificado 148 crisis en las que un determinado país experimentó un descenso acumulado del PIB de al menos el 10 por ciento, y 87 crisis en las que el consumo sufrió una caída de magnitud comparable, implicando una probabilidad de desastre financiero de alrededor del 3,6 por ciento anual[600]. Aun hoy, y pese a la sofisticación sin precedentes de nuestras instituciones e instrumentos, el planeta Finanzas es tan vulnerable como siempre a las crisis. Parece ser que, pese a todo nuestro ingenio, estamos condenados a ser «engañados por la aleatoriedad»[601] y sorprendidos por los «cisnes negros»[602]. Incluso podría ser que actualmente estuviésemos viviendo la dolorosa deflación de una «super burbuja» multidécada[603].

Hay tres razones fundamentales de ello. La primera es que una gran parte del futuro —o mejor dicho, de los futuros, dado que nunca hay un futuro singular— reside en el reino de la incertidumbre, y no en el del riesgo calculable. Como afirmaba Frank Knight en 1921: «La incertidumbre debe entenderse en un sentido radicalmente distinto de la noción familiar de riesgo, de la que nunca se ha separado adecuadamente. […] Una incertidumbre *mensurable*, o "riesgo" propiamente dicho […] es tan distinta de una *inmensurable* que de hecho no constituye una incertidumbre en absoluto». Por decirlo de una manera sencilla: gran parte de lo que ocurre en la vida no es como un juego de dados. Una y otra vez ocurrirá un acontecimiento que sea «tan enteramente único que no haya ningún otro, o no haya en un número bastante, para hacer posible tabular los suficientes como para formar una base que permita hacer alguna inferencia o valorar alguna probabilidad real»[604]. Eso mismo expresaba Keynes de manera brillante en 1937. Escribía entonces, en respuesta a las críticas a su *Teoría general*:

> No entiendo meramente la distinción entre lo que se sabe con certeza y lo que es solo probable. En este sentido, el juego de la ruleta no está sometido a la incertidumbre. […] La esperanza de vida es solo ligeramente incierta. Incluso la previsión del tiempo es solo moderadamente incierta. El sentido en el que estoy utilizando el término es aquel en el que la perspectiva de una guerra europea resulta incierta, o […] el tipo de interés de aquí a veinte años. […] Sobre estas cuestiones no hay base científica en la que fundamentar cualquier probabilidad calculable. Sencillamente no lo sabemos[605].

Keynes pasaba luego a formular hipótesis sobre el modo en que los inversores «logran en esas circunstancias comportarse de tal manera que se salve nuestra apariencia de hombres racionales y económicos»:

> 1. Suponemos que el presente constituye una guía para el futuro mucho más aprovechable de lo que un examen sincero de la experiencia pasada mostraría que ha sido realmente hasta ahora. En otras palabras: ignoramos en gran medida la perspectiva de futuros cambios de cuyo carácter real no sabemos nada.
> 2. Suponemos que el estado de opinión *existente* tal como se expresa en los precios y el carácter de la producción existente se basa en un resumen *correcto* de las perspectivas futuras…
> 3. Sabiendo que nuestro propio juicio individual carece de valor, nos empeñamos en recurrir al juicio del resto del mundo, que quizá esté mejor informado. Es decir, nos empeñamos en amoldarnos al comportamiento de la mayoría o de la media[606].

Aunque no está nada claro que Keynes tuviera razón en su interpretación del comportamiento de los inversores, ciertamente su pensamiento iba en la dirección correcta. Y ello porque no cabe duda de que los sesgos heurísticos de los individuos desempeñan un papel crucial a la hora de generar inestabilidad en los mercados financieros.

Eso nos lleva a la segunda razón de la inestabilidad inherente al sistema financiero: el comportamiento humano. Como ya hemos visto, todas las instituciones financieras están a merced de nuestra inclinación innata a oscilar entre la euforia y el desaliento; de nuestra recurrente incapacidad de protegernos frente a los «riesgos de cola»; de nuestro perenne fracaso a la hora de aprender de la historia. En un célebre artículo, Daniel Kahneman y Amos Tversky demostraron con una serie de experimentos la tendencia de la gente a calcular mal las probabilidades cuando se enfrenta a sencillas opciones financieras. Para empezar, entregaron 1000 libras israelíes a cada uno de los miembros del grupo muestra. Luego los invitaron a elegir entre: *a*) una probabilidad del 50 por ciento de ganar otras 1000 libras, o *b*) una probabilidad del ciento por ciento de ganar otras 500 libras. Solo el 16 por ciento de los participantes eligieron la opción *a*; todos los demás (el 84 por ciento) eligieron la *b*. Luego, pidieron a los miembros del mismo grupo que se imaginaran que había recibido 2000 libras israelíes cada uno, y les plantearon un nuevo dilema entre: *c*) un 50 por ciento de probabilidades de perder 1000 libras, o *d*) un ciento por ciento de probabilidades de perder 500 libras. Esta vez la mayoría (el 69 por ciento) eligieron la

opción *c*, y solo el 31 por ciento escogieron la *d*. Sin embargo, desde la perspectiva del resultado, los dos problemas son idénticos. En ambos casos uno tiene que elegir entre un 50 por ciento de probabilidades de acabar con 1000 libras, o un número igual de probabilidades de acabar con 2000 (*a* y *c*), y la certeza de acabar con 1500 libras (*b* y *d*). En este y otros experimentos, Kahneman y Tversky identifican una llamativa asimetría: aversión al riesgo ante las perspectivas positivas, pero asunción de este ante las negativas. Una pérdida tiene alrededor de dos veces y media el impacto de una ganancia de la misma magnitud[607].

Este «fallo de invariancia» es solo uno de los muchos sesgos heurísticos (esto es, formas sesgadas de pensar o de aprender) que distinguen a los seres humanos de carne y hueso del *Homo economicus* de la teoría económica neoclásica, que se supone que toma sus decisiones racionalmente, basándose en toda la información disponible y en su utilidad esperada. Otros experimentos muestran que también sucumbimos con excesiva facilidad a trampas cognitivas como:

1. El *sesgo de disponibilidad*, que hace que basemos nuestras decisiones en la información que está más fácilmente disponible en nuestra memoria, en lugar de en los datos que realmente necesitamos.
2. El *sesgo retrospectivo*, que hace que asignemos mayores probabilidades a los acontecimientos una vez que estos han ocurrido (*ex post*) de las que les habíamos asignado antes de que ocurrieran (*ex ante*).
3. El *problema de la inducción*, que nos lleva a formular reglas generales basándonos en una información insuficiente.
4. La *falacia de la conjunción* (o disyunción), que significa que tendemos, por ejemplo, a sobrestimar la posibilidad de que siete acontecimientos con una probabilidad del 90 por ciento ocurran *todos*, mientras que subestimamos la posibilidad de que ocurra *al menos uno* de siete acontecimientos con una probabilidad del 10 por ciento.
5. El *sesgo de confirmación*, que nos inclina a buscar evidencias que confirmen una hipótesis inicial, antes que evidencias contrarias que la refuten.
6. Los *efectos de contaminación*, por los que permitimos que una información irrelevante, pero próxima, influya en una decisión.
7. La *afectación heurística*, por la que una serie de juicios de valor preconcebidos interfieren en nuestra evaluación de los costes y beneficios.
8. El *error de alcance*, que nos impide evaluar proporcionadamente qué estaríamos dispuestos a sacrificar para evitar perjuicios de diferente orden o magnitud.
9. El *exceso de confianza en la calibración*, que nos lleva a subestimar los intervalos de confianza dentro de los que nuestras estimaciones serán robustas (por ejemplo, combinar el «mejor posible» de los casos con el «más probable»).

10. La *apatía del espectador*, que nos inclina a abdicar de la responsabilidad individual cuando formamos parte de una multitud[608].

Si todavía tiene dudas de la falibilidad innata de los seres humanos, plantéese la siguiente cuestión. Un bate y una pelota de béisbol cuestan en total 1,10 euros, y el bate cuesta un euro más que la pelota. ¿Cuánto cuesta la pelota? La respuesta errónea es la que dan a instintivamente una de cada dos personas: 10 céntimos. La respuesta correcta es 5 céntimos, ya que solo con un bate de 1,05 euros y una pelota de 5 céntimos se satisfacen las dos condiciones requeridas[609].

Si hay un ámbito que tenga el potencial de revolucionar nuestra comprensión del funcionamiento de los mercados financieros, seguramente es la naciente disciplina de las finanzas conductuales[610]. No está nada claro qué parte del corpus de trabajos derivados de la hipótesis de los mercados eficientes logrará sobrevivir a este reto[611]. Quienes depositan su fe en «la sabiduría de las masas»[612] suponen simplemente que un gran grupo de personas tiene más probabilidades de hacer una evaluación correcta que un pequeño grupo de supuestos expertos. Pero eso no es decir mucho. El viejo chiste de que «los macroeconomistas han predicho con éxito nueve de las cinco últimas recesiones» en realidad no es tanto un chiste como una desalentadora verdad sobre la dificultad de las predicciones económicas[613]. Por otra parte, cualquier estudioso serio de la psicología humana esperará tanta necedad como sabiduría de los grandes grupos de personas[614]. Un buen ejemplo de ello es la cuasi universal falsa ilusión entre los inversores, en el primer semestre de 2007, de que no podía producirse una gran crisis de liquidez (véase la introducción al presente volumen). Adaptando una elegante recapitulación de Eliezer Yudkowsky:

> Puede que la gente se muestre excesivamente confiada y excesivamente optimista. Puede que se centre en escenarios demasiado concretos para el futuro, con exclusión de todos los demás. Puede que no recuerde en su memoria ninguna [crisis de liquidez] pasada. Puede sobrestimar la predecibilidad del pasado y, en consecuencia, subestimar la sorpresa del futuro. Puede que no sea consciente de la dificultad de prepararse [para las crisis de liquidez] sin el beneficio de la retrospectiva. Puede que prefiera […] las apuestas con mayores probabilidades de ganancia, descuidando el valor de lo que se juega. Puede que combine información positiva sobre los beneficios de una tecnología [por ejemplo, el seguro de bonos] y la información negativa sobre sus riesgos. Puede que se contamine por las películas en las que [el sistema financiero] se acaba salvando […] o que la perspectiva extremadamente desagradable de que [una crisis de liquidez] les estimule a buscar argumentos que

> avalen que [la liquidez] *no* [se agotará], sin realizar una búsqueda igualmente desesperada de razones por las que [podría hacerlo]. Pero si la cuestión es, específicamente, «¿Por qué no hay más gente que haga algo al respecto?», una posible respuesta es que la gente se plantea esa misma cuestión, mirando a todas partes para ver si alguien más está reaccionando […] mientras trata de parecer serena e impávida[615].

La mayor parte de nuestra urdimbre cognitiva es, de hecho, el resultado de la evolución. La tercera razón de la errática trayectoria de la historia financiera se halla también relacionada con la teoría de la evolución, aunque por analogía. Se dice normalmente que las finanzas tienen cierto carácter darwiniano. La de «la supervivencia de los más aptos» es una expresión que gustan de utilizar los corredores agresivos; y como ya hemos visto, a los bancos de inversión les gusta celebrar conferencias con títulos como «La evolución de la excelencia». Pero la crisis estadounidense de 2007 ha incrementado la frecuencia de estas expresiones. El subsecretario del Tesoro norteamericano, Anthony W. Ryan, no fue la única persona que habló de una oleada de restricciones financieras en la segunda mitad de 2007. Andrew Lo, director del Laboratorio de Ingeniería Financiera del Instituto de Tecnología de Massachusetts (MIT), está encabezando un intento de reconceptualizar los mercados como sistemas adaptativos[616]. Un análisis histórico a largo plazo del desarrollo de los servicios financieros también sugiere que las fuerzas evolutivas están presentes en el mundo financiero tal como lo están en el mundo natural[617].

La idea de que es posible que en la economía actúen procesos darwinianos no es nueva, obviamente. La economía evolucionista constituye, de hecho, una subdisciplina bien establecida, que incluso ha tenido su propia revista especializada durante los últimos dieciséis años[618]. Thorstein Veblen fue el primero que planteó la pregunta «¿Por qué la economía no es una ciencia evolucionista?» (dando a entender que en realidad debía serlo) nada menos que en 1898[619]. En un famoso pasaje de su obra *Capitalismo, socialismo y democracia,* que podría aplicarse igualmente bien a las finanzas, Joseph Schumpeter caracterizaba el capitalismo industrial como «un proceso evolutivo»:

> Este carácter evolutivo […] no se debe meramente al hecho de que la vida económica tiene lugar en un entorno social y natural que cambia y que, por este cambio, altera los datos de la acción económica; este hecho es importante, y esos cambios (guerras, revoluciones, etc.) a menudo condicionan el cambio industrial, aunque no son sus principales impulsores. Tampoco este carácter

> evolutivo se debe al incremento cuasiautomático de la población y el capital, o a los caprichos de los sistemas monetarios, para los que vale exactamente lo mismo. El impulso fundamental que pone y mantiene en movimiento el motor capitalista proviene de los nuevos bienes de consumo, los nuevos métodos de producción o de transporte, los nuevos mercados, las nuevas formas de organización industrial que crea la empresa capitalista. […] La apertura de nuevos mercados, extranjeros o nacionales, y el desarrollo organizativo desde la tienda de artesanía y la fábrica a los grandes complejos industriales ilustran el mismo proceso de mutación industrial —si podemos emplear el término biológico— que revoluciona de manera incesante la estructura económica *desde dentro,* destruyendo incesantemente la antigua y creando incesantemente una nueva. Este proceso de destrucción creadora constituye el hecho esencial del capitalismo[620].

Un punto clave que surge a partir de investigaciones recientes es el de cuánta destrucción se produce exactamente en una economía moderna. Alrededor de una de cada 10 empresas estadounidenses desaparece cada año. Entre 1989 y 1997, para ser exactos, se esfumaron una media de 611 000 empresas al año de un total de 5,73 millones. Hay que señalar que el 10 por ciento representa la tasa de extinción media; en algunos sectores de la economía, esta puede llegar al 20 por ciento en un mal año (como en el sector financiero del Distrito de Columbia en 1989, en el apogeo de la crisis de las entidades de ahorro y préstamo)[621]. Según el Departamento de Comercio e Industria del Reino Unido, el 30 por ciento de las empresas registradas desaparecen al cabo de tres años[622]. Aun en el caso de que sobrevivan a los primeros años de existencia y pasen a disfrutar de un gran éxito, la mayor parte de las firmas acaban fracasando a la larga. De las que en 1912 eran las 100 mayores compañías del mundo, en 1995 29 estaban en quiebra, 48 habían desaparecido y solo 19 seguían estando entre las 100 primeras[623]. Dado que una buena parte de lo que hacen los bancos y los mercados de valores consiste en proporcionar financiación a las empresas, no debería sorprendernos el hecho de encontrar una pauta similar de destrucción creadora en el mundo financiero. Ya hemos señalado la alta tasa de desgaste existente en los fondos de riesgo. La única razón por la que no hay más bancos que quiebren, como veremos, es que estos se hallan implícita o explícitamente protegidos frente a un posible colapso por los gobiernos.

¿Cuáles son los rasgos comunes que comparten el mundo financiero y un verdadero sistema evolutivo? De entrada acuden seis a la mente:

• Los «genes», en el sentido de que ciertas prácticas empresariales desempeñan el mismo papel que los genes en la biología, permitiendo que la información se

almacene en la «memoria organizativa» y pase de un individuo a otro o de una empresa a otra cuando se crea una empresa nueva.

• El potencial de mutación espontánea, que en el mundo económico normalmente alude a la innovación, y sobre todo, aunque no necesariamente siempre, a la tecnológica.

• La competencia por los recursos entre individuos de una misma especie, cuyos resultados en términos de longevidad y proliferación determinan qué prácticas comerciales persisten.

• Un mecanismo de selección natural a través de la asignación de capital y recursos humanos del mercado, y la posibilidad de muerte en caso de bajo rendimiento, o, en otras palabras, «supervivencia diferencial».

• Margen para la especiación, sustentando la biodiversidad a través de la creación de especies de instituciones financieras totalmente nuevas.

• Margen para la extinción, con especies que desaparecen por completo.

La historia financiera es básicamente el resultado de la mutación institucional y la selección natural. La «deriva» aleatoria (innovaciones/mutaciones no propiciadas por la selección natural, sino que simplemente ocurren) y el «flujo» (innovaciones/mutaciones causadas cuando, por ejemplo, los bancos chinos adoptan prácticas estadounidenses) desempeñan también un papel. También puede haber una «coevolución», cuando distintas especies financieras colaboran y se adaptan conjuntamente (como los fondos de riesgo y sus agentes bursátiles de primera). Pero la principal fuerza impulsora es la selección del mercado. Los organismos financieros compiten unos con otros por unos recursos finitos. En ciertos momentos y en ciertos lugares, ciertas especies pueden hacerse dominantes. Pero las innovaciones de las especies competidoras, o la aparición de otras especies completamente nuevas, evitan el surgimiento de cualquier clase de jerarquía o monocultura permanente. En términos generales se aplica la ley de la supervivencia del más apto. Las instituciones dotadas de un «gen egoísta» que sea hábil a la hora de reproducirse y perpetuarse tenderán a proliferar y a perdurar[624].

Nótese que este proceso no tiene por qué dar lugar a la evolución del organismo perfecto. Una mutación «lo bastante buena» alcanzará el predominio si casualmente se encuentra en el lugar adecuado en el momento adecuado, debido a la sensibilidad del proceso evolutivo a las condiciones iniciales; es decir, que una ligera ventaja inicial puede traducirse en un prolongado período de predominio, sin que tal cosa resulte necesariamente óptima. También vale la pena tener en cuenta que en el mundo natural la evolución no es progresiva como solía creerse (en especial por parte de los seguidores de Herbert Spencer). Tampoco las primitivas formas de vida financieras como los usureros están condenadas al olvido más de lo que lo puedan estar las microscópicas procariotas que todavía representan la mayoría de las especies de la Tierra. La complejidad evolutiva no protege a ningún organismo ni a ninguna

empresa de la extinción, que es el destino de la mayor parte de las especies animales y vegetales.

Hay que admitir que esta analogía evolucionista resulta algo imperfecta. Cuando en el mundo natural un organismo ingiere a otro, simplemente está comiendo; en cambio, en el mundo de los servicios financieros, las fusiones y adquisiciones pueden llevar directamente a la mutación. Entre los organismos financieros no existe un equivalente al papel de la reproducción sexual en el mundo animal (aunque a menudo se utiliza un lenguaje sexual popular para describir ciertas clases de transacciones financieras). La mayoría de las mutaciones financieras son innovaciones deliberadas y conscientes, en lugar de transformaciones aleatorias. De hecho, dado que una empresa puede adaptarse dentro de su propio período vital a los cambios que se producen a su alrededor, la evolución financiera (como la evolución cultural) puede tener un carácter más lamarckiano que darwiniano. Asimismo, más adelante trataremos de otras dos diferencias clave. Pese a ello, la evolución ofrece sin duda un modelo para entender el cambio financiero mejor que cualquier otro de los que disponemos.

Hace noventa años, el socialista alemán Rudolf Hilferding predijo un inexorable movimiento hacia una mayor concentración de la propiedad en lo que él denominaba capital financiero[625]. La visión convencional del desarrollo financiero contempla, de hecho, el proceso desde la posición privilegiada de la gran empresa superviviente. En el árbol genealógico oficial de Citigroup, puede observarse como numerosas pequeñas empresas —cuyo origen se remonta al Banco de Nueva York, fundado en 1812— convergen con el tiempo en un tronco común, el conglomerado actual. Sin embargo, esta es precisamente la manera errónea de concebir la evolución financiera a largo plazo, que en realidad *empieza* en un tronco común. Periódicamente, el tronco se ramifica en la medida en que evolucionan nuevas clases de bancos y otras instituciones financieras. El hecho de que una empresa concreta logre devorar a otras más pequeñas en el camino resulta más o menos irrelevante. En el proceso evolutivo los animales se comen unos a otros, pero esa no es la fuerza impulsora que subyace a la mutación evolutiva y la aparición de nuevas especies y subespecies. Del mismo modo, las economías de escala y de gama no siempre constituyen la fuerza impulsora de la historia financiera. Con mayor frecuencia, los auténticos impulsores son el proceso de especiación —por el que se crean tipos de empresa totalmente nuevos— y el igualmente recurrente proceso de destrucción creadora, por el que las empresas más débiles se extinguen.

Tomemos, por ejemplo, el caso de la banca comercial al por menor, donde sigue habiendo una considerable biodiversidad. Aunque existen gigantes como Citigroup y el Bank of America, tanto el mercado norteamericano como algunos mercados europeos siguen teniendo unos sectores de banca al por menor relativamente fragmentados. El sector de la banca cooperativa ha sido el que más cambios ha experimentado en los últimos años, con unos elevados niveles de concentración

(especialmente tras la crisis de las entidades de ahorro y crédito en la década de 1980), al tiempo que la mayoría de las instituciones han pasado a ser de propiedad accionarial. Cuando empecé a pensar en estos términos, la única especie de banco que parecía estar próxima a la extinción en el mundo desarrollado era el banco de titularidad pública, debido a la oleada de privatizaciones que había recorrido el mundo. Pero la crisis financiera ha cambiado todo eso. A partir de la nacionalización del británico Northern Rock, la titularidad pública ha regresado con fuerza. En el momento de revisar este Epílogo de cara a la edición inglesa del libro en formato bolsillo, parece probable que la renuente administración estadounidense se vea forzada a tomar el control de Citibank, Bank of America y otras instituciones que están al borde de la insolvencia.

En otros aspectos, la de los últimos años ha sido una historia de especiación, de proliferación de nuevas clases de institución financiera, que es exactamente lo que cabría esperar en un auténtico sistema evolutivo. Han surgido muchos nuevos servicios financieros «de línea única», especialmente en las finanzas de consumo (como, por ejemplo, Capital One). Y hoy existen también una serie de nuevas «boutiques» que abastecen al mercado de la banca privada. La banca directa (por teléfono y por internet) constituye otro fenómeno relativamente reciente que va en aumento. Del mismo modo, aunque se formaron gigantes en el ámbito de la banca de inversiones, también evolucionaron y proliferaron nuevas especies más ligeras como los fondos de riesgo y las sociedades de inversión de capital privadas. Y asimismo, tal como veíamos en el capítulo 6, la rápida acumulación de reservas de moneda fuerte por parte de los exportadores de productos manufacturados y de energía ha producido una nueva generación de fondos soberanos.

No solo han proliferado nuevas clases de empresas financieras, sino también nuevas formas de activos y servicios financieros. En los años anteriores a 2007 aumentó espectacularmente el apetito de los inversores por los títulos con garantía hipotecaria o garantizados por otras clases de activos. También experimentó un aumento enorme el uso de derivados financieros, la mayoría de los cuales se compran y se venden en el mercado extrabursátil, con transacciones individuales en lugar de intercambios públicos; una tendencia que, aunque rentable para los vendedores de los derivados, ha tenido consecuencias desagradables además de imprevistas debido a la falta de estandarización de tales instrumentos y al potencial de disputas legales que pueden generar en caso de crisis.

En términos evolutivos, pues, el sector de los servicios financieros parece haber pasado por una especie de «explosión cámbrica», con un florecimiento de especies existentes y un incremento del número de nuevas especies. Como en el mundo natural, la existencia de gigantes no ha impedido la evolución y la existencia continuada de especies más pequeñas. El tamaño no lo es todo en las finanzas, como no lo es en la naturaleza. De hecho, las propias dificultades que surgen cuando las empresas de titularidad pública se hacen mayores y más complejas —las

deseconomías de escala asociadas a la burocracia, las presiones asociadas a la obligación de rendir cuentas periódicamente— proporcionan oportunidades a nuevas formas de empresa privada. Lo que importa en la evolución no es el tamaño ni (a partir de un cierto nivel) la complejidad. Lo único que importa es ser hábil a la hora de sobrevivir y de reproducir los propios genes. El equivalente financiero es ser hábil a la hora de generar rendimientos sobre el patrimonio y de generar imitadores que empleen un modelo de negocio similar.

En el mundo financiero, la mutación y la especiación normalmente han sido respuestas evolutivas al entorno y a la competencia, mientras que la selección natural determina qué nuevas características serán ampliamente difundidas. A veces, como ocurre en el mundo natural, el proceso evolutivo ha estado sometido a grandes perturbaciones en forma de conmociones geopolíticas y crisis financieras. La diferencia es, obviamente, que mientras que los asteroides gigantes (como el que eliminó al 85 por ciento de las especies al final del Cretácico) representan conmociones exógenas, las crisis financieras son endógenas al propio sistema financiero. La Gran Depresión de la década de 1930 y la Gran Inflación de la de 1970 destacan como momentos de una gran discontinuidad, con «extinciones masivas» tales como los pánicos bancarios en la década de 1930 y las quiebras de las entidades de ahorro y préstamo en la de 1980.

Algo parecido está ocurriendo claramente en nuestra época. El abrupto deterioro de las condiciones crediticias y los precios de los activos iniciado en el verano de 2007 generó graves problemas para muchos fondos de riesgo, haciéndolos vulnerables a las peticiones de reembolso de los inversores. Incluso algunos de ellos (especialmente Citadel, de Ken Griffin), a los que tan bien les fue en la fase inicial de la crisis, sufrieron grandes pérdidas en 2008. Pero una característica más importante de la crisis financiera ha sido su devastador impacto en los bancos. El Fondo Monetario Internacional calcula que las pérdidas mundiales en valores con garantía de activos estadounidenses y otras formas de deuda de riesgo serán de alrededor de 2,2 billones de dólares. En el momento de redactar estas líneas (febrero de 2009) se han reconocido ya alrededor de 1,1 billones de dólares en depreciaciones de activos (reajustes a la baja de su valor en los libros) por parte de todas las instituciones financieras, lo que significa que hasta ahora solo han salido a la luz la mitad de las probables pérdidas. Desde el comienzo de la crisis, los bancos estadounidenses han depreciado activos por valor de 494 000 millones de dólares y recaudado unos 448 000 millones en nuevo capital, lo que deja un déficit de algo menos de 50 000 millones de dólares. Dado que normalmente los bancos aspiran a mantener una ratio capital/activos de bastante menos del 10 por ciento, eso implica que es posible que haya que contraer los balances generales hasta en 500 000 millones de dólares. Sin embargo, el colapso del denominado sistema bancario en la sombra de entidades fuera de balance como los vehículos estructurados de inversión y los conductos ha hecho que dicha contracción resulte difícil, llevando sus activos y pasivos de nuevo a

los balances contables bancarios. Asimismo, clientes no financieros han usado líneas de crédito preestablecidas a fin de incrementar la liquidez, provocando con ello un nuevo incremento de los activos bancarios.

La crisis ha revelado defectos fundamentales en los acuerdos internacionales (Basilea I y II)[626] que regulan la suficiencia de capital bancario. En Europa, por ejemplo, el capital bancario medio equivale hoy a bastante menos del 10 por ciento de los activos (quizá hasta un exiguo 4 por ciento), mientras que hacia comienzos del siglo XX representaba alrededor de un 25 por ciento. En otras palabras, en los años anteriores a la crisis se dejó que se disparara el apalancamiento medio (la ratio activos/capital). En septiembre de 2008, por ejemplo, la ratio de apalancamiento de Bank of America era de 73,7 a 1 (es decir, que su capital era igual a solo el 1,4 por ciento de sus activos). Incluyendo los compromisos fuera de balance, dicha ratio de apalancamiento alcanzaba la asombrosa proporción de 134 a 1. Esto formaba parte de una explosión generalizada de deuda que presenció el aumento de la deuda total (financiera, de las empresas, de las familias y del Estado) de poco más del 160 por ciento del PIB, en 1974, a más del 350 por ciento en 2008. La importancia económica del aumento del endeudamiento de las familias puede calibrarse por el hecho de que, sin el incentivo al consumo proporcionado por la liquidez obtenida gracias a las hipotecas, la tasa de crecimiento real en la economía estadounidense durante la presidencia de George W. Bush habría sido alrededor de un 1 por ciento anual. Esta era de apalancamiento está tocando a su fin.

La crisis financiera también ha frustrado las esperanzas de quienes creían que la separación entre origen de riesgo y gestión de balance distribuiría el riesgo de manera óptima a lo largo de todo el sistema financiero. Parece haber ocurrido justo lo contrario, con enormes concentraciones de riesgo acumulándose en el propio corazón del sistema financiero. Asimismo, el sistema de titularización —que en su momento de mayor auge representaba casi una quinta parte de toda la creación de crédito— se ha revelado inesperadamente vulnerable.

En términos evolutivos, esta crisis ha causado ya una gran extinción. Los bancos de inversión estadounidenses, antaño actores dominantes en Wall Street, han desaparecido: o bien han ido a la quiebra (como Lehman Brothers), o bien han sido absorbidos por bancos comerciales (Bear Stearns y Merrill Lynch), o bien se han visto obligados a convertirse en holdings bancarios para sobrevivir (Goldman Sachs y Morgan Stanley). Paralelamente, también las aseguradoras de bonos parecen destinadas a desaparecer. En otros sectores financieros lo que se produce es un descenso de población en lugar de una extinción directa. Parece improbable que esta crisis pase sin que se produzcan nuevas fusiones y adquisiciones por parte de bancos comerciales a ambos lados del Atlántico, dado que los relativamente fuertes podrían devorar a los relativamente débiles. De hecho, Ken Lewis, de Bank of America, predijo el año pasado que solo la mitad de los 8500 bancos de Estados Unidos sobreviviría a la crisis. Sin embargo, las propias dificultades de Lewis desde su

compra de Merrill Lynch apenas ofrecen incentivos a otros compradores potenciales. El número de fondos de riesgo se reducirá en al menos una tercera parte en la medida en que los más débiles sean abandonados por los inversores o absorbidos por los más fuertes[627].

También parece posible que surjan formas completamente nuevas de institución financiera a raíz de la crisis. Como ha sugerido Andrew Lo: «Al igual que sucediera en anteriores incendios forestales en los mercados, es probable que a raíz de este veamos surgir una increíble flora y fauna»[628]. Esta podría ser la oportunidad perfecta para montar un tipo de banco comercial hoy pasado de moda, centrado en las relaciones antes que en las transacciones, y que aspire a recuperar la confianza que tantos y tantos bancos consolidados han perdido.

Esta es otra gran diferencia entre la naturaleza y las finanzas. Mientras que la evolución biológica tiene lugar en el entorno natural, donde el cambio es esencialmente aleatorio (de ahí la imagen del «relojero ciego» de Richard Dawkins), en los servicios financieros la evolución se produce en un marco regulador en el que —por tomar prestada una expresión de los creacionistas antidarwinianos— existe un «diseño inteligente» que desempeña su papel. Los cambios repentinos en el entorno regulador son bastante distintos de los cambios repentinos en el entorno macroeconómico, que sí son análogos a los cambios medioambientales del mundo natural. La diferencia estriba una vez más en el hecho de que los cambios reguladores incluyen cierta dosis endógena, dado que sus responsables a menudo han sido cocineros antes que frailes, y, por tanto, conocen bastante bien cómo funciona el sector privado. El efecto neto, sin embargo, es similar al del cambio climático en la evolución biológica. Las nuevas normas y regulaciones pueden hacer que características hasta entonces ventajosas se conviertan en perjudiciales. El auge y caída de las entidades de ahorro y préstamos, por ejemplo, se debió en gran medida a los cambios producidos en el entorno regulador estadounidense. Y es probable que los cambios reguladores producidos a raíz de la actual crisis financiera tengan consecuencias igualmente imprevistas.

La intención declarada de la mayoría de reguladores es la de mantener la estabilidad en el sector de los servicios financieros, protegiendo así a los consumidores a los que sirven los bancos y a la economía «real» a la que la industria sustenta. A las compañías pertenecientes a los sectores no financieros se las considera sistémicamente menos importantes para el conjunto de la economía y menos cruciales para la subsistencia del consumidor. El colapso de una gran institución financiera, especialmente aquel en el que los clientes minoristas pierden sus depósitos, constituye, pues, un acontecimiento que cualquier regulador (y político) desea evitar a toda costa. Una vieja cuestión que ha resurgido desde agosto de 2007 es hasta qué punto las garantías explícitas e implícitas para rescatar a los bancos crean un problema de riesgo moral, alentando una excesiva asunción de riesgos basada en el presupuesto de que el Estado intervendrá para evitar la falta de liquidez e incluso la

insolvencia si una determinada institución se considera demasiado grande como para permitir que fracase, bien por ser esta demasiado sensible políticamente o porque resulte demasiado probable que arrastre a un montón de otras empresas en su caída. Desde una perspectiva evolucionista, no obstante, el problema se ve ligeramente distinto. Puede que, de hecho, resulte poco deseable tener instituciones en la categoría de «demasiado grandes para fracasar», ya que sin los ocasionales brotes de destrucción creadora el proceso evolutivo se verá frustrado. La experiencia de Japón en la década de 1990 puede servir de advertencia a los legisladores y reguladores ante la perspectiva de que todo un sector bancario pueda convertirse en una especie de peso muerto económico si se apuntala a las instituciones pese a su mal rendimiento y no se amortizan las deudas morosas. La opinión popular es que no se debería haber dejado que Lehman Brothers quebrara en septiembre de 2008. Y sin embargo, resulta difícil ver de qué modo podría haberse salvado en aquel momento tanto a Merrill Lynch como a Lehman Brothers. No cabe duda de que el Tesoro estadounidense subestimó el impacto de la quiebra de Lehman, especialmente en los bonistas extranjeros. Pero por otra parte, ¿cómo habría podido el Tesoro asegurarse la aprobación de la ley que daba luz verde a los 700 000 millones de dólares del Programa de Recuperación de Activos con Problemas sin el palpable empeoramiento de la crisis que siguió a la quiebra de Lehman?

Toda conmoción en el sistema financiero ha de producir víctimas. Abandonada a sí misma la selección natural debería darse prisa en eliminar a las instituciones más débiles del mercado, que normalmente son engullidas por las que tienen éxito. Pero la mayoría de las crisis también dar lugar a nuevas normas y regulaciones, dado que los legisladores y reguladores se apresuran a estabilizar el sistema financiero y a proteger al consumidor/votante. El aspecto crucial es que la posibilidad de extinción no puede ni debe eliminarse por unas reglas excesivamente cautas. Como escribía Joseph Schumpeter hace más de setenta años: «Este sistema económico no puede funcionar sin la *ultima ratio* de la completa destrucción de aquellas existencias que están irremisiblemente asociadas a los inadaptados sin esperanza». Para él, eso significaba nada menos que la desaparición de «las empresas no aptas para vivir»[629].

Está por ver si las medidas extraordinarias adoptadas por los gobiernos occidentales desde septiembre de 2008 tendrán el efecto deseado de evitar el completo desmoronamiento del sistema financiero, o si en la práctica no acabarán amenazando al proceso de evolución financiera. En Estados Unidos, la Reserva Federal ya ha reducido de hecho su tipo de interés mínimo casi a cero. En conjunción con el Tesoro y con la alarmantemente sobreexplotada Corporación Federal de Seguros de Depósitos, ha proporcionado a las instituciones financieras créditos, inyecciones de capital y garantías por valor de unos ocho billones de dólares. Asimismo, el Servicio de Préstamos Bursátiles con Garantía de Activos a Plazo de la Reserva Federal destinará hasta un billón de dólares a reavivar el proceso de titularización crediticia. Y sin duda se necesitará mucho más dinero todavía para

recapitalizaciones bancarias o nacionalizaciones directas, dada la probable insuficiencia del Fondo de Inversión Pública-Privada anunciado en febrero. En comparación con todas esas medidas dirigidas al sistema financiero, los 787 000 millones de estímulo fiscal de la administración de Obama parecen una minucia.

El precio del rescate por parte del Estado es el control por parte del Estado, y los bancos estadounidenses ya están viendo limitada su libertad de acción en lo relativo a la retribución de sus ejecutivos y la contratación de extranjeros. ¿Podría esto señalar un retorno a la clase de control gubernamental de las finanzas que no se veía desde las dos guerras mundiales? Ciertamente, hay un aspecto en el que la crisis financiera ya nos ha catapultado de vuelta a la década de 1940: una consecuencia directa de todos esos nuevos gastos será un enorme incremento del déficit público, que se prevé que en 2009 supere el 12 por ciento del PIB, o el 44 por ciento del gasto federal total. Una diferencia de tal calibre entre el gasto público y los ingresos tributarios era algo que no se veía desde la Segunda Guerra Mundial. El gran misterio en el momento de redactar estas líneas es quién demonios va a comprar 1,75 billones de dólares en nuevos bonos del Estado norteamericano. ¿Los chinos, fieles a su condición chimericana? ¿Las familias estadounidenses, repentinamente convertidas a las virtudes del ahorro? ¿La Reserva Federal, armada con su prensa de papel moneda?

Tras escribir este libro, con frecuencia me han preguntado si no le había puesto un título equivocado. Puede parecer que *El triunfo del dinero* suena a incongruente optimismo en medio de la peor crisis financiera desde la Gran Depresión. Sin embargo, a estas alturas debería resultarle ya evidente al lector lo lejos que ha llegado nuestro sistema financiero desde sus remotos orígenes entre los prestamistas de Mesopotamia. No cabe duda de que ha habido grandes reveses, contradicciones y agonías. Pero ni siquiera los peores contratiempos nos han obligado a retroceder de forma permanente. Aunque la línea de la historia financiera sea irregular como los dientes de una sierra, su ascendente trayectoria es la de un incuestionable triunfo.

En cualquier caso, igualmente podría haber rendido homenaje a Charles Darwin titulando el libro *El origen de las finanzas*, puesto que, como hemos visto, la que aquí hemos contado es una historia auténticamente evolutiva. Cuando retiramos billetes de banco del cajero automático, o invertimos parte de nuestro salario mensual en bonos y acciones, o aseguramos nuestro coche, o hipotecamos nuestra casa, o renunciamos al «sesgo doméstico» en favor de los mercados emergentes, estamos interviniendo en transacciones que tienen numerosos antecedentes históricos.

Hay quienes estos días hablan de «la muerte del capitalismo» o de «la muerte del libre mercado», como si el Estado constituyera de algún modo una alternativa a los mercados financieros. La realidad histórica, como ya debería de resultar evidente, es que los estados y los mercados financieros han existido siempre en una relación simbiótica. De hecho, sin las exigencias de las finanzas públicas, gran parte de las

innovaciones financieras que dieron origen a los bancos centrales, el mercado de bonos y el mercado de valores jamás se habrían producido. Sigo estando más convencido que nunca de que, mientras no entendamos plenamente el origen de la especie financiera, jamás podremos comprender la verdad fundamental del dinero: que, lejos de ser «un monstruo al que hay que volver a poner en su sitio», como se quejaba recientemente el presidente alemán,[630] los mercados financieros son como el espejo de la humanidad, que revela cada hora de cada día laborable la forma en que nos valoramos a nosotros mismos y en que valoramos los recursos del mundo que nos rodea.

No es culpa del espejo si refleja nuestras imperfecciones con tanta claridad como nuestra belleza.



Página del *Liber abaci* (*Libro del cálculo*) de Fibonacci, publicado en 1202, donde se aplicaban los numerales arábigos e hindúes y las matemáticas a problemas financieros tales como el cálculo del interés.





(*arriba*) *Adoración de los Magos* de Botticelli: la natividad del respetable banquero, en la que aparecen miembros de la familia Medici como personajes bíblicos.

(*izquierda*) Nathan Mayer Rothschild: el «Napoleón Bonaparte de las finanzas» y amo del mercado de bonos a comienzos del siglo XIX.



N° 180. 4e année. 16 Avril 1898. 15 centimes.

Le Rire

Un an : Paris, 8 fr.
Départements, 9 fr. Etranger, 11 fr.
Six mois : France, 5 fr. Etranger, 6 fr.

JOURNAL HUMORISTIQUE PARAISSANT LE SAMEDI

M. Félix JUVEN, Directeur. — Partie artistique : M. Arsène ALEXANDRE

La reproduction des dessins du RIRE est absolument interdite aux publications, Françaises ou étrangères, sans autorisation.

10, rue Saint-Joseph, 10
PARIS
Les manuscrits et dessins non insérés ne sont pas rendus.

LE GOTHA DU « RIRE » — N° IX

ROTHSCHILD



Dessin de C. LÉANDRE

«Rothschild»: portada antisemita de la revista satírica francesa *Le Rire*, 1898.



El arma decisiva de la guerra de Secesión estadounidense: cañoneras unionistas en acción en el Mississippi, en la batalla de Vicksburg.



Un imperio de avanzadillas comerciales: el Imperio holandés, tal como aparece representado en un antiguo mapa de la Compañía de las Indias Orientales.



Emanuel de Witte, *Beurs van Amsterdam* (*La Bolsa de Amsterdam*), 1653: la primera Bolsa propiamente dicha, donde podían comprarse y venderse acciones de la Compañía de las Indias Orientales.



Retrato de John Law, asesino convicto, teórico monetario y artífice de la primera gran burbuja bursátil.





(*arriba*) Mapa de Luisiana, la tierra de la abundancia en la que se suponía que obtendría su fortuna la Compañía del Mississippi.

(*abajo*) Imagen de Luisiana para consumo de los inversores de la Compañía del Mississippi.



Dos platos holandeses inspirados en el crac de las Mississippi. En el primero se lee: «¡Dios mío! ¡Todas mis acciones sin valor!»; en el segundo: «Acciones de mierda y negocio de humo».





El terremoto de Tokio-Yokohama de 1923, uno de los numerosos desastres que sufrió el sector del seguro en Japón hacia mediados del siglo xx.





(*arriba*) El antiguo «rey de las reclamaciones por daños» y azote de las aseguradoras Richard «Dickie» Scruggs entre las ruinas de su casa en la playa de Pascagoula tras el huracán Katrina.

(*izquienda*) Ken Griffin, fundador y director general del fondo de protección Citadel, con sede en Chicago: gran maestro de la moderna gestión de riesgos.



El díptico de Grenville, en el que se muestran los 719 cuarteles heráldicos de la familia en la época del segundo duque de Buckingham. Pero ni toda esa cantidad de linaje hereditario pudo proteger a su propiedad de las consecuencias de un apalancamiento excesivo.



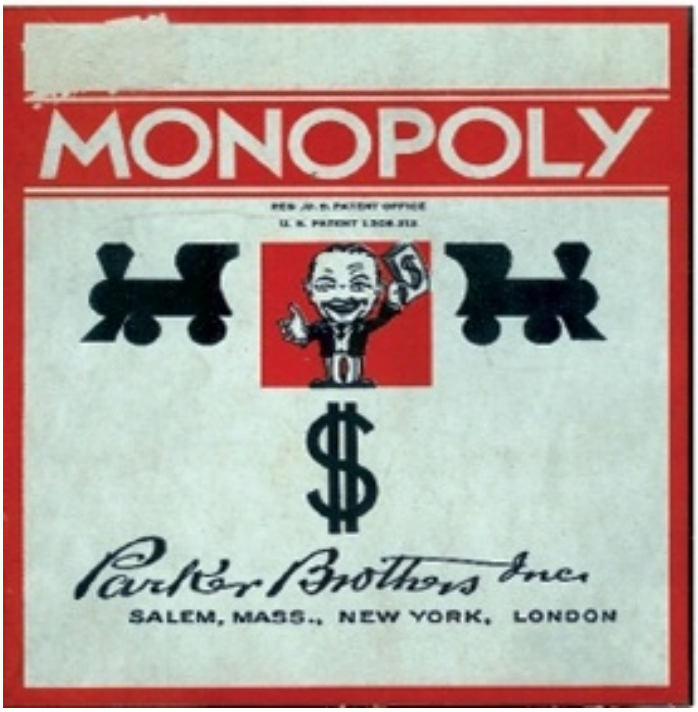
(*arriba*) Una visión marxista de la «Ciudad del Motor»: mural de Diego Rivera en el atrio ajardinado del Instituto de Arte de Detroit, muro norte.

(*derecha*) Mural de Diego Rivera en el atrio ajardinado del Instituto de Arte de Detroit, muro sur (detalle).





Detalle del *Monopoly* original, de Charles Darrow, con las calles de Atlantic City.





Las dos caras de la propiedad inmobiliaria: el original «Míster Monopoly» y la casilla de «Vaya a la cárcel».



Chongqing tal como era antes…



… y Chongqing después del auge económico de China.



NIALL CAMPBELL DOUGLAS FERGURSON (Glasgow, Reino Unido, 1964) es un historiador, escritor y profesor británico. Se especializó en historia económica y financiera, así como en la historia del colonialismo. Tiene la cátedra Laurence A. Tish de Historia en la Universidad de Harvard2 y la cátedra William Ziegler de Administración de negocios en la Harvard Business School. Fue educado en la institución privada Glasgow Academy de Escocia y en el Magdalen College de la Universidad de Oxford.

En 2008, Ferguson publicó The Ascent of Money: A Financial History of the World3 (El triunfo del dinero: cómo las finanzas mueven el mundo),4 que fue también presentado como una serie televisiva en el Channel 4 del Reino Unido.

Notas

[1] Para ser exactos, este fue el incremento en la renta personal disponible per cápita entre el tercer trimestre de 2006 y el tercer trimestre de 2007. Desde entonces se ha mantenido estática, sin apenas subir nada entre marzo de 2007 y marzo de 2008. Datos de *Economic Report of the President 2008*, tabla B-31: **http://www.gpoaccess.gov/eop/**. <<

[2] Carmen De Navas-Walt, Bernadette D. Proctor y Jessica Smith, *Income, Poverty and Health Insurance Coverage in the United States: 2006*, Washington, agosto de 2007, p. 4. <<

[3] *We See Opportunity: Goldman Sachs 2007 Annual Report*, Nueva York, 2008. <<

[5] Paul Collier, *The Bottom Billion: Why the Poorest Countries Are Failing and What Can Be Done About It*, Oxford, 2007. <<

[8] David Wessel, «A Source of our Bubble Trouble», *Wall Street Journal*, 17 de enero de 2008. <<

[10] Stephen Roach, «Special Compendium: Lyford Cay 2006», *Morgan Stanley Research*, 21 de noviembre de 2006, p. 4. <<

[11] Milton Friedman y Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867—1960*, Princeton, 1963. <<

[12] Princeton Survey Research Associates International, elaborado para la National Foundation for Credit Counseling, «Financial Literacy Survey», 19 de abril de 2007: **http://www.nfcc.org/NFCC_SummaryReport_Topline Final.pdf**. <<

[13] Alexander R. Konrad, «Finance Basics Elude Citizens», *Harvard Crimson*, 2 de febrero de 2008. <<

[14] Associated Press, «Teens Still Lack Financial Literacy, Survey Finds», 5 de abril de 2006: **http://www.msnbc.msn.com/id/12168872/**. <<

[17] «A World without Money», *Socialist Standard*, julio de 1979. El pasaje era un extracto traducido de «Les Amis de Quatre Millions de Jeunes Travailleurs», *Un Monde sans Argent: Le Communisme*, París, 1975-1976: **http://www.geocities.com/~johngray/stanmond.htm**. <<

[18] De hecho, los propios Marx y Engels no habían recomendado la abolición del dinero, sino la «centralización del crédito en manos del Estado, por medio de un banco nacional con capital público y un monopolio exclusivo»: cláusula 5 del *Manifiesto comunista*. <<

[19] Juan Forero, «Amazonian Tribe Suddenly Leaves Jungle Home», 11 de mayo de 2006: **http://www.entheology.org/edoto/anmviewer.asp?a=244**. <<

[21] Clifford Smyth, *Francisco Pizarro and the Conquest of Peru*, Whitefish (MT), 2007 [1931]. <<

[23] Michael Wood, *Conquistadors*, Londres, 2001, p. 128. <<

[24] Puede verse una vívida descripción de la perspectiva de los conquistadores, que deja claro que el oro constituía su motivo principal, en la carta que Hernando Pizarro escribió en noviembre de 1533 a la Real Audiencia de Santo Domingo, en Clements R. Markham, ed., *Reports on the Discovery of Peru*, Londres, 1872, pp. 113-127. <<

[25] M.A. Burkholder, *Colonial Latin America*, 2.ª ed., Oxford, 1994, p. 46. <<

[26] J. Hemming, *Conquest of the Incas*, Londres, 2004, p. 77. <<

[27] *Ibid*., p. 355. <<

[28] Wood, *Conquistadors*, pp. 38 y 148. <<

[29] Hemming, *Conquest*, p. 392. <<

[30] P. Bakewell, *A History of Latin America*, 2.ª ed., Oxford, 2004, p. 186. <<

[31] Hemming, *Conquest*, pp. 356 ss. <<

[32] Véase Alexander Murray, *Reason and Society in the Middle Ages*, Oxford, 2002, pp. 25-58. <<

[33] Véase Thomas J. Sargent y François R. Velde, *The Big Problem of Small Change*, Princeton (NJ), 2002. <<

[34] Bakewell, *History of Latin America*, p. 182. <<

[35] Mauricio Drelichman y Hans-Joachim Voth, «Institutions and the Resource Curse in Early Modern Spain», ponencia presentada en «CIAR Institutions, Organizations, and Growth Program Meeting», Toronto, 16-18 de marzo de 2007. <<

[36] Hans J. Nissen, Peter Damerow y Robert K. Englund, *Archaic Book keeping: Early Writing and Techniques of Economic Administration in the Ancient Near East*, Londres, 1993. <<

[37] Agradezco al doctor John Taylor, del Museo Británico, su experto asesoramiento y ayuda para descifrar las inscripciones cuneiformes. También aprendí mucho del «museo virtual» de Martin Schubik en Yale: **http://www.museumofmoney.org/babylon/**. <<

[38] Glyn Davies, *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day*, Cardiff, 1994; Jonathan Williams, Joe Cribb y Elizabeth Errington, eds., *Money: A History*, Londres, 1997. <<

[39] Véase Marc Van De Mieroop, *Society and Enterprise in Old Babylonian Ur*, Berlín, 1992, y los diversos trabajos de Michael Hudson y Marc Van De Mieroop, eds., *Debt and Economic Renewal in the Ancient Near East*, vol. III, Bethesda (MD), 1998; Jack M. Sassoon, Gary Beckman y Karen S. Rubinson, *Civilizations of the Ancient Near East*, vol. III, Londres, 2000. <<

[41] William N. Goetzmann, «Fibonacci and the Financial Revolution», NBER Working Paper 10352, marzo de 2004. <<

[42] John H. Munro, «The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability», *International History Review*, 25, 3, septiembre de 2003, pp. 505-562. <<

[43] Sobre las ventajas que tenía para las ciudades italianas albergar a comunidades judías, véase Maristella Botticini, «A Tale of "Benevolent" Governments: Private Credit Markets, Public Finance, and the Role of Jewish Lenders in Renaissance Italy», *Journal of Economic History*, 60, 1, marzo de 2000, pp. 164-189. <<

[44] Frederic C. Lane, *Venice: A Maritime Republic*, Baltimore, 1973, p. 300. <<

[45] *Id*., «Venetian Bankers, 1496-1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking», *Journal of Political Economy*, 45, 2, abril de 1937, pp. 187-206. <<

[46] Benjamin C.I. Ravid, «The First Charter of the Jewish Merchants of Venice», *AJS Review*, 1, 1976, pp. 190 ss. <<

[47] *Id.*, «The Legal Status of the Jewish Merchants of Venice, 1541-1638», *Journal of Economic History*, 35, 1, marzo de 1975, pp. 274-279. <<

[48] Rhiannon Edward, «Loan Shark Charged 11m per cent Interest», *Scotsman*, 18 de agosto de 2006. <<

[49] John Hale, *The Civilization of Europe in the Renaissance*, Londres, 1993, p. 83. <<

[50] Gene A. Brucker, «The Medici in the Fourteenth Century», *Speculum*, 32, 1, enero de 1957, p. 13. <<

[51] John H. Munro, «The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability», *International History Review*, 25, 3, septiembre de 2003, pp. 505-562. <<

[52] Richard A. Goldthwaite, «The Medici Bank and the World of Florentine Capitalism», *Past and Present*, 114, febrero de 1987, pp. 3-31. Sobre el contexto del auge de los Medici, véase Raymond de Roover, *The Rise and Decline of the Medici Bank, 1397—1494*, Cambridge (MA), 1963, pp. 9-34. <<

[54] Archivo Público Florentino, Mediceo Avanti Principato, MAP 133, 134, 153. <<

[55] Franz-Josef Arlinghaus, «Bookkeeping, Double-entry Bookkeping», en Christopher Kleinhenz, ed., *Medieval Italy: An Encyclopedia*, vol. 1, Nueva York, 2004. El primer libro donde se describió el método fue Benedetto Cotrugli, *Il libro dell'arte di mercatura*, publicado en 1458. <<

[56] Raymond de Roover, «The Medici Bank: Organization and Management», *Journal of Economic History*, 6, 1, mayo de 1946, pp. 24-52. <<

[57] Archivo Público Florentino, Archivio del Monte, Catastro de 1427. Agradezco al doctor Francesco Guidi su asesoramiento con respecto a los papeles de los Medici. <<

[58] Raymond de Roover, «The Decline of the Medici Bank», *Journal of Economic History*, 7, 1, mayo de 1947, pp. 69-82. <<

[59] Stephen Quinn y William Roberds, «The Big Problem of Large Bills: The Bank of Amsterdam and the Origins of Central Banking», Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper, 2005-16, agosto de 2005. <<

[60] Véase, por ejemplo, Peter L. Rousseau y Richard Sylla, «Financial Systems, Economic Growth, and Globalization», en Michael D. Bordo, Alan M. Tayor y Jeffrey G. Williamson, eds., *Globalization in Historical Perspective*, Chicago/Londres, 2003, pp. 373-416. <<

[61] Véase Charles P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe*, Londres, 1984 p. 94. <<

[64] Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres, 1873. <<

[65] Citado en Kindleberger, *Financial History*, p. 87. <<

[68] Niall Ferguson y Oliver Wyman, *The Evolution of Financial Services*: *Making Sense of the Past, Preparing for the Future*, Londres/Nueva York, 2007, p. 34. Véase también la p. 40 para una medida compuesta de la liquidez global. <<

[69] *Ibid*., p. 63. <<

[70] *Ibid*., p. 48. <<

[71] **http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm**. <<

[72] Lord [Victor] Rothschild, *Meditations of a Broomstick*, Londres, 1977 p. 17. <<

[73] David Wessel y Thomas T. Vogel Jr., «Arcane World of Bonds is Guide and Beacon to a Populist President», *Wall Street Journal*, 25 de febrero de 1993, p.A1. <<

[76] Raymond Goldsmith, *Premodern Financial Systems*, Cambridge, 1987, pp. 157 ss., 164-169. <<

[77] Véase M. Veseth, *Mountains of Debt: Crisis and Change in Renaissance Florence, Victorian Britain and Postwar America*, Nueva York/Oxford, 1990. <<

[78] John H. Munro, «The Origins of the Modern Financial Revolution: Responses to Impediments from Church and State in Western Europe, 1200-1600», University of Toronto Working Paper 2, 6 de julio de 2001, p. 7. <<

[79] James Macdonald, *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy*, Nueva York, 2003, pp. 81 ss. <<

[80] Jean-Claude Hocquet, «City-State and Market Economy», en Richard Bonney, ed., *Economic Systems and State Finance*, Oxford, 1995, pp. 87-91. <<

[81] Jean-Claude Hocquet, «Venice», en Richard Bonney, ed., *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200—1815*, Oxford, 1999, p. 395. <<

[82] Frederic C. Lane, *Venice: A Maritime Republic*, Baltimore, 1973, p. 323. <<

[83] *Id*., «Venetian Bankers, 1496-1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking», *Journal of Political Economy*, 45, 2, abril de 1937, pp. 197 ss. <<

[84] Munro, «Origins of the Modern Financial Revolution», pp. 15 ss. <<

[85] Martin Körner, «Public Credit», en Richard Bonney, ed., *Economic Systems and State Finance*, Oxford, 1995, pp. 520 ss., 524 ss. Véase también Juan Gelabert, «Castile, 1504-1808», en Richard Bonney, ed., *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815*, Oxford, 1999, pp. 208 ss. <<

[86] Marjolein't Hart, «The United Provinces 1579-1806», en Richard Bonney, ed., *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200—1815*, Oxford, 1999, pp. 311 ss. <<

[88] Douglass C. North y Barry R. Weingast, «Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England», *Journal of Economic History*, 49, 4, 1989, pp. 803-832. La versión clásica de la revolución financiera británica es P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688—1756*, Londres, 1967. <<

[89] La mejor descripción de la crisis financiera del *ancien régime* es J. F. Bosher, *French Finances, 1770—1795*, Cambridge, 1970. <<

[90] Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge, 1990. <<

[91] *Hansard*, New Series, vol. XVIII, pp. 540-543. <<

[92] Para una descripción detallada, véase Niall Ferguson, *The World's Banker: The History of the House of Rothschild*, Londres, 1998. Véase también Herbert H. Kaplan, *Nathan Mayer Rothschild and the Creation of a Dynasty*: *The Critical Years, 1806—1816*, Stanford, 2006. <<

[93] Archivo Rothschild, Londres, XI/109, Nathan Rothschild a sus hermanos Amschel, Carl y James, 2 enero de 1816. <<

[94] Archivo Rothschild, Londres, XI/109/2/2/156, Salomon, París, a Nathan, Londres, 29 de octubre de 1815. <<

[95] Véase Lord [Victor] Rothschild, *The Shadow of a Great Man*, Londres, 1982. <<

[96] Philip Ziegler, *The Sixth Great Power: Barings, 1762—1929*, Londres, 1988, pp. 94 ss. <<

[97] Heinrich Heine, *Ludwig Börne —Ein Denkschrift*: *Sämtliche Schriften*, vol. IV, Munich, 1971, p. 27. <<

[98] Heinrich Heine, «Lutetia», en *Sämtliche Schriften*, vol. V, Munich, 1971, pp. 321 ss., 353. <<

[99] Anónimo, *The Hebrew Talisman*, Londres, 1840, pp. 28 ss. <<

[100] Henry Iliowzi, *«In the Pale»: Stories and Legends of the Russian Jews*, Filadelfia, 1897. <<

[101] Richard McGregor, «Chinese Buy into Conspiracy Theory», *Financial Times*, 26 de septiembre de 2007. <<

[102] Marc Flandreau y Juan H. Flores, «Bonds and Brands: Lessons from the 1820’s», Center for Economic Policy Research Discussion Paper, 6420, agosto de 2007. <<

[103] Para una lista más completa de todas las emisiones de bonos con las que los Rothschild estaban relacionados de una manera u otra, véase J. Ayer, *A Century of Finance, 1804 to 1904: The London House of Rothschild*, Londres, 1904, pp. 14-42. <<

[104] Sobre Amsterdam, véase James C. Riley, *International Government Finance and the Amsterdam Capital Market*, Cambridge, 1980, pp. 119-194. <<

[106] Niall Ferguson, «The first “Eurobonds”: The Rothschilds and the Financing of the Holy Alliance, 1818-1822», en William N. Goetzmann y K. Geert Rouwenhorst, eds., *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Oxford, 2005, pp. 311-323. <<

[107] Johann Heinrich Bender, *Über den Verkehr mit Staatspapieren in seinen Hauptrichtungen… Als Beylageheft zum Archiv für die Civilist*[*isch*e] *Praxis*, vol. VIII, Heidelberg, 1825, pp. 6 ss. <<

[108] Heine, *Ludwig Börne*, p. 28. <<

[109] Alfred Rubens, *Anglo-Jewish Portraits*, Londres, 1935, p. 299. <<

[110] *The Times*, 15 de enero de 1821. <<

[111] Bertrand Gille, *Histoire de la Maison Rothschild*, vol. 1: *Des origines à 1848*, Ginebra, 1965 p. 487. <<

[112] Richard Hofstadter, *The Age of Reform from Bryan to F.D.R.*, Londres, 1962, pp. 75 ss. <<

[113] Hermann Fürst Pückler, *Briefe eines Verstorbenen*, ed. Heinz Ohff, Kupfergraben, 1986, p. 7. <<

[115] J.A. Hobson, *Imperialism: A Study*, Londres, 1902, parte 1, cap. 4. <<

[116] Véase, por ejemplo, Douglas B. Ball, *Financial Failure and Confederate Defeat*, Urbana, 1991. <<

[117] Irving Katz, *August Belmont: A Political Biography*, Nueva York, 1968, esp. pp. 96-99. <<

[118] S. Diamond, ed., *A Casual View of America: The Home Letters of Salomon de Rothschild, 1859—1861*, Londres, 1962. <<

[119] Véase Rudolf Glanz, «The Rothschild Legend in America», *Jewish Social Studies*, 19, 1957, pp. 3-28. <<

[120] Marc D. Weidenmier, «The Market for Confederate Cotton Bonds», *Explorations in Economic History*, 37, 2000, pp. 76-97. Véase también *id*., «Turning Points in the U.S. Civil War: Views from the Grayback Market», *Southern Economic Journal*, 68, 4, 2002, pp. 875-890. <<

[121] Véase W. O. Henderson, *The Lancashire Cotton Famine: 1861—1865*, Manchester, 1934; Thomas Ellison, *The Cotton Trade of Great Britain*, Nueva York, 1968 [1886]. <<

[122] Marc D. Weidenmier, «Comrades in Bonds: The Subsidized Sale of Confederate War Debt to British Leaders», Claremont McKenna College Working Paper, febrero de 2003. <<

[123] Richard Roberts, *Schröders: Merchants and Bankers*, Basingstoke, 1992, pp. 66 ss. <<

[124] Richard C. K. Burdekin y Marc D. Weidenmier, «Inflation is Always and Everywhere a Monetary Phenomenon: Richmond vs. Houston in 1864», *American Economic Review*, 91, 5, diciembre de 2001, pp. 1621-1630. <<

[125] Richard Burdekin y Marc Weidenmier, «Suppressing Asset Price Inflation: The Confederate Experience, 1861-1865», *Economic Inquiry*, 41, 3, julio de 2003, pp. 420-432. Cf. Eugene M. Lerner, «Money, Prices and Wages in the Confederacy, 1861-1865», *Journal of Political Economy*, 63, 1, febrero de 1955, pp. 20-40. <<

[126] Frank Griffith Dawson, *The First Latin American Debt Crisis*, Londres, 1990. <<

[127] Kris James Mitchener y Marc Weidenmier, «Supersanctions and Sovereign Debt Repayment», NBER Working Paper 11472, 2005. <<

[128] Niall Ferguson y Moritz Schularick, «The Empire Effect: The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880-1913», *Journal of Economic History*, 66, 2, junio de 2006, pp. 283-312. <<

[129] Kris James Mitchener y Marc Weidenmier, «Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary», *Journal of Economic History*, 65, 2005, pp. 658-692. <<

[130] William Cobbett, *Rural Rides*, Londres, 1985 [1830], p. 117. <<

[131] *Ibid*., pp. 34, 53. <<

[132] M. de Cecco, *Money and Empire: The International Gold Standard, 1890—1914*, Oxford, 1973. <<

[134] Theo Balderston, «War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914-1918», *Economic History Review*, 42, 2, mayo de 1989, pp. 222-244. <<

[135] Cálculos de B. R. Mitchell, *International Historical Statistics*: *Europe, 1750—1993*, Londres, 1998, pp. 358 ss. <<

[136] Jay Winter y Jean-Louis Robert, eds., *Capital Cities at War*: *Paris, London, Berlin 1914—1919*, Studies in the Social and Cultural History of Modern Warfare, n.º 2, Cambridge, 1997, p. 259. <<

[137] Gerald D. Feldman, *The Great Disorder: Politics, Economy and Society in the German Inflation, 1914—1924*, Oxford/Nueva York, 1997, pp. 211-254. <<

[138] Elias Canetti, *Crowds and Power*, Nueva York, 1988, p. 186. <<

[139] John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, reimp. en *Collected Writings*, vol. IV, Cambridge, 1971, pp. 3, 29, 36. <<

[140] John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, Londres, 1919, pp. 220-233. <<

[142] Frank Whitson Fetter, «Lenin, Keynes and Inflation», *Economica*, 44, 173, febrero de 1977, p. 78. <<

[145] William C. Smith, «Democracy, Distributional Conflicts and Macroeconomic Policymaking in Argentina, 1983-89», *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, 32, 2, verano de 1990, pp. 1-42. Cf. Rafael Di Tella e Ingrid Vogel, «The Argentine Paradox: Economic Growth and Populist Tradition», Harvard Business School Case 9-702-001, 2001. <<

[146] Jorge Luis Borges, «El jardín de senderos que se bifurcan», *Obras completas*, vol. II, Círculo de Lectores, 1992 [1941], pp. 68-69. <<

[147] Ferguson, *World's Banker*, cap. 27. <<

[148] Más detalles en Gerardo della Paolera y Alan M. Taylor, *Straining at the Anchor: The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability, 1880—1935*, Chicago, 2001. <<

[149] «A Victory by Default», *Economist*, 3 de marzo de 2005. <<

[150] Para un análisis reciente del tema, véase Michael Tomz, *Reputation and International Cooperation*: *Sovereign Debt across Three Centuries*, Princeton, 2007. <<

[151] Sobre la Gran Inflación, véase Fabrice Collard y Harris Delias, «The Great Inflation of the 1970s», Working Paper, 1 de octubre de 2003; Edward Nelson, «The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?», Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper, 2004-01, enero de 2004; Allan H. Meltzer, «Origins of the Great Inflation», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, parte 2, marzo/abril de 2005, pp. 145-175. <<

[152] Los once mercados son Australia, Canadá, Francia, Alemania, Hong Kong, Irlanda, Japón, Países Bajos, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. Véase Watson Wyatt, «Global Pension Fund Assets Rise and Fall»: **http://www.watsonwyatt.com/news/press.asp?ID=18579**. <<

[153] CNN, 9 de julio de 2000. <<

[154] Testimonio del presidente Alan Greenspan, Informe semestral de la Junta de la Reserva Federal al Congreso sobre Política Monetaria, presentado ante la Comisión de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos, Senado de Estados Unidos, 16 de febrero de 2005. <<

[155] Para una contribución reciente a una ya de por sí vasta bibliografía, véase Timothy Guinnane, Ron Harris, Naomi R. Lamoreaux y Jean-Laurent Rosenthal, «Putting the Corporation in its Place», NBER Working Paper 13109, mayo de 2007. <<

[156] Véase especialmente Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, 2.ª ed., Princeton, 2005. <<

[158] Véase Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 3.ª ed., Nueva York/Chichester/Brisbane/Toronto/Singapur, 1996, pp. 12-16. Kindleberger tiene una deuda con la obra pionera de Hyman P. Minsky; dos de los trabajos clave de este son: Hyman P. Minsky, «Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions», *American Economic Review*, 54, 3, mayo de 1964, pp. 324-335; *id*., «Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster», en *id*., ed., *Inflation, Recession and Economic Policy*, Brighton, 1982, pp. 117-161. <<

[159] Kindleberger, *Manias*, p. 14. <<

[160] «The Death of Equities», *Business Week*, 13 de agosto de 1979. <<

[162] «Dow 36,000», *Business Week*, 27 de septiembre de 1999. <<

[163] William N. Goetzmann y Philippe Jorion, «Global Stock Markets in the Twentieth Century», *Journal of Finance*, 54, 3, junio de 1999, pp. 953-980. <<

[164] Jeremy J. Siegel, *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies*, Nueva York, 2000. <<

[165] Elroy Dimson, Paul Marsh y Mike Stanton, *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton, 2002. <<

[166] Paul Frentrop, *A History of Corporate Governance 1602-2002*, Bruselas, 2003, pp. 49-51. <<

[168] Ronald Findlay y Kevin H. O'Rourke, *Power and Plenty: Trade, War, and the World Economy in the Second Millennium*, Princeton, 2007, p. 178. <<

[169] Frentrop, *Corporate Governance*, p. 59. <<

[170] Sobre la ambivalencia de la República Holandesa calvinista, véase Simon Schama, *The Embarrassment of Riches: An Interpretation of Dutch Culture in the Golden Age*, Nueva York, 1997 [1987]. <<

[171] John P. Shelton, «The First Printed Share Certificate: An Important Link in Financial History», *Business History Review*, 39, 3, otoño de 1965, p. 396. <<

[172] Shelton, «First Printed Share Certificate», pp. 400 ss. <<

[173] Engel Sluiter, «Dutch Maritime Power and the Colonial Status Quo, 1585-1641», *Pacific Historical Review*, 11, 1, marzo de 1942, p. 33. <<

[174] *Ibid*., p. 34. <<

[175] Frentrop, *Corporate Governance*, pp. 69 ss. <<

[176] Larry Neal, «Venture Shares of the Dutch East India Company», en William N. Goetzmann y K. Geert Rouwenhorst, eds., *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Oxford, 2005, p. 167. <<

[177] Neal, «Venture Shares», p. 169. <<

[178] Schama, *Embarrassment of Riches*, p. 349. <<

[179] *Ibid*., p. 339. <<

[180] Neal, «Venture Shares», p. 169. <<

[181] Frentrop, *Corporate Governance*, p. 85. <<

[182] *Ibid*., pp. 95 ss. <<

[184] *Ibid*., p. 103. Cf. Neal, «Venture Shares», p. 171. <<

[185] Neal, «Venture Shares», p. 166. <<

[186] Findlay y O’Rourke, *Power and Plenty*, p. 178. <<

[187] *Ibid*., pp. 179-183. Cf. Sluiter, «Dutch Maritime Power», p. 32. <<

[188] Findlay y O’Rourke, *Power and Plenty*, p. 208. <<

[189] Femme S. Gaastra, «War, Competition and Collaboration: Relations between the English and Dutch East India Company in the Seventeenth and Eighteenth Centuries», en H.V. Bowen, Margarette Lincoln y Nigel Ribgy, eds., *The Worlds of the East India Company*, Leicester, 2002, p. 51. <<

[190] Gaastra, «War, Competition and Collaboration», p. 58. <<

[191] Ann M. Carlos y Stephen Nicholas, «“Giants of an Earlier Capitalism”: The Chartered Trading Companies as Modern Multinationals», *Business History Review*, 62, 3, otoño de 1988, pp. 398-419. <<

[192] Gaastra, «War, Competition and Collaboration», p. 51. <<

[193] Findlay y O’Rourke, *Power and Plenty*, p. 183. <<

[194] *Ibid*., p. 185, figura 4.5. <<

[195] Gaastra, «War, Competition and Collaboration», p. 55. <<

[197] Jan de Vries y A. van der Woude, *The First Modern Economy*: *Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500—1815*, Cambridge, 1997, p. 396. <<

[198] Andrew McFarland Davis, «An Historical Study of Law's System», *Quarterly Journal of Economics*, 1, 3, abril de 1887, p. 292. <<

[199] H. Montgomery Hyde, *John Law: The History of an Honest Adventurer*, Londres, 1969, p. 83. <<

[200] Earl J. Hamilton, «Prices and Wages at Paris under John Law's System», *Quarterly Journal of Economics*, 51, 1, noviembre de 1936, p. 43. <<

[201] Davis, «Law’s System», p. 300. <<

[202] *Ibid*., p. 305. <<

[203] Thomas E. Kaiser, «Money, Despotism, and Public Opinion in Early Eighteenth-Century Finance: John Law and the Debate on Royal Credit», *Journal of Modern History*, 63, 1, marzo de 1991, p. 6. <<

[204] Max J. Wasserman y Frank H. Beach, «Some Neglected Monetary Theories of John Law», *American Economic Review*, 24, 4, diciembre de 1934, p. 653. <<

[205] James Macdonald, *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy*, Nueva York, 2003, p. 192. <<

[206] Kaiser, «Money», p. 12. <<

[207] *Ibid*., p. 18. <<

[208] Hamilton, «Prices and Wages», p. 47. <<

[209] Davis, «Law’s System», p. 317. <<

[210] Antoin E. Murphy, *John Law: Economic Theorist and Policy-Maker*, Oxford, 1997, p. 233. <<

[211] Hamilton, «Prices and Wages», p. 55. <<

[212] Murphy, *John Law*, p. 201. <<

[213] *Ibid*., p. 190. <<

[215] Véase Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge, 1990, p. 74. <<

[216] Kaiser, «Money», p. 22. <<

[217] Pueden verse evidencias de la salida de París de los especuladores ingleses en noviembre y diciembre en Neal, *Financial Capitalism*, p. 68. <<

[218] Murphy, *John Law*, pp. 213 ss. <<

[219] *Ibid*., p. 205. <<

[220] Lord Wharncliffe, ed., *The Letters and Works of Lady Mary Wortley Montagu*, París, 1837, pp. 321 ss. <<

[221] Earl J. Hamilton, «John Law of Lauriston: Banker, Gamester, Merchant, Chief?», *American Economic Review*, 57, 2, mayo de 1967, p. 273. <<

[222] Murphy, *John Law*, pp. 201-202. <<

[223] Hamilton, «John Law», p. 276. <<

[224] Murphy, *John Law*, p. 239. Cf. Hamilton, «Prices and Wages», p. 60. <<

[225] Kaiser, «Money», pp. 16, 20. <<

[226] *Ibid*., p. 22. <<

[227] Murphy, *John Law*, p. 235. <<

[228] *Ibid*., p. 250. <<

[229] Hyde, *Law*, p. 159. <<

[230] Schama, *Embarrassment of Riches*, pp. 366 ss. <<

[231] *Ibid*., pp. 367 ss. <<

[232] Pueden verse dos versiones opuestas en: Neal, *Financial Capitalism*, pp. 89-117; y Edward Chancellor, *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*, Londres, 1999, pp. 58-95. <<

[233] Chancellor, *Devil Take the Hindmost*, p. 64. <<

[235] *Ibid*., p. 84. <<

[236] Neal, *Financial Capitalism*, pp. 90, 111 ss. Como ha observado Neal, un inversor que hubiera comprado acciones de los Mares del Sur a comienzos de 1720 y las vendiera a finales de ese mismo año, ignorando la burbuja producida en ese período, habría conseguido de todos modos un 56 por ciento de rendimiento anual. <<

[237] Julian Hoppitt, «The Myths of the South Sea Bubble», *Transactions of the Royal Historical Society*, 12, 2002, pp. 141-165. <<

[238] Tom Nicholas, «Trouble with a Bubble», Harvard Business School, Case N9-807-146, 28 de febrero de 2007, p. 1. <<

[239] William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy*, Princeton, 2006. <<

[240] Niall Ferguson, «Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War», *Economic History Review*, 59, 1, febrero de 2006, pp. 70-112. <<

[241] *New York Times*, 23 de octubre de 1929. <<

[242] Nicholas, «Trouble with a Bubble», p. 4. <<

[243] *Ibid*., p. 6. <<

[244] Chancellor, *Devil Take the Hindmost*, pp. 199 ss. <<

[245] Véase Milton Friedman y Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867—1960*, Princeton, 1963, pp. 299-419. Este capítulo, «La gran contracción», debería ser de lectura obligatoria para todos los operadores financieros. <<

[246] *Ibid*., pp. 309 ss., n. 9. Cualquiera que lea esta nota entenderá por qué la Reserva Federal estadounidense actuó de forma tan rápida y generosa para asegurar que JP Morgan comprara Bear Stearns en marzo de 2007. <<

[247] *Ibid*., p. 315. <<

[248] *Ibid*., p. 317. <<

[249] *Ibid*., p. 396. <<

[250] *Ibid*., p. 325. <<

[251] *Ibid*., p. 328. <<

[252] US Department of Commerce Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970*, Washington, 1975, p. 1019. <<

[253] Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919—1939*, Nueva York/Oxford, 1992. Véase también *id*., «The Origins and Nature of the Great Slump Revisited», *Economic History Review*, 45, 2, mayo de 1992, pp. 213-239. <<

[254] Véase, por ejemplo, Ben S. Bernanke, «The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach», NBER Working Paper 4814, agosto de 1994. <<

[255] Hyman P. Minsky, «Introduction: Can “It” Happen Again? A Reprise», en *id*., ed., *Inflation, Recession and Economic Policy*, Brighton, 1982, p. XI. <<

[256] El índice ha caído un 10 por ciento o más en 23 años de un total de 113. <<

[257] Véase Nicholas Brady, James C. Cotting, Robert G. Kirby, John R. Opel y Howard M. Stein, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, submitted to the President of the United States, the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Federal Reserve Board*, Washington, D.C., enero de 1988. Resulta de especial interés para el historiador la comparación con 1929: véase el Apéndice VIII, pp. 1-13. <<

[258] James Dale Davidson y William Rees-Mogg, *The Great Reckoning*: *How the World Will Change in the Depression of the 1990's*, Londres, 1991. <<

[259] Para la propia versión de los acontecimientos de Greenspan, véase Alan Greenspan, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, Nueva York, 2007, pp. 100-110. <<

[262] Greenspan, *Age of Turbulence*, p. 166. <<

[263] *Ibid*., p. 167. <<

[264] *Ibid*., pp. 190-195. <<

[265] *Ibid*., pp. 200 ss. <<

[266] La mejor descripción sigue siendo la de Bethany McLean y Peter Elkind, *The Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron*, Nueva York, 2003. <<

[268] *Ibid*., p. 55. <<

[269] Véase su propia versión de los acontecimientos en Mimi Swartz y Sherron Watkins, *Power Failure: The Inside Story of the Collapse of Enron*, Nueva York, 2003. <<

[271] Rawle O. King, «Hurricane Katrina: Insurance Losses and National Capacities for Financing Disaster Risks», Congressional Research Service Report for Congress, 31 de enero de 2008, tabla 1. <<

[273] Joseph B. Treaster, «A Lawyer Like a Hurricane: Facing Off Against Asbestos, Tobacco and Now Home Insurers», *New York Times*, 16 de marzo de 2007. <<

[274] Para más detalles, véase Richard F. Scruggs, «Hurricane Katrina: Issues and Observations», American Enterprise Institute-Brookings Judicial Symposium, «Insurance and Risk Allocation in America: Economics, Law and Regulation», Georgetown Law Center, 20-22 de septiembre de 2006. <<

[276] Los detalles proceden de **http://www.usa.gov/Citizen/Topics/PublicSafety/Hurricane_Katrina_Recovery.shtml**, **http://katrina.louisiana.gov/index.html** y **http://www.ldi.state.la.us/HurricaneKatrina.htm**. <<

[278] Peter Lattman, «Plaintiffs Laywer Scruggs is Indicted on Bribery Charges», *Wall Street Journal*, 29 de noviembre de 2007; Ashby Jones y Paulo Prada, «Richard Scruggs Pleads Guilty», *ibid*., 15 de marzo de 2008. <<

[279] King, «Hurricane Katrina», p. 4. <<

[280] Naomi Klein, *The Shock Doctrine: The Rise of Disaster Capitalism*, Nueva York, 2007. <<

[281] **http://www.nhc.noaa.gov/pastdec.shtml**. <<

[282] John Schwartz, «One Billion Dollars Later, New Orleans is Still at Risk», *New York Times*, 17 de agosto de 2007. <<

[283] Michael Lewis, «In Nature's Casino», *New York Times Magazine*, 26 de agosto de 2007. <<

[285] National Safety Council, «What are the Odds of Dying?»: **http://www.nsc.org/lrs/statinfo/odds.htm**. Sobre las estadísticas del cáncer, véase National Cancer Institute, «SEER Cancer Statistics Review, 1975-2004», tabla I-17: **http://srab.cancer.gov./devcan/**. Entre 2002 y 2004 la probabilidad exacta de morir de cáncer en Estados Unidos era del 21,29 por ciento, con un intervalo de confianza del 95 por ciento. <<

[286] Florence Edler de Roover, «Early Examples of Marine Insurance», *Journal of Economic History*, 5, 2, noviembre de 1945, pp. 172-200. <<

[287] *Ibid*., pp. 188 ss. <<

[289] A.H. John, «The London Assurance Company and the Marine Insurance Market of the Eighteenth Century», *Economica*, New Series, 25, 98, mayo de 1958, p. 130. <<

[290] Paul A. Papayoanou, «Interdependence, Institutions, and the Balance of Power», *International Security*, 20, 4, primavera de 1996, p. 55. <<

[291] Roover, «Early Examples of Marine Insurance», p. 196. <<

[292] M. Greenwood, «The First Life Table», *Notes and Records of the Royal Society of London*, 1, 2, octubre de 1938, pp. 70-72. <<

[293] El párrafo anterior debe mucho a Peter L. Bernstein, *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*, Nueva York, 1996. <<

[295] Gregory Clark, *A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World*, Princeton, 2007. <<

[297] Véanse los trabajos de A. Ian Dunlop, ed., *The Scottish Ministers' Widows' Fund, 1743-1993*, Edimburgo, 1992, para más detalles. <<

[298] Los documentos clave se encuentran entre los papeles de Robert Wallace, en el Archivo Nacional de Escocia: CH/9/17/6-13. <<

[299] G.W. Richmond, «Insurance Tendencies in England», *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 161, mayo de 1932, p. 183. <<

[300] A.N. Wilson, *A Life of Walter Scott: The Laird of Abbotsford*, Pimlico, Londres, 2002, pp. 169-171. <<

[303] G. Clayton y W. T. Osborne, «Insurance Companies and the Finance of Industry», *Oxford Economic Papers*, New Series, 10, 1, febrero de 1958, pp. 84-97. <<

[304] «American Exceptionalism», *Economist*, 10 de agosto de 2006. <<

[305] **http://www.workhouses.org.uk/index.html?StMarylebone/StMarylebone.shtml**. <<

[306] Lothar Gall, *Bismarck: The White Revolutionary*, vol. II: *1879-1898*, trad. ing. J. A. Underwood, Londres, 1986, p. 129. <<

[307] H.G. Lay, *Marine Insurance: A Text Book of the History of Marine Insurance, including the Functions of Lloyd's Register of Shipping*, Londres, 1925, p. 137. <<

[308] Richard Sicotte, «Economic Crisis and Political Response: The Political Economy of the Shipping Act of 1916», *Journal of Economic History*, 59, 4, diciembre de 1999, pp. 861-884. <<

[309] Anónimo, «Allocation of Risk between Marine and War Insurer», *Yale Law Journal*, 51, 4, febrero de 1942, p. 674; C., «War Risks in Marine Insurance», *Modern Law Review*, 10, 2, abril de 1947, pp. 211-214. <<

[310] Alfred T. Lauterbach, «Economic Demobilization in Great Britain after the First World War», *Political Science Quarterly*, 57, 3, septiembre de 1942, pp. 376-393. <<

[311] Correlli Barnett, *The Audit of War*, Londres, 2001, pp. 31 ss. <<

[312] Richmond, «Insurance Tendencies», p. 185. <<

[314] Charles Davison, «The Japanese Earthquake of 1 September», *Geographical Journal*, 65, 1, enero de 1925, pp. 42 ss. <<

[315] Yoshimichi Miura, «Insurance Tendencies in Japan», *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 161, mayo de 1932, pp. 215-219. <<

[316] Herbert H. Gowen, «Living Conditions in Japan», *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 122, noviembre de 1925, p. 163. <<

[317] Kenneth Hewitt, «Place Annihilation: Area Bombing and the Fate of Urban Places», *Annals of the Association of American Geographers*, 73, 1983, p. 263. <<

[318] Anónimo, «War Damage Insurance», *Yale Law Journal*, 51, 7, mayo de 1942, pp. 1160-1161. Ganó 210 millones de dólares tras haber cobrado las primas de ocho millones de pólizas y haber pagado solo una modesta cantidad. <<

[319] Kingo Tamai, «Development of Social Security in Japan», en Misa Izuhara, ed., *Comparing Social Policies: Exploring New Perspectives in Britain and Japan*, Bristol, 2003, pp. 35-48. Véase también Gregory J. Kasza, «War and Welfare Policy in Japan», *Journal of Asian Studies*, 61, 2, mayo de 2002, p. 428. <<

[320] Recomendación del Consejo del Sistema de Seguridad Social, 1950. <<

[321] W. Macmahon Ball, «Reflections on Japan», *Pacific Affairs*, 21, 1, marzo de 1948, pp. 15 ss. <<

[322] Beatrice G. Reubens, «Social Legislation in Japan», *Far Eastern Survey*, 18, 23, 16 de noviembre de 1949, p. 270. <<

[323] Keith L. Nelson, «The “Warfare State”: History of a Concept», *Pacific Historical Review*, 40, 2, mayo de 1971, pp. 138 ss. <<

[324] Kasza, «War and Welfare Policy», pp. 418 ss. <<

[325] *Ibid*., p. 423. <<

[326] *Ibid*., p. 424. <<

[327] Nakagawa Yatsuhiro, «Japan, the Welfare Super-Power», *Journal of Japanese Studies*, 5, 1, invierno de 1979, pp. 5-51. <<

[328] *Ibid*., p. 21. <<

[329] *Ibid*., p. 9. <<

[330] *Ibid*., p. 18. <<

[331] Como estudios comparativos, véanse Gregory J. Kasza, *One World of Welfare: Japan in Comparative Perspective*, Ithaca, 2006; y Neil Gilbert and Ailee Moon, «Analyzing Welfare Effort: An Appraisal of Comparative Methods», *Journal of Policy Analysis and Management*, 7, 2, invierno de 1988, pp. 326-340. <<

[332] Kasza, *One World of Welfare*, p. 107. <<

[333] Peter H. Lindert, *Growing Public: Social Spending and Economic Growth since the Eighteenth Century*, Cambridge, 2004, vol. 1, tabla I.2. <<

[334] Hiroto Tsukada, *Economic Globalization and the Citizens' Welfare State*, Aldershot/Burlington/Singapur/Sidney, 2002, p. 96. <<

[335] Milton Friedman y Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, 1963. <<

[336] Milton Friedman y Rose D. Friedman, *Two Lucky People*: *Memoirs*, Chicago/Londres, 1998, p. 399. <<

[337] *Ibid*., p. 400. <<

[338] *Ibid*., p. 593. <<

[340] Patricio Silva, «Technocrats and Politics in Chile: From the Chicago Boys to the CEIPLAN Monks», *Journal of Latin American Studies*, 23, 2, mayo de 1991, pp. 385-410. <<

[341] Bill Jamieson, «25 Years On, Chile Has a Pensions Message for Britain», *Sunday Business*, 14 de diciembre de 2006. <<

[342] Rossana Castiglioni, «The Politics of Retrenchment: The Quandaries of Social Protection under Military Rule in Chile, 1973-1990», *Latin American Politics and Society*, 43, 4, invierno de 2001, pp. 39 ss. <<

[343] *Ibid*., p. 55. <<

[344] José Piñera, «Empowering Workers: The Privatization of Social Security in Chile», *Cato Journal*, 15, 2-3, otoño-invierno de 1995-1996, pp. 155-166. <<

[345] Castiglioni, «Politics of Retrenchment», p. 40. <<

[347] Robert F. Kennedy y Teresita Ramos, «Chile: The Latin American Tiger?», Harvard Business School, Case 9-798-092, 21 de marzo de 1999, p. 6. <<

[348] Laurence J. Kotlikoff, «Pension Reform as the Triumph of Form over Substance, *Economists» Voice*, enero de 2008, pp. 1-5. <<

[349] Armando Barrientos, «Pension Reform and Pension Coverage in Chile: Lessons for Other Countries», *Bulletin of Latin American Research*, 15, 3, 1996, p. 312. <<

[350] «Destitute No More», *Economist*, 16 de agosto de 2007. <<

[351] Barrientos, «Pension Reform», pp. 309 ss. Véase también Raúl Madrid, «The Politics and Economics of Pension Privatization in Latin America», *Latin American Research Review*, 37, 2, 2002, pp. 159-182. <<

[353] Todas las cifras corresponden a 2004, los últimos datos comparativos disponibles de la base de datos de Indicadores del Desarrollo en el Mundo del Banco Mundial. <<

[354] Aquí estoy en deuda con Laurence J. Kotlikoff y Scott Burns, *The Coming Generational Storm*: *What You Need to Know about America's Economic Future*, Cambridge, 2005. Véase también Peter G. Peterson, *Running on Empty: How the Democratic and Republican Parties Are Bankrupting Our Future and What Americans Can Do about It*, Nueva York, 2005. <<

[355] Ruth Helman, Craig Copeland y Jack VanDerhei, «Will More of Us Be Working Forever? The 2006 Retirement Confidence Survey», Employee Benefit Research Institute Issue Brief, 292, abril de 2006. <<

[356] Gene L. Dodaro, Acting Comptroller General of the United States, «Working to Improve Accountability in an Evolving Environment», dirigida a la 2008 Maryland Association of CPAs' Government and Not-forprofit Conference, 18 de abril de 2008. <<

[357] James Brooke, «A Tough Sell: Japanese Social Security», *New York Times*, 6 de mayo de 2004. <<

[358] Véase Mutsuko Takahashi, *The Emergence of Welfare Society in Japan*, Aldershot/Brookfield/Hong Kong/Singapur/Sidney, 1997, pp. 185 ss. Véase también Kasza, *One World of Welfare*, pp. 179-182. <<

[359] Alex Kerr, *Dogs and Demons: The Fall of Modern Japan*, Londres, 2001, pp. 261-266. <<

[360] Gavan McCormack, *Client State: Japan in the American Embrace*, Londres, 2007, pp. 45-69. <<

[362] Lisa Haines, «World’s Largest Pension Funds Top $10 Trillion», *Financial News*, 5 de septiembre de 2007. <<

[363] «Living Dangerously», *Economist*, 22 de enero de 2004. <<

[364] Philip Bobbitt, *Terror and Consent: The Wars for the Twenty-first Century*, Nueva York, 2008, esp. pp. 98-179. <<

[365] Suleiman abu Gheith, citado en *ibid*., p. 119. <<

[366] Graham Allison, «Time to Bury a Dangerous Legacy, Part 1», *Yale Global*, 14 de marzo de 2008. Cf. *id.*, *Nuclear Terrorism: The Ultimate Preventable Catastrophe*, Cambridge, (MA), 2004. <<

[367] Michael D. Intriligator y Abdullah Toukan, «Terrorism and Weapons of Mass Destruction», en Peter Kotana, Michael D. Intriligator y John P. Sullivan, eds., *Countering terrorism and WMD*: *Creating a Global Counter-terrorism Network*, Nueva York, 2006, tabla 4.1A. <<

[368] Véase Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC), *Cambio climático 2007: Informe de síntesis*, Valencia, 2007: **http://www.ipcc.ch/pdf/assessment-report/ar4/syr/ar4_syr_sp.pdf**. <<

[369] Robert Looney, «Economic Costs to the United States Stemming from the 9/11 Attacks», *Center for Contemporary Conflict Strategic Insight*, 5 de agosto de 2002. <<

[370] Robert E. Litan, «Sharing and Reducing the Financial Risks of Future Mega-Catastrophes», *Brookings Issues in Economic Policy*, 4, marzo de 2006. <<

[372] William Hutchings, «Citadel Builds a Diverse Business», *Financial News*, 3 de octubre de 2007. <<

[373] Marcia Vickers, «A Hedge Fund Superstar», *Fortune*, 3 de abril de 2007. <<

[375] Joseph Santos, «A History of Futures Trading in the United States», Universidad de Dakota del Sur, inédito. <<

[378] Philip E. Orbanes, *Monopoly: The World's Most Famous Game, And How It Got That Way*, Nueva York, 2006, pp. 10-71. <<

[379] *Ibid*., p. 50. <<

[380] *Ibid*., pp. 86 ss. <<

[381] *Ibid*., p. 90. <<

[383] Robert J. Shiller, «Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership» (ponencia presentada en Federal Reserve Bank of Kansas City’s Jackson Hole Conference), agosto de 2007. <<

[384]
http://www.canongate.net/WhoOwnsBritain/DoTheMathsOnLandOwnership.
<<

[385] David Cannadine, *Aspects of Aristocracy: Grandeur and Decline in Modern Britain*, New Haven, 1994 p. 170. <<

[387] Agradezco a Gregory Clark que me proporcionara estos datos estadísticos. <<

[388] Frederick B. Heath, «The Grenvilles, in the Nineteenth Century: The Emergence of Commercial Affiliations», *Huntington Library Quarterly*, 25, 1, noviembre de 1961, p. 29. <<

[389] Heath, «Grenvilles», pp. 32 ss. <<

[390] *Ibid*., p. 35. <<

[391] David Spring y Eileen Spring, «The Fall of the Grenvilles», *Huntington Library Quarterly*, 19, 2, febrero de 1956, p. 166. <<

[392] *Ibid*., pp. 177 ss. <<

[393] Más detalles en Spring y Spring, «Fall of the Grenvilles», pp. 169-174. <<

[394] *Ibid*., p. 185. <<

[395] Heath, «Grenvilles», p. 39. <<

[396] Spring y Spring, «Fall of the Grenvilles», p. 183. <<

[397] Heath, «Grenvilles», p. 40. <<

[398] *Ibid*., p. 46. <<

[399] Ben Bernanke, «Housing, Housing Finance, and Monetary Policy» (discurso en Kansas City Federal Reserve Bank’s Jackson Hole Conference), 31 de agosto de 2007. <<

[400] Louis Hyman, «Debtor Nation: How Consumer Credit Built Postwar America», tesis doctoral inédita, Universidad de Harvard, 2007, cap. 1. <<

[401] Edward E. Learner, «Housing and the Business Cycle» (ponencia presentada en Federal Reserve Bank of Kansas City’s Jackson Hole Conference, agosto de 2007. <<

[402] Saronne Rubyan-Ling, «The Detroit Murals of Diego Rivera», *History Today*, 46, 4, abril de 1996, pp. 34-38. <<

[403] Donald Lochbiler, «Battle of the Garden Court», *Detroit News*, 15 de julio de 1997. <<

[404] Hyman, «Debtor Nation», cap. 2. <<

[405] Thomas J. Sugrue, *The Origins of the Urban Crisis: Race and Inequality in Postwar Detroit*, Princeton, 1996, p. 64. <<

[406] *Ibid*., pp. 38-43. <<

[407] Hyman, «Debtor Nation», cap. 5. <<

[408] Sugrue, *Origins of the Urban Crisis*, p. 259. <<

[409] Para un caso reciente en Detroit, véase Ben Lefebvre, «Justice Dept. Accuses Detroit Bank of Bias in Lending», *New York Times*, 20 de mayo de 2004. <<

[410] Glen O’Hara, *From Dreams to Disillusionment: Economic and Social Planning in 1960s Britain*, Basingstoke, 2007, cap. 5. <<

[411] Bernanke, «Housing, Housing Finance, and Monetary Policy». Véase también Roger Loewenstein, «Who Needs the Mortgage-Interest Deduction?», *New York Times Magazine*, 5 de marzo de 2006. <<

[413] Nigel Lawson, *The View from No. 11: Memoirs of a Tory Radical*, Londres, 1992 p. 821. <<

[414] *Living in Britain: General Household Survey 2002*, Londres, 2003, p. 30: **http://www.statistics.gov.uk/cci/nugget.asp?id=821**. <<

[415] Ned Eichler, «Homebuilding in the 1980s: Crisis or Transition?», *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 465, enero de 1983, p. 37. <<

[416] Maureen O’Hara, «Property Rights and the Financial Firm», *Journal of Law and Economics*, 24, octubre de 1981, pp. 317-332. <<

[418] Eichler, «Homebuilding», p. 40. Véanse también Henry N. Pontell y Kitty Calavita, «White-Collar Crime in the Savings and Loan Scandal», *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 525, enero de 1993, pp. 31-45; Marcia Millon Cornett y Hassan Tehranian, «An Examination of the Impact of the Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982 on Commercial Banks and Savings and Loans», *Journal of Finance*, 45, 1, marzo de 1990, pp. 95-111. <<

[419] Henry N. Pontell y Kitty Calavita, «The Savings and Loan Industry», *Crime and Justice*, 18, 1993, p. 211. <<

[420] *Ibid*., pp. 208 s. <<

[421] F. Stevens Redburn, «The Deeper Structure of the Savings and Loan Disaster», *Political Science and Politics*, 24, 3, septiembre de 1991, p. 439. <<

[422] Pontell y Calavita, «White-Collar Crime», p. 37. <<

[424] Allen Pusey, «Fast Money and Fraud», *New York Times*, 23 de abril de 1989. <<

[425] K. Calavita, R. Tillman y H.N. Pontell, «The Savings and Loan Debacle, Financial Crime and the State», *Annual Review of Sociology*, 23, 1997, p. 23. <<

[426] Pontell y Calavita, «Savings and Loans Industry», p. 215. <<

[427] Calavita, Tillman y Pontell, «Savings and Loan Debacle», p. 24. <<

[428] Allen Pusey y Christi Harlan, «Bankers Shared in Profits from I-30 Deals», *Dallas Morning News*, 29 de enero de 1986. <<

[429] Allen Pusey y Christi Harlan, «I-30 Real Estate Deals: A “Virtual Money Machine”», *Dallas Morning News*, 26 de enero de 1986. <<

[431] Pusey, «Fast Money and Fraud». <<

[432] Pontell y Calavita, «White-Collar Crime», p. 43. Véase también Kitty Calavita y Henry N. Pontell, «The State and White-Collar Crime: Saving the Savings and Loans», *Law Society Review*, 28, 2, 1994, pp. 297-324. <<

[433] Inicialmente se temió que las pérdidas fueran mayores. En 1990 la Oficina de Contabilidad General previó unos costes de hasta 500.000 millones de dólares. Otros estimaron los costes en un billón de dólares o más: Pontell y Calavita, «Savings and Loan Industry», p. 203. <<

[435] Puede verse una vívida descripción en Michael Lewis, *Liar's Poker*, Londres, 1989, pp. 78-124. <<

[436] Bernanke, «Housing, Housing Finance, and Monetary Policy». <<

[438] Agradezco a Joseph Barillari su ayuda con estos cálculos. Morris A. Davisa, Andreas Lehnert y Robert F. Martin, «The Rent-Price Ratio for the Aggregate Stock of Owner-Occupied Housing», Working Paper, diciembre de 2007. <<

[440] Shiller, «Recent Trends in House Prices». <<

[442] Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, «Is the 2007 Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison», Draft Working Paper, 14 de enero de 2008. <<

[443] Mark Whitehouse, «Debt Bomb: Inside the “Subprime” Mortgage Debacle», *Wall Street Journal*, 30 de mayo de 2007, p.A1. <<

[445] Véase Kimberly Blanton, «A “Smoking Gun” on Race, Subprime Loans», *Boston Globe,* 16 de marzo de 2007. <<

[446] «U.S. Housing Bust Fuels Blame Game», *Wall Street Journal*, 19 de marzo de 2008. Véase también David Wessel, «Housing Bust Offers Insights», *Wall Street Journal*, 10 de abril de 2008. <<

[447] Henry Louis Gates Jr., «Forty Acres and a Gap in Wealth», *New York Times*, 18 de noviembre de 2007. <<

[448] Andy Meek, «Frayser Foreclosures Revealed», *Daily News*, 21 de septiembre de 2006. <<

[450] **http://www.responsiblelending.org/page.jsp?itemID=32032031**. <<

[451] Credit Suisse, «Foreclosure Trends —A Sobering Reality», *Fixed Income Research*, 23 de abril de 2008. <<

[454] Véase Prabha Natarajan, «Fannie, Freddie Could Hurt U.S. Credit», *Wall Street Journal*, 15 de abril de 2008. <<

[455] *Economic Report of the President 2007*, tablas B-77 y B-76: **http://www.gpoaccess.gov/eop/**. <<

[456] George Magnus, «Managing Minsky», UBS Research Paper, 27 de marzo de 2008. <<

[458] Hernando de Soto, *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else*, Londres, 2001. <<

[459] *Id*., «Interview: Land and Freedom», *New Scientist*, 27 de abril de 2002. <<

[460] *Id.*, *The Other Path*, Nueva York, 1989. <<

[461] Rafael Di Tella, Sebastian Galiani y Ernesto Schargrodsky, «The Formation of Beliefs: Evidence from the Allocation of Land Titles to Squatters», *Quarterly Journal of Economics*, 122, 1, febrero de 2007, pp. 209-241. <<

[462] «The Mystery of Capital Deepens», *The Economist*, 26 de agosto de 2006. <<

[463] Véase John Gravois, «The De Soto Delusion», *Slate*, 29 de enero de 2005: **http://state.msn.com/id/2112792/**. <<

[464] Todo el beneficio se transfiere a un Fondo de Rehabilitación creado para afrontar situaciones de emergencia, a cambio de una exención en el impuesto de sociedades. <<

[466] Connie Bruck, «Millions for Millions», *New Yorker*, 30 de octubre de 2006, pp. 62-73. <<

[467] Shiller, «Recent Trends in House Prices». <<

[468] Edward L. Glaeser y Joseph Gyourko, «Housing Dynamics», NBER Working Paper 12787, versión revisada, 31 de marzo de 2007. <<

[469] Robert J. Shiller, *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*, Princeton, 2003. <<

6. Del Imperio a «Chimérica»

[470] Dominic Wilson y Roopa Purushothaman, «Dreaming with the BRICs: The Path to 2050», *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 99, 1 de octubre de 2003. Véanse también Jim O'Neill, «Building Better Global Economic BRIGs», *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 66, 30 de noviembre de 2001; Jim O'Neill, Dominic Wilson, Roopa Purushothaman y Anna Stupnytska, «How Solid are the BRICs?», *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 134, 1 de diciembre de 2005. <<

[471] Dominic Wilson y Anna Stupnytska, «The N-11: More than an Acronym», *Goldman Sachs Global Economics Paper*, 153, 28 de marzo de 2007. <<

[472] Goldman Sachs Global Economics Group, *BRICs and Beyond*, Londres, 2007, esp. pp. 45-72 y 103-108. <<

[473] El argumento es de Kenneth Pomeranz, *The Great Divergence*: *China, Europe and the Making of the Modern World Economy*, Princeton/Oxford, 2000. Para una visión más escéptica de la situación de China en 1700, véase, entre otros, Angus Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective*, París, 2001. <<

[474] Calculado a partir de las estimaciones sobre el PIB per cápita de Maddison, *World Economy*, tabla B-21. <<

[475] Pomeranz, *Great Divergence*. <<

[476] Entre los trabajos recientes más importantes sobre el tema están: Eric Jones, *The European Miracle: Environments, Economies and Geopolitics in the History of Europe and Asia*, Cambridge, 1981; David S. Landes, *The W ealth and Poverty of Nations: Why Some are So Rich and Some So Poor*, Nueva York, 1998; Joel Mokyr, *The Gifts of Athena: Historical Origins of the Knowledge Economy*, Princeton, 2002; Gregory Clark, *A Farewell to Alms: A Brief Economic History of the World*, Princeton, 2007. <<

[477] William N. Goetzmann, «Fibonacci and the Financial Revolution», NBER Working Paper 10352, marzo de 2004. <<

[478] William N. Goetzmann, Andrey D. Ukhov y Ning Zhu, «China and the World Financial Markets, 1870-1930: Modern Lessons from Historical Globalization», *Economic History Review* (en preparación). <<

[479] Nicholas Crafts, «Globalisation and Growth in the Twentieth Century», International Monetary Fund Working Paper, 00/44, marzo de 2000. Véase también Richard E. Baldwin y Philippe Martin, «Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences», NBER Working Paper 6904, enero de 1999. <<

[480] Barry R. Chiswick y Timothy J. Hatton, «International Migration and the Integration of Labor Markets», en Michael D. Bordo, Alan M. Taylor y Jeffrey G. Williamson, eds., *Globalization in Historical Perspective*, Chicago, 2003, pp. 65-120. <<

[481] Maurice Obstfeld y Alan M. Taylor, «Globalization and Capital Markets», en Michael D. Bordo, Alan M. Taylor y Jeffrey G. Williamson, eds., *Globalization in Historical Perspective*, Chicago, 2003, pp. 173 ss. <<

[482] Clark, *Farewell*, caps. 13 y 14. <<

[483] David M. Rowe, «The Tragedy of Liberalism: How Globalization Caused the First World War», *Security Studies*, 14, 3, primavera de 2005, pp. 1-41. <<

[484] Véanse, por ejemplo: Fareed Zakaria, *The Post-American World*, Nueva York, 2008; y Parag Khanna, *The Second World: Empires and Influence in the New Global Order*, Londres, 2008. <<

[486] Jim Rogers, *A Bull in China: Investing Profitably in the World's Grea test Market*, Nueva York, 2007. <<

[487] Robert Blake, *Jardine Matheson: Traders of the Far East*, Londres, 1999, p. 91. Véase también Alain Le Pichon, *China Trade and Empire: Jardine, Matheson & Co. and the Origins of British Rule in Hong Kong, 1827—1843*, Oxford/Nueva York, 2006. <<

[488] Archivo Rothschild, Londres: RFamFD/13A/1; 13B/1; 13C/1; 13D/1; 13D/2; 13/E. <<

[489] Henry Lowenfeld, *Investment: An Exact Science*, Londres, 1909, p. 61. <<

[490] John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, Londres, 1919, cap. 1. <<

[491] Maddison, *World Economy*, tabla 2-26a. <<

[492] Lance E. Davis y R.A. Huttenback, *Mammon and the Pursuit of Empire: The Political Economy of British Imperialism, 1860—1912*, Cambridge, 1988, p. 46. <<

[493] Ranald Michie, «Reversal or Change? The Global Securities Market in the 20th Century», *New Global Studies* (en preparación). <<

[494] Obstfeld y Taylor, «Globalization»; Niall Ferguson y Moritz Schularick, «The Empire Effect: The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880-1913», *Journal of Economic History*, 66, 2, junio de 2006. Pero véase también Michael A. Clemens y Jeffrey Williamson, «Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870-1913», *Economic Journal*, 114, 2, 2004, pp. 304-337. <<

[495] El estudio definitivo es el de Michael Edelstein, *Overseas Investment in the Age of High Imperialism: The United Kingdom, 1850—1914*, Nueva York, 1982. <<

[496] Michael Edelstein, «Imperialism: Cost and Benefit», en Roderick Floud y Donald McCloskey, eds., *The Economic History of Britain since 1700*, vol. II, 2.ª ed., Cambridge, 1994, pp. 173-216. <<

[497] John Maynard Keynes, «Foreign Investment and National Advantage», en Donald Moggridge, ed., *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIX, Londres, 1981, pp. 275-284. <<

[498] *Id*., «Advice to Trustee Investors», en *ibid*., pp. 202-206. <<

[499] Calculado a partir de los datos de Irving Stone, *The Global Export of Capital from Great Britain, 1865—1914*, Londres, 1999. <<

[500] Véase el utilísimo índice bursátil de la Bolsa de Shanghai entre 1870 y 1940, en **http://icf.som.yale.edu/sse/**. <<

[501] Michael Bordo y Hugh Rockoff, «The Gold Standard as a “Good Housekeeping Seal of Approval”», *Journal of Economic History*, 56, 2, junio de 1996, pp. 389-428. <<

[502] Marc Flandreau y Frédéric Zumer, *The Making of Global Finance, 1880—1913*, París, 2004. <<

[503] Ferguson y Schularick, «Empire Effect», pp. 283-312. <<

[504] Para un análisis a fondo de este aspecto, véase Niall Ferguson, «Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War», *Economic History Review*, 59, 1, febrero de 2006, pp. 70-112. <<

[505] Jean de [Ivan] Bloch, *Is War Now Impossible*?, trad. ing. R.C. Long, Londres, 1899, p. xvii. <<

[506] Norman Angell, *The Great Illusion: A Study of the Relation of Military Power in Nations to their Economic and Social Advantage*, Londres, 1910, p. 31. <<

[507] Citado en James J. Sheehan, *Where Have all the Soldiers Gone?*, Houghton Mifflin, Nueva York, 2007, p. 56. <<

[508] O. M. W. Sprague, «The Crisis of 1914 in the United States», *American Economic Review*, 5, 3, 1915, pp. 505 ss. <<

[509] Brendan Brown, *Monetary Chaos in Europe: The End of an Era*, Londres/Nueva York, 1988, pp. 1-34. <<

[510] John Maynard Keynes, «War and the Financial System», *Economic Journal*, 24, 95, 1914, pp. 460-486. <<

[511] E. Victor Morgan, *Studies in British Financial Policy, 1914—1925*, Londres, 1952, pp. 3-11. <<

[512] *Ibid*., p. 27. Véase también Teresa Seabourne, «The Summer of 1914», en Forrest Capie y Geoffrey E. Wood, eds., *Financial Crises and the World Banking System*, Londres, 1986, pp. 78, 88 ss. <<

[513] Sprague, «Crisis of 1914», p. 532. <<

[514] Morgan, *Studies*, p. 19. <<

[515] Seabourne, «Summer of 1914», pp. 80 ss. <<

[516] Véase más recientemente William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy*, Princeton, 2007. <<

[517] Morgan, *Studies*, pp. 12-23. <<

[518] David Kynaston, *The City of London*, vol. III: *Illusions of Gold, 1914-1945*, Londres, 1999, p. 5. <<

[519] Calculado a partir de diversos precios aislados citados en *The Times* entre agosto y diciembre de 1914. <<

[520] Kynaston, *City of London*, p. 5. <<

[521] Para más detalles, véase Niall Ferguson, «Earning from History: Financial Markets and the Approach of World Wars», *Brookings Papers in Economic Activity* (en preparación). <<

[522] Véase Lyndon Moore y Jakub Kaluzny, «Regime Change and Debt Default: The Case of Russia, Austro-Hungary, and the Ottoman Empire following World War One», *Explorations in Economic History*, 42, 2005, pp. 237-258. <<

[523] Maurice Obstfeld y Alan M. Taylor, «The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run», en Michael D. Bordo, Claudia Goldin y Eugene N. White, eds., *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, Chicago, 1998, pp. 353-402. <<

[524] Rawi Abdelal, *Capital Rules: The Construction of Global Finance*, Cambridge (MA)/Londres, 2007, p. 45. <<

[525] *Ibid*., p. 46. <<

[527] Greg Behrman, *The Most Noble Adventure: The Marshall Plan and the Time when America Helped Save Europe*, Nueva York, 2007. <<

[528] Obstfeld y Taylor, «Globalization and Capital Markets», p. 129. <<

[530] Véase William Easterly, *The Elusive Quest for Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics*, Cambridge (MA), 2002. <<

[531] Michael Bordo, «The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview», en Michael Bordo y Barry Eichengreen, eds., *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Chicago/Londres, 1993, pp. 3-98. <<

[532] Christopher S. Chivvis, «Charles de Gaulle, Jacques Rueff and French International Monetary Policy under Bretton Woods», *Journal of Contemporary History*, 41, 4, 2006, pp. 701-720. <<

[534] Entrevista con Amy Goodman: **http://www.democracynow.org/article.pl?sid=04/11/09/1526251**. <<

[535] John Perkins, *Confessions of an Economic Hit Man*, Nueva York, 2004 p. xi. <<

[536] Joseph E. Stiglitz, *Globalization and Its Discontents*, Nueva York, 2002, pp. 12, 14, 15, 17. <<

[537] Abdelal, *Capital Rules*, pp. 50 s., 57-75. <<

[538] Paul Krugman, *The Return of Depression Economics*, Londres, 1999. <<

[539] «The Fund Bites Back», *The Economist*, 4 de julio de 2002. <<

[540] Kenneth Rogoff, «The Sisters at 60», *The Economist*, 22 de julio de 2004. Cf. «Not Even a Cat to Rescue», *The Economist*, 20 de abril de 2006. <<

[542] Véase el estudio clásico de Fritz Stern, *Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder and the Building of the German Empire*, Harmondsworth, 1987. <<

[543] George Soros, *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market*, Nueva York, 1987, pp. 27-30. <<

[544] Robert Slater, *Soros: The Life, Times and Trading Secrets of the World's Greatest Investor*, Nueva York, 1996, pp. 48 ss. <<

[545] George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means*, Nueva York, 2008 p. x. <<

[547] Slater, *Soros*, p. 78. <<

[548] *Ibid*., pp. 105, 107 ss. <<

[549] *Ibid*., p. 172. <<

[550] *Ibid*., pp. 177, 182, 188. <<

[551] *Ibid*., p. 10. <<

[552] *Ibid*., p. 159. <<

[553] Nicholas Dunbar, *Inventing Money: The Story of Long-Term Capital Management and the Legends Behind It*, Nueva York, 2000, p. 92. <<

[554] Dunbar, *Inventing Money*, pp. 168-173. <<

[555] André F. Perold, «Long-Term Capital Management, L.P. (A)», Harvard Business School Case 9-200-007, 5 de noviembre de 1999, p. 2. <<

[556] Perold, «Long-Term Capital Management, L.P. (A)», p. 13. <<

[557] *Ibid*., p. 16. <<

[558] Para una historia sobre la escuela de mercados eficientes en la teoría financiera, véase Peter Bernstein, *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*, Nueva York, 1993. <<

[559] Dunbar, *Inventing Money*, p. 178. <<

[560] Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long—Term Capital Management*, Nueva York, 2000, p. 126. <<

[561] Perold, «Long-Term Capital Management, L.P. (A)», pp. 11 ss., 17. <<

[562] Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 127. <<

[563] André F. Perold, «Long-Term Capital Management, L.P. (B)», Harvard Business School Case 9-200-08, 27 de octubre de 1999, p. 1. <<

[564] Lowenstein, *When Genius Failed*, pp. 133-138. <<

[565] *Ibid*., p. 144. <<

[567] Debo este dato a André Stern, que fue inversor en LTCM. <<

[568] Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 147. <<

[569] André F. Perold, «Long-Term Capital Management, L.P. (C)», Harvard Business School Case 9-200-09, 5 de noviembre de 1999, pp. 1, 3. <<

[570] *Id.*, «Long-Term Capital Management, L.P. (D)», Harvard Business School Case 9-200-10, 4 de octubre de 2004, p. 1. Los de Perold son con mucho los mejores análisis. <<

[571] Lowenstein, *When Genius Failed*, p. 149. <<

[572] «All Bets Are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital», *Wall Street Journal*, 16 de noviembre de 1998. <<

[573] Sobre este punto, véase Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving*, Nueva York, 2007. <<

[574] Donald MacKenzie, «Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage», *Economy and Society*, 32, 3, agosto de 2003, p. 374. <<

[575] *Ibid*., *passim*. <<

[576] *Ibid*., p. 365. <<

[577] Franklin R. Edwards, «Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management», *Journal of Economic Perspectives*, 13, 2, primavera de 1999, pp. 192 ss. Véase también Stephen J. Brown, William N. Goetzmann y Roger G. Ibbotson, «Offshore Hedge Funds: Survival and Performance, 1989-1995», *Journal of Business*, 72, 1, enero de 1999, pp. 91-117. <<

[578] Harry Markowitz, «New Frontiers of Risk: The 360 Degree Risk Manager for Pensions and Nonprofits», *The Bank of New York Thought Leadership White Paper*, octubre de 2005, p. 6. <<

[579] «Hedge Podge», *The Economist*, 16 de febrero de 2008. <<

[580] «Rolling In It», *The Economist*, 16 de noviembre de 2006. <<

[581] John Kay, «Just Think, the Fees You Could Charge Buffett», *Financial Times*, 11 de marzo de 2008. <<

[582] Stephanie Baum, «Top 100 Hedge Funds have 75 % of Industry Assets», *Financial News*, 21 de mayo de 2008. <<

[583] Dean P. Foster y H. Peyton Young, «Hedge Fund Wizards, *Economists» Voice*, febrero de 2008, p. 2. <<

[585] Niall Ferguson y Moritz Schularick, «"Chimerica" and Global Asset Markets», *International Finance*, 10, 3, 2007, pp. 215-239. <<

[586] Michael Dooley, David Folkerts-Landau y Peter Garber, «An Essay on the Revived Bretton-Woods System», NBER Working Paper 9971, septiembre de 2003. <<

[587] Ben Bernanke, «The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit», Homer Jones Lecture, San Luis (MS), 15 de abril de 2005. <<

[589] «From Mao to the Mall», *The Economist*, 16 de febrero de 2008. <<

[592] Para una crítica de la reciente política de la Reserva Federal estadounidense, véase Paul A. Volcker, «Remarks at a Luncheon of the Economic Club of New York», 8 de abril de 2008. Para Volcker, la Reserva Federal ha emprendido «acciones que se extienden hasta el mismo límite de sus atribuciones legales e implícitas». <<

[593] Véase, por ejemplo, Jamil Anderlini, «Beijing Looks at Foreign Fields in Plan to Guarantee Food Supplies», *Financial Times*, 9 de mayo de 2008. <<

[594] Podría conjeturarse que, de no haberse producido la Primera Guerra Mundial, en 1926 Alemania habría superado a Inglaterra en cuanto a cuota del mercado mundial de exportaciones: Hugh Neuburger y Houston H. Stokes, «The Anglo-German Trade Rivalry, 1887-1913: A Counterfactual Outcome and Its Implications», *Social Science History*, 3, 2, invierno de 1979, pp. 187-201. <<

[595] Aaron L. Friedberg, «The Future of U.S.-China Relations: Is Conflict Inevitable?», *International Security*, 30, 2, otoño de 2005, pp. 7-45. <<

[596] La duración media de la trayectoria financiera de los actuales altos ejecutivos de Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley y JP Morgan es de algo menos de veinticinco años y medio. <<

[597] Pueden verse algunas ideas fascinantes en torno a los límites de la globalización en Pankaj Ghemawat, *Redefining Global Strategy: Crossing Borders in a World Where Differences Still Matter*, Boston, 2007. <<

[598] Frederic Mishkin, «Weissman Center Distinguished Lecture», Baruch College, Nueva York, 12 de octubre de 2006. <<

[599] Larry Neal, «A Shocking View of Economic History», *Journal of Economic History*, 60, 2, 2000, pp. 317-334. <<

[600] Robert J. Barro y José F. Ursúa, «Macroeconomic Crises since 1870», *Brookings Papers on Economic Activity* (en preparación). Véase también Robert J. Barro, «Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century», Harvard University Working Paper, 4 de diciembre de 2005. <<

[601] Nassim Nicholas Taleb, *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets*, 2.ª ed., Nueva York, 2005. <<

[602] *Id.*, *The Black Swan*: *The Impact of the Highly Improbable*, Londres, 2007. <<

[603] Georges Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means*, Nueva York, 2008, pp. 91 ss. <<

[604] Véase Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston, 1921. <<

[606] John Maynard Keynes, «The General Theory of Employment», *Economic Journal*, 51, 2, 1937, p. 214. <<

[607] Daniel Kahneman y Amos Tversky, «Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk», *Econometrica*, 47, 2, marzo de 1979, p. 273. <<

[608] Eliezer Yudkowsky, «Cognitive Biases Potentially Affecting Judgment of Global Risks», en Nick Bostrom y Milan Cirkovic, eds., *Global Catastrophic Risks*, Oxford University Press, 2008, pp. 91-119. Véase también Michael J. Mauboussin, *More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places*, Nueva York/Chichester, 2006. <<

[609] Mark Buchanan, *The Social Atom: Why the Rich Get Richer, Cheaters Get Caught, and Your Neighbor Usually Looks Like You*, Nueva York, 2007, p. 54. <<

[610] Para una introducción, véase Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, 2000. Para algunas aplicaciones prácticas, véase Richard H. Thaler y Cass R. Sunstein, *Nudge*: *Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, New Haven, 2008. <<

[611] Véase Peter Bernstein, *Capital Ideas Evolving*, Nueva York, 2007. <<

[612] Véanse, por ejemplo, James Surowiecki, *The Wisdom of Crowds*, Nueva York, 2005; Ian Ayres, *Supercrunchers: How Anything Can Be Predicted*, Londres, 2007. <<

[613] Daniel Gross, «The Forecast for Forecasters is Dismal», *New York Times*, 4 de marzo de 2007. <<

[614] La obra clásica, publicada inicialmente en 1841, es la de Charles MacKay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, Nueva York, 2003 [1841]. <<

[615] Yudkowsky, «Cognitive Biases», pp. 110 ss. <<

[616] Para una introducción a la obra de Lo, véase Bernstein, *Capital Ideas Evolving*, cap. 4. Véase también John Authers, «Quants Adapting to a Darwinian Analysis», *Financial Times*, 19 de mayo de 2008. <<

[617] Lo que viene a continuación se deriva en parte de Niall Ferguson y Oliver Wyman, *The Evolution of Financial Services: Making Sense of the Past, Preparing for the Future*, Londres/Nueva York, 2007. <<

[618] *The Journal of Evolutionary Economics*. Son obras fundamentales en este ámbito: A. A. Alchian, «Uncertainty, Evolution and Economic Theory», *Journal of Political Economy*, 58, 1950, pp. 211-222; y R.R. Nelson y S.G. Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge (MA), 1982. <<

[619] Thorstein Veblen, «Why is Economics Not an Evolutionary Science?», *Quarterly Journal of Economics*, 12, 1898, pp. 373-397. <<

[620] Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy*, Londres, 1987 [1943], pp. 80-84. <<

[621] Paul Ormerod, *Why Most Things Fail: Evolution, Extinction and Economics*, Londres, 2005, pp. 180 ss. <<

[622] Jonathan Guthrie, «How the Old Corporate Tortoise Wins the Race», *Financial Times*, 15 de febrero de 2007. <<

[623] Leslie Hannah, «Marshall's "Trees" and the Global "Forest: Were Giant Redwoods» Different?», en N. R. Lamoreaux, D. M. G. Raff y P. Temin, eds., *Learning by Doing in Markets, Firms and Countries*, Cambridge (MA), 1999, pp. 253-294. <<

[624] La alusión hace referencia, obviamente, a la obra de Richard Dawkins, *El gen egoísta* (trad. cast. en Salvat, 2000). <<

[625] Rudolf Hilferding, *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development*, Londres, 2006 [1919]. <<

[628] «Fear and Loathing, and a Hint of Hope», *The Economist*, 16 de febrero de 2008. <<

[629] Joseph Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, Cambridge (MA), 1934 p. 253. <<

[630] Bertrand Benoit y James Wilson, «German President Complains of Financial Markets “Monster”», *Financial Times*, 15 de mayo de 2008. <<

[4] En el campo de las finanzas el idioma hegemónico es el inglés, por lo que muchos conceptos e instrumentos no tienen una traducción establecida. Según el caso se ha optado por mencionar el término inglés solo la primera ocasión, como en «hedge fund», «fondo de riesgo», o respetar el criterio profesional, como con las swaps o permutas. *(N. del T.)* <<

[6] Respectivamente, «mortgage-backed securities», «asset-backed securities» (ABS) y «collateralized debt obligations» (CDO). *(N. del E.)* <<

[7] En las páginas 242-247 hay una explicación de estos instrumentos. <<

[9] De manera harto reveladora, esa misma proporción en el caso de las mujeres graduadas fue del 2,3 y el 3,4 por ciento respectivamente. Los que yo denomino «amos del universo» siguen superando en número a las «amas». <<

[15] En Estados Unidos, los denominados planes 401(k) se introdujeron en 1980 como una forma de planes de pensiones definidos por las propias aportaciones. Los empleados pueden elegir que una parte de su salario se desvíe a una «cuenta 401(k)». Luego se les ofrecen distintas opciones en cuanto al modo de invertir el dinero. Salvo algunas excepciones, ese dinero no tributa hasta el momento en que se retira. <<

[16] El *Socialist Standard* es una revista mensual que publica desde 1904 el Partido Socialista del Reino Unido. *(N. del T.)* <<

[20] Los conquistadores iban en busca de oro y plata. El primer asentamiento fundado por Colón, La Isabela, en la isla de La Española (en lo que hoy es la República Dominicana), se estableció con el fin de explotar los yacimientos de oro locales. Asimismo, Colón creía que había encontrado plata, pero posteriormente se ha comprobado que el único rastro de ese metal se encontraba en las muestras de mineral que el propio Colón y sus hombres habían llevado de España. <<

[22] Desde el matrimonio de Fernando e Isabel en 1474 hasta el siglo XVIII, técnicamente lo que denominamos España era la unión de dos reinos: Aragón y Castilla. <<

[40] La sucesión de Fibonacci se menciona en el libro *El código Da Vinci*, que es probablemente donde la mayoría de la gente habrá oído hablar de ella. Sin embargo, donde primero apareció esta secuencia fue, bajo el nombre de *mātrāmeru* («montaña de cadencia»), en la obra del erudito sánscrito Pingala. <<

[53] El término se utilizaba para designar los libros que registraban los ingresos y beneficios, además de determinados acuerdos concretos o contratos de importancia. Los otros libros que llevaban los Medici eran el *libro di entrata e uscita* («libro de ingresos y gastos») y el *libro dei debitori e creditori* («libro de deudores y acreedores»). <<

[62] Técnicamente, el monopolio se aplicaba solo en un radio de 100 kilómetros alrededor de Londres, ya que en el siglo XVIII los bancos privados no tenían prohibida la emisión de billetes. <<

[63] La falta de liquidez se da cuando una empresa no puede vender suficientes activos como para hacer frente a sus pasivos. La empresa tiene la cantidad de activos adecuada, pero estos no son comercializables debido a que hay muy pocos clientes potenciales. La insolvencia se da cuando el valor de los pasivos supera claramente al de los activos. La diferencia entre ambos conceptos resulta más difícil de establecer de lo que a veces se supone. Una empresa con crisis de liquidez podría ser capaz de vender sus activos, pero solo a precios tan bajos que darían lugar a la insolvencia. <<

[66] En el mismo período, la deuda hipotecaria ha aumentado del 54 al 140 por ciento de la renta personal disponible. <<

[67] Una ratio conocida entre los economistas como «*k* marshalliana» en homenaje al economista Albert Marshall. Estrictamente hablando, *k* es la ratio entre la base monetaria y el PIB nominal. <<

[74] No hay que confundir esto con el rendimiento al vencimiento, que tiene en cuenta la cantidad de tiempo transcurrida antes de que el bono sea rescatado a la par por el gobierno emisor. <<

[75] En el original hay un juego de palabras con el término inglés *bond*, «bono», que se escribe igual que el apellido del célebre agente 007. *(N. del T.)* <<

[87] De donde se deriva la denominación de *consol* para designar al nuevo bono estandarizado del Estado británico. <<

[105] En un determinado momento, cuando el director del erario prusiano, Christian Rother, trató de modificar los términos después de que se hubiera firmado ya el contrato de empréstito, Nathan explotó: «Estimados amigos, yo he cumplido con mi deber por Dios, vuestro rey y el ministro de Hacienda Von Rother, todo mi dinero ha ido a vosotros en Berlín […] ahora es vuestro turno y vuestro deber mantener vuestra palabra y no proponer cosas nuevas, todo debe quedar como se había acordado entre hombres como nosotros, y eso es lo que yo esperaba, como podéis ver por las entregas del dinero. Nada puede la intriga contra N. M. Rothschild, él tiene el dinero, la fuerza y el poder, la intriga solo tiene impotencia, y el rey de Prusia, mi príncipe Hardenberg y el ministro Rother deberían estar contentos y agradecidos con Rothschild, que os está enviando tanto dinero [y] aumentando el crédito de Prusia». Que un judío nacido en el gueto de Frankfurt pudiera escribir en tales términos a un oficial prusiano dice mucho sobre la revolución social que personificaban Nathan Rothschild y sus hermanos. <<

[114] Se trata de J. A. Hobson, autor de *Estudio del imperialismo* (1902). Aunque todavía renombrado como uno de los primeros críticos liberales del imperialismo, Hobson manifestaba cierta hostilidad clásicamente antisemita hacia las finanzas: «Manejando grandes masas de títulos y acciones, fundando compañías, manipulando fluctuaciones de valores, los magnates de la Bolsa hallan sus ganancias. Esos grandes negocios —banca, correduría, descuento de letras, emisión de préstamos, promoción de empresas— forman el ganglio central del capitalismo internacional. Unidos por los más fuertes vínculos de organización, siempre en el más estrecho e inmediato contacto mutuo, situados en el propio corazón del capital comercial de todo Estado, controlados, en lo que a Europa se refiere, principalmente por hombres de una sola y peculiar raza, que tienen tras de sí muchos siglos de experiencia financiera, se hallan en una posición única para controlar la política de las naciones». <<

[133] En la terminología económica las relaciones pueden simplificarse como $DV = PQ$, donde D es la cantidad de dinero en circulación, V la velocidad del dinero (frecuencia de transacciones), P el nivel de precios y Q el valor real de las transacciones totales. <<

[141] En realidad la especialidad de Preobrazhenski era más el asesinato que la eutanasia: de todos los líderes bolcheviques, él fue el más directamente implicado en la muerte de Nicolás II y su familia. <<

[143] La tasa de inflación más alta registrada en toda la historia se produjo en Hungría en julio de 1946, cuando los precios se incrementaron en 4,19 trillones por ciento (esto es, 419 seguido de dieciséis ceros). <<

[144] En el momento de redactar estas líneas (marzo de 2008), un funeral en Zimbabue cuesta 1000 millones de dólares zimbabuenses, y la tasa de inflación anual es del 100.000 por ciento. <<

[157] Para simplificar, en lo sucesivo traduciremos sistemáticamente *insider* por «iniciado» y *outsider* por «neófito». *(N. del T.)* <<

[161] Se trata de la ratio de las cotizaciones divididas entre las ganancias incluidos los dividendos. La media a largo plazo (desde 1871) de la ratio precio/ganancias en Estados Unidos es de 15,5, con un máximo de 32,6 alcanzado en 1999. Actualmente se sitúa en 18,6 (cifras procedentes del índice Standard & Poor 500, extendido en el tiempo por Global Financial Data). <<

[167] Entre 1580 y 1640 las coronas de España y Portugal estuvieron unidas. <<

[183] Técnicamente, la eliminación de la incertidumbre sobre los dividendos futuros otorgaba a las acciones ordinarias el carácter de acciones preferentes o, incluso, de bonos. <<

[196] Un indicio del éxito del Banco de Amsterdam fue el hecho de que la inflación de precios al consumo cayera del 2 por ciento anual entre 1550 y 1608 al 0,9 por ciento anual entre 1609 y 1658, y a solo el 0,1 por ciento anual entre 1659 y 1779. La casi óctuple apreciación de las cotizaciones de la VOC sale, pues, razonablemente bien parada si se la compara con el rendimiento ajustado a la inflación de los modernos mercados de valores. <<

[214] Todavía pueden encontrarse noticias de los supervivientes en las parroquias acadianas de San Carlos, San Jacobo y San Juan Bautista. <<

[234] La Bubble Act declaraba ilegal crear nuevas empresas sin autoridad estatutaria y evitaba que las empresas ya existentes realizaran actividades que no estuvieran especificadas en sus estatutos. <<

[260] Se trata del tipo de interés interbancario al que los bancos estadounidenses se prestan mutuamente saldos retenidos en la Reserva Federal, normalmente de un día para otro. El Comité Federal de Mercado Abierto, integrado por los siete gobernadores de la Junta de la Reserva Federal y los presidentes de los doce bancos regionales de la Reserva Federal, establece su objetivo para el tipo de interés en sus reuniones regulares. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York asume la tarea de hacer efectivo ese objetivo a través de operaciones de mercado abierto (comprando o vendiendo bonos en el mercado neoyorquino). <<

[261] Sus palabras fueron característicamente opacas: «Obviamente, una baja inflación sostenida implica menos incertidumbre sobre el futuro, y menores primas de riesgo implican mayores precios de las acciones. […] Pero ¿cómo sabemos cuando la exuberancia irracional ha disparado indebidamente el valor de los activos? Nosotros, como banqueros centrales, no tenemos por qué preocuparnos si el colapso de una burbuja de activos no amenaza con deteriorar la economía real. […] Pero no deberíamos subestimar ni mostrar complacencia con respecto a la complejidad de las interacciones entre los mercados de activos y la economía». <<

[267] La empresa iba a llamarse originariamente Enteron hasta que el *Wall Street Journal* señaló que *enteron* es un término derivado del griego que hace referencia a los intestinos. <<

[270] El de «Gran Fácil», en inglés *Big Easy*, es uno de los apodos de Nueva Orleans; probablemente una referencia de los músicos de comienzos del siglo XX a la relativa facilidad con la que podía encontrarse trabajo en la ciudad. *(N. del T.)* <<

[272] La típica póliza de un propietario de la costa del golfo de México tiene una «cláusula de deducción por huracanes», con un porcentaje de deducción que se aplica a cualquier reclamación por «pérdida física o daño directo a la propiedad cubierta causado por el viento, las ráfagas de aire, el granizo, la lluvia, los tornados o los ciclones causados por o resultantes de un huracán». Sin embargo, normalmente se incluye también una exclusión en estos términos: «No aseguramos […] contra ninguna pérdida que no haya ocurrido en ausencia de uno o más de los siguientes acontecimientos excluidos» tales como «daños por agua, es decir […] inundación, agua superficial, olas, mareas, tsunamis, seiches [olas lacustres], desbordamiento de una masa de agua, o aspersión procedente de alguna de ellas, todo ello impulsado por el viento o no». Asimismo: «No aseguramos contra tales pérdidas independientemente de: *a*) la causa del acontecimiento excluido; o *b*) otras causas de la pérdida; o *c*) que otras causas actúen concurrentemente o en cualquier secuencia con el acontecimiento excluido para producir la pérdida; o *d*) que el acontecimiento ocurra de manera repentina o gradual». Este es un ejemplo clásico de letra pequeña destinada a limitar la responsabilidad de la aseguradora de una forma que no resulta fácilmente inteligible para el titular de la póliza. <<

[275] Las compañías de seguros estadounidenses con pólizas de daños en propiedades y víctimas tuvieron unos ingresos netos después de impuestos de 43.000 millones de dólares en 2005, y de 64.000 millones en 2006, mientras que la media de los tres años anteriores había sido de 24.000 millones. <<

[277] Timothy Balducci, socio de Scruggs, fue grabado en una conversación telefónica en la que ofrecía 40.000 dólares al juez Lackey. «La única persona en el mundo aparte de usted con la que he hablado de ello ha sido Dick —le dijo Balducci a Lackey—. Nosotros […] bueno, el caso es que no hay en el mundo más que tres personas que sepan de esto […] y dos de ellas están aquí sentadas, y la otra […] bueno, es Scruggs. […] Él y yo, esto […] ¿cómo lo diría? durante los últimos cinco o seis años, hay cadáveres enterrados que, ya sabe, él y yo sabemos dónde están.» El primero de noviembre de 2007, Balducci llamó a Scruggs pare decirle que el juez se sentía ahora «un poco más sensible a los hechos y a la ley que antes» y para preguntarle si «haría alguna otra cosa más, ya sabes, sobre diez o así más». Scruggs le respondió que «se ocuparía de ello». <<

[284] Para un análisis más detallado de esta diferencia fundamental véase el epílogo del presente volumen. <<

[288] La tendencia humana a cerrar las puertas del establo cuando ya se han escapado los caballos queda muy bien ilustrada por la historia de los seguros contra incendios. Fue *después* del incendio de Nueva York en 1835 cuando los diversos estados norteamericanos empezaron a exigir que las compañías de seguros mantuvieran un nivel suficiente de reservas. Fue *después* del incendio de Hamburgo en 1842 cuando se desarrollaron los reaseguros como una forma de que las compañías de seguros compartieran los riesgos de grandes desastres. <<

[294] En escocés «vieja humeante» o «vieja hedionda», probablemente debido a las espesas columnas de humo que salían de las chimeneas de las casas, o quizá al mal olor derivado de las insalubres condiciones sanitarias de la ciudad, tal como el autor señala a continuación. *(N. del T.)* <<

[296] Wallace era también miembro de la Sociedad Filosófica de Edimburgo, en la que presentó su *Disertación sobre las cifras de la humanidad en los tiempos antiguos y modernos*, una obra que en algunos aspectos se anticipaba al *Ensayo sobre el principio de la población* de Thomas Malthus. <<

[301] Scott fue víctima de la crisis financiera desatada por la primera crisis de deuda latinoamericana (véase el capítulo 2). Quizá fuera también víctima de su propio apetito por las propiedades inmobiliarias. Para ayudar a financiar los costes de su querida casa solariega en Abbotsford, el escritor se había convertido en socio comanditario de la imprenta que publicaba sus obras, James Ballantyne & Co., y de la editorial asociada de John Ballantyne & Co. También había invertido en su propio editor, Archibald Constable, creyendo que los rendimientos de esas acciones serían superiores a los tradicionales derechos de autor. Sin embargo, mantuvo en secreto todas esas participaciones comerciales, pensando que se juzgarían incompatibles con su estatus de funcionario del Tribunal de Sesiones y de alguacil. La quiebra de Ballantyne y de Constable en 1825 dejó a Scott con unas deudas que oscilaban entre las 117.000 y las 130.000 libras. Pero en lugar de vender Abbotsford, Scott juró no parar de escribir hasta dejar de tener números rojos. Lo logró, aunque a un precio considerable para su propia salud, muriendo en 1832. De haber muerto antes, los acreedores habrían sido los beneficiarios de la póliza de Viudas Escocesas. <<

[302] La fotografía del anuncio original, en 1986, fue realizada por David Bailey, con la hija del actor Roger Moore, Deborah, en el papel de una poco verosímil seductora viuda escocesa. <<

[313] El término inglés *Welfare State* —o «Estado del bienestar»— se acuñó en el Reino Unido por oposición al *Warfare State* —o «Estado de la guerra»— de la Alemania nazi. *(N. del T.)* <<

[339] Friedman señaló en 1988 que había dado prácticamente los mismos consejos sobre inflación al gobierno chino, y, sin embargo, no se había encontrado con ninguna «avalancha de protestas por haber estado dispuesto a aconsejar a un gobierno tan malo», pese al hecho de que este «ha sido y sigue siendo más represivo que la junta militar chilena». <<

[346] Por las siglas de «Instituciones de Salud Previsional». *(N. del T.)* <<

[352] Este se complementa con el programa Medicaid, destinado a ofrecer atención sanitaria a las personas con bajos ingresos. *(N. del T.)* <<

[361] «Turning Japanese» fue una popular canción que sacó en 1980 un grupo inglés llamado The Vapors; posteriormente, en el año 2000, pasaría a formar parte de la banda sonora de la película *Los Ángeles de Charlie*. *(N. del T.)* <<

[371] Juego de palabras intraducible. *Hedge* en inglés es «proteger», pero como se ha explicado antes, la traducción más aceptada de «hedge fund» es «fondo de riesgo». *(N. del T.)* <<

[374] Unidad de medida de capacidad para mercancía sólida en los países anglosajones que equivale aproximadamente a unos 35 litros. También medida de masa que en el caso del trigo equivale a 27,2 kg. *(N. del T.)* <<

[376] Es decir, que la cantidad hipotética en circulación si todos los derivados se pagaran es aproximadamente de cuarenta y una veces el valor de mercado estimado de los contratos. <<

[377] Suscitando con ello expectativas que pueden resultar imposibles de cumplir. Así, por ejemplo, el incremento del precio de la vivienda en Inglaterra, que entre 1975 y 2006 se ha multiplicado por quince, ha situado la propiedad de una vivienda fuera del alcance de casi todos los que desean acceder a ella por primera vez y no cuentan con la ayuda financiera de sus padres. <<

[382] Irlanda encabeza la lista, con un 83 por ciento de familias que son dueñas de sus propios hogares, seguida por Australia y el Reino Unido (ambas con el 69 por ciento), Canadá (67 por ciento) y Estados Unidos (65 por ciento). La cifra equivalente para Japón es el 60 por ciento; para Francia, el 54 por ciento, y para Alemania, el 43 por ciento. Obsérvese, no obstante, que estos números corresponden al año 2000. Desde entonces, en el caso de Estados Unidos, la cifra se ha elevado por encima del 68 por ciento. Y en este último país también hay que tener en cuenta la variación territorial: entre los habitantes del Medio Oeste y del sur la probabilidad de poseer la propia vivienda (72 por ciento) es mayor que entre los que viven en el oeste y el noreste, dado que en el sur y el Medio Oeste la vivienda resulta más asequible. Por otra parte, el 78 por ciento de los habitantes de Virginia Occidental son dueños de sus propios hogares, mientras que entre los neoyorquinos esa proporción es solo del 46 por ciento. <<

[386] «—La vida siempre es incierta, Miss Demolines. <<

»—Se está usted burlando, ya lo sé. Pero ¿no cree realmente que el dinero de la City es siempre muy arriesgado? ¡Viene y se va tan deprisa!

»—Con respecto a eso de irse, creo que pasa lo mismo con todo el dinero —dijo Johnny.

»—Pero no con la tierra, ni los fondos. Mamá tiene hasta el último chelín colocado en una hipoteca de primera clase sobre tierras al cuatro por ciento. ¡Eso hace que una se sienta tan segura! La tierra no puede escaparse» (capítulo 25).

[412] Hoy, en Estados Unidos, alrededor de 37 millones de individuos y parejas se benefician de una deducción en sus hipotecas de hasta un millón de dólares, con un coste total de 76.000 millones de dólares para el erario estadounidense. <<

[417] Las leyes clave fueron la Ley de Desregulación de Entidades de Depósito y de Control Monetario de 1980 y la Ley Garn-St. Germain de Entidades de Depósito de 1982. <<

[423] El nombre del rancho de la popular serie televisiva Dallas. *(N. del T.)* <<

[430] El caso más notorio fue el de Charles Keating, cuya empresa Lincoln Savings & Loan, con sede en Irvine, California, recibió el apoyo de cinco senadores, entre ellos John McCain, cuando el Banco Federal de Ahorro-Vivienda empezó a presionarle. Pese a que McCain había aceptado previamente contribuciones políticas de Keating, fue absuelto de haber actuado impropiamente por parte del Comité de Ética del Senado estadounidense. <<

[434] Grandes penes colgantes: el término se emplea en la jerga bursátil de Wall Street para aludir a un corredor o vendedor que atrae muchos clientes o mucho dinero a su empresa. *(N. del T.)* <<

[437] A finales de 2006, las GSE tenían la mayor parte de las hipotecas, lo que representaba el 30 por ciento de la deuda total en circulación. Los bancos comerciales tenían el 22 por ciento; los valores garantizados por hipotecas residenciales, las obligaciones de deuda colateralizada y otros títulos con garantía de activos representaban el 14 por ciento del total; las instituciones de ahorro, el 13 por ciento; los gobiernos estatales y locales, el 8 por ciento del total, y las compañías de seguros de vida, el 6 por ciento. El resto estaba en manos de particulares. <<

[439] En la larga discusión que he mantenido con mi esposa en cuanto a la poca prudencia de un apalancamiento a gran escala en el mercado inmobiliario del Reino Unido (su estrategia financiera preferida), ella resultaría, pues, la vencedora en el supuesto de que yo hubiera preferido vivir en un alojamiento universitario alquilado e invertir en el mercado de valores británico. Obviamente, la estrategia óptima habría sido tener una cartera diversificada de bienes inmuebles y acciones globales, todo ello financiado con un apalancamiento moderado. <<

[441] Considerada durante décadas un modelo de vecindario de clase media, con casas de tipo colonial y cuidados jardines. *(N. del T.)* <<

[444] Entre 1997 y 2006, los consumidores estadounidenses retiraron una cantidad estimada de nueve billones de dólares en efectivo a cuenta del valor de sus viviendas. En el primer trimestre de 2006, la extracción de capital inmobiliario representaba casi el 10 por ciento de la renta personal disponible. <<

[449] Una característica importante del derecho estadounidense es el hecho de que en muchos estados (aunque no en todos) las hipotecas tienen generalmente el carácter de créditos «sin recurso», lo que significa que, cuando se produce un impago, el prestador de la hipoteca solo puede recuperar el valor de la propiedad hipotecada, y no puede quedarse con ninguna otra propiedad del prestatario (por ejemplo, un coche o dinero en el banco) ni obtener el embargo de sus futuros salarios. Para algunos economistas, esto proporciona a los prestatarios un fuerte incentivo para dejar de pagar. <<

[452] Uno de los cuales se vanagloriaba de llamarse nada menos que «Fondo de Apalancamiento Incrementado de Estrategias Crediticias Estructuradas de Primera Calidad». <<

[453] Pocos se mostraron en desacuerdo cuando el Fondo Monetario Internacional lo calificó como «la mayor conmoción financiera desde la Gran Depresión». <<

[457] De hecho, los acontecimientos posteriores a la redacción de estas líneas han venido a confirmar tal extremo. <<

[465] De hecho, Pro Mujer ha impresionado tanto a Bill y Melinda Gates que su Fundación está aportando 3,1 millones de dólares a la organización. <<

[485] El término «mercados emergentes» fue utilizado por primera vez en la década de 1980 por Antoine van Agtmael, economista del Banco Mundial. <<

[526] La cantidad total desembolsada al amparo del Plan Marshall representó aproximadamente el 5,4 por ciento del producto nacional bruto de Estados Unidos en el año en que el general George Marshall pronunció el discurso inicial del plan que llevaría su nombre, o el 1,1 por ciento a lo largo de todo el período de duración del programa, que se prolongaría desde abril de 1948, cuando se aprobó la Ley de Ayuda Extranjera, hasta junio de 1952, cuando se hizo el último pago. Si hubiera habido un Plan Marshall entre 2003 y 2007, habría costado 550.000 millones de dólares. En comparación, la ayuda económica exterior realizada por la administración de Bush entre 2001 y 2006 totalizó menos de 150.000 millones de dólares, con una media inferior al 0,2 por ciento del PIB. <<

[529] Rostow, autor de *Las etapas del crecimiento económico: un manifiesto no comunista* (1960), ofreció consejo económico y estratégico más o menos en igual proporción a todas las administraciones demócratas estadounidenses durante la década de 1960. Al ocupar un cargo equivalente al actual asesor de Seguridad Nacional para Lyndon Johnson, estuvo estrechamente relacionado con la escalada de la guerra de Vietnam. <<

[533] He aquí una breve lista de los diez puntos, basada en la formulación original de John Williamson en 1989: 1) imponer la disciplina fiscal; 2) reforma tributaria; 3) liberalizar los tipos de interés; 4) aumentar el gasto en sanidad y enseñanza; 5) garantizar los derechos de propiedad; 6) privatizar las industrias de titularidad pública; 7) desregular los mercados; 8) adoptar un tipo de cambio competitivo; 9) eliminar las barreras al comercio internacional, y 10) eliminar las barreras a la inversión extranjera directa. <<

[541] Desde que el término «fondos de riesgo» (*hedge funds* en inglés) se empleara por primera vez, en 1966, para describir el fondo largo-corto creado por Alfred Winslow Jones en 1949 (que adoptaba posiciones tanto largas como cortas en el mercado de valores de Estados Unidos), la mayoría de los fondos de riesgo han sido sociedades de responsabilidad limitada. Y como tales, han quedado exentas de las disposiciones establecidas por las leyes estadounidenses de títulos en 1933 y de Compañías de Inversiones en 1940, que restringían las operaciones de los fondos mutuos y de los bancos de inversión con respecto al apalancamiento y la venta en descubierto. <<

[546] Técnicamente, según la Comisión del Mercado de Valores estadounidense, una venta corta, o en descubierto, es «cualquier venta de un título que el vendedor no posee o cualquier venta que se consume por la entrega de un título prestado por, o a cuenta de, el vendedor». <<

[566] Por ejemplo, el margen sobre los bonos del Tesoro estadounidense del índice de bonos de mercados emergentes JP Morgan subió del 3,3 por ciento en octubre de 1997 el 6,6 por ciento en julio de 1998, pasando luego al 17,05 por ciento el 10 de septiembre de 1998. <<

[584] Seguramente no es casualidad que fueran los informes sobre las pérdidas de los fondos de riesgo gestionados por Bear Stearns y por Goldman Sachs los que señalaron el comienzo del desplome del crédito en el verano de 2007. <<

[588] Recuérdese la definición de NINJA del capítulo 5. *(N. del T.)* <<

[590] Algunos fondos soberanos en realidad tienen una historia relativamente larga. La Autoridad de Inversión de Kuwait se creó en 1953; Temasek, de Singapur, en 1974; ADIA, el fondo de los Emiratos Árabes Unidos, en 1976, y GIC, también de Singapur, en 1981. <<

[591] Tras haber pagado, en diciembre de 2007, 5000 millones de dólares por una participación del 9,9 por ciento en Morgan Stanley, el presidente de la Corporación de Inversiones de China, Lou Jiwei, comparaba la oportunidad con un conejo que apareciera frente a un granjero. «Si vemos un conejo grande y gordo —dijo—, le disparamos.» Sin embargo, añadía (refiriéndose al posterior descenso de las cotizaciones de Morgan Stanley): «Algunas personas podrían decir que ha sido Morgan Stanley quien nos ha disparado a nosotros». <<

[605] Como ha dicho Peter Bernstein: «Nos llenamos de datos del pasado […] pero los datos del pasado […] constituyen una secuencia de acontecimientos antes que un conjunto de observaciones independientes, que es lo que exigen las leyes de la probabilidad. La historia nos proporciona solo una muestra de los […] mercados de capitales, y no miles de números distintos y distribuidos al azar». Obviamente, ese mismo problema —que el tamaño de la muestra es de hecho uno determinado— es inherente a la geología, una ciencia histórica más avanzada que la historia financiera, tal como ha observado Larry Neal. <<

[626] Según las reglas del acuerdo Basilea I pactadas en 1988, los activos bancarios se dividen en cinco categorías en función del riesgo crediticio, con volúmenes de riesgo que van desde el cero (por ejemplo, bonos del Estado del propio país de origen) hasta el ciento por ciento (deuda corporativa). A los bancos internacionales se les exige que mantengan una reserva de capital igual al 8 por ciento de sus activos de mayor riesgo. El acuerdo Basilea II, publicado inicialmente en 2004, pero adoptado solo de forma gradual en todo el mundo, establece unas reglas más complejas, distinguiendo entre riesgo crediticio, riesgo operativo y riesgo de mercado, el último de los cuales exige el uso de modelos de valor-riesgo (VaR). Irónicamente, a la luz de los acontecimientos de 2007-2008, el riesgo de liquidez se combina con otros riesgos adscritos a la rúbrica de «riesgo residual». Tales reglas entran inevitablemente en conflicto con los incentivos que tienen todos los bancos para minimizar su capital y, por tanto, elevar su rendimiento sobre patrimonio. <<

[627] En palabras de Andrew Lo: «Los fondos de riesgo son las islas Galápagos de las finanzas. […] El ritmo de innovación, evolución, competencia, daptación, nacimientos y muertes, todo el abanico de fenómenos evolutivos, se produce con una secuencia extraordinariamaente rápida». <<

NIALL FERGUSON

EL TRIUNFO DEL DINERO

CÓMO LAS FINANZAS MUEVEN EL MUNDO

"Deslumbrante, extraordinariamente oportuno."
THE SPECTATOR

