

---

## Episodios históricos de burbujas especulativas

Miguel Ángel Durán Muñoz

**Resumen:** El texto ofrece un recorrido por las siete burbujas financieras más relevantes de la historia, prestando particular atención a los motivos que las desencadenaron y a las innovaciones financieras asociadas a esas burbujas.

**Palabras clave:** Burbuja financiera; crisis financiera; especulación; innovación financiera.

JEL: G01; N20.

De acuerdo con la definición de Kindleberger (1989) en el «New Palgrave», las burbujas financieras son situaciones en las que el precio de un activo aumenta de manera drástica y continuada a lo largo de un proceso en el que se rompe todo vínculo entre el valor del activo y sus fundamentos económicos, y cuya fuerza motora es que cada nuevo incremento del precio alimenta las expectativas de que se producirán subidas adicionales. Y luego, andando el tiempo, la burbuja se pincha, y lo hace por parecidas —aunque invertidas— razones a las que la formaron: basta un rumor, el rumor de que el activo no vale lo que cuesta, que la demanda podría quedarse corta y, de repente, solo se querrá vender ante el temor de que cada nueva bajada del precio anuncie más bajadas.

Al ser fruto de la desvinculación entre precio y valor fundamental, casi cualquier activo pudiera ser el desencadenante de una burbuja. Bastaría que el mercado pusiera a los agentes de acuerdo en que cuanto más suba el precio de ese activo más lo comprarán, porque mejor esperan venderlo. Quizá por ello, la nómina de activos que han generado burbujas en la historia es variada, incluso pudiera decirse que florida. Y es que el objeto de deseo que protagonizó la primera burbuja moderna fueron los bulbos de tulipán<sup>1</sup>. Ocurrió en los prósperos Países Bajos del siglo XVII.

<sup>1</sup> Algunos autores como, por ejemplo, Garber (1990) niegan que la tulipanomanía, al igual que la burbuja del Mississippi o la de los Mares del Sur, fueran burbujas especulativas en las que el precio y el valor fundamental de los activos se desligan.

**1637: La tulipanomanía.** La producción comercial de tulipanes se realiza mediante bulbos. Y si bien la flor del tulipán tiene una vida breve, el período de producción de tulipanes a partir de bulbos y bulbillos puede durar más de dos años. Al objeto de garantizar la propiedad del tulipán que nacería de un bulbo concreto, los holandeses del Seiscientos firmaban contratos a futuro cuyo subyacente eran los bulbos de tulipán. Pero estos contratos, como buen derivado financiero, y durante el período de gestación del tulipán, también se compraban y vendían a cambio de promesas de pago, lo que tenía sentido económico siempre que con cada nueva transacción el precio del contrato se elevara. Y cuando llegaba la primavera, los tulipanes eran vendidos en los mercados a individuos pudientes, quienes con su desembolso sostenían la cadena de intermediarios.

Desde que se comercializaran en los Países Bajos, la tenencia de estas flores fue para los flamencos una materialización de lo que Veblen (1994) [1899] llamó «consumo conspicuo», cuyo fin primordial es señalar el estatus social. Pero el uso de los tulipanes como seña de posición social llegó a su apogeo cuando les afectó el virus del mosaico: de los bulbos infectados nacían ejemplares únicos, con los pétalos teñidos de caprichosas irisaciones, por los que la gente acaudalada pagaba sumas considerables. Y por ello, los efectos del virus sobre tulipanes de nombre rimbombante, como «Almirante de Almirantes» o «Semper Augustus» suele ser una de las causas aducidas para explicar el desbocamiento de los precios. Pero el



virus, además, contribuyó a la elevación de los precios por un motivo netamente especulativo: introdujo incertidumbre acerca del tipo de tulipán que se obtendría de los bulbos que constituían el objeto de los contratos a futuro. Tal incertidumbre incentivó la compraventa especulativa de contratos, dando renovados impulsos para que el tulipán llegara al mercado a un precio aun más elevado.

En el pico de la burbuja, los precios casi se doblaban a diario y se llegó a acordar la compraventa de un «Semper Augustus» por una cantidad que superaría los 500.000 euros actuales (Cohen 1997). Sin embargo, a comienzos de febrero de 1637, el precio cayó a plomo. Parece no haber habido otra razón para ello que el temor a la llegada de la primavera, cuando habrían de materializarse los contratos a futuro. Tan pronto este temor hizo que escaseara la demanda, se desató el pánico. A partir de ahí, tras caer en la cuenta de que habían comerciado con humo, los incumplimientos de los contratos a futuro se produjeron en cadena y el castillo de naipes construido por los intermediarios se desmoronó. Para poner freno al caos subsiguiente, las autoridades holandesas impusieron la conversión de la obligación de compra contenida en los contratos a futuro en tan solo un derecho de compra, que, no obstante, se ejerciera o no, llevaba aparejado un cierto coste; es decir, como señala Trias de Bes (2009), en un alarde de imaginación financiera los contratos a futuro fueron transformados en opciones de compra por decreto.

**1720: El Mississippi y los Mares del Sur.** En el caso de la burbuja del Mississippi y su versión británica, la de los Mares del Sur, su origen se halla en el canje masivo de deuda pública por acciones, en una sorprendente confusión entre lo público y lo privado que vino a asimilar los títulos de deuda pública a lo que hoy consideraríamos bonos convertibles. A comienzos del siglo XVIII, tanto el Tesoro de Francia como el de Gran Bretaña habían elevado su endeudamiento a niveles insostenibles. Al objeto de evitar la bancarrota, los gobiernos

francés y británico recurrieron a sendas compañías, la Compagnie du Mississippi y la South Sea Company, que se ocuparían de sanear las cuentas públicas a cambio de concesiones comerciales en régimen de monopolio. Para tal fin, ofrecerían a los tenedores de deuda pública la posibilidad de cambiarla por acciones. Mediante este mecanismo, todos ganaban: el Tesoro se saneaba financieramente, las compañías engrosaban su capital, y a los tenedores de deuda se les ofrecía la posibilidad de obtener rendimientos por encima de lo que les proporcionaba la deuda pública. Pero el éxito de la operación pasaba por que el precio de las acciones subiera: solo si era lo suficientemente alto, los inversores ganarían más y cuando más alto, más ganarían y, además, más crecería el capital de las compañías al canjear la deuda pública. Sabedores de esto, los gestores de las compañías pusieron todo su empeño en garantizar que el precio subiría. Y lo hicieron de manera continuada en las distintas ampliaciones de capital que realizaron durante 1719 y 1720, mientras se hinchaban las burbujas de los Mares del Sur y del Mississippi.

Para hacer que el precio subiera, las emisiones de acciones destinadas a ampliar el capital de las compañías se realizaban de modo que se alimentara la expectativa de que el precio futuro sería aun más alto. ¿Quién podía dudarle, si las compañías, para enviar una señal de que les aguardaba el mejor de los futuros, ofrecían acciones valoradas en 550 libras a cambio de un desembolso inicial de tan solo 75 libras y, además, permitían que las restantes 475 libras se pagaran a lo largo de un período prolongado (Cohen 1997)? Y, a la par que se insuflaba optimismo acerca de la tendencia de los precios, se les hacía crecer restringiendo la oferta de acciones disponibles; por ejemplo, distribuyendo derechos de suscripción entre los ya accionistas.

Pero las posibilidades de mantener los precios en constante crecimiento chocaban con las limitaciones que imponía la escasez de liquidez derivada del dinero mercancía. Y ahí sí que difieren la burbuja del Mississippi y la de los Mares del Sur. En Francia, esas limitaciones volaron por los aires de la mano de John Law, un escocés que llegó incluso a ocupar el cargo de Contrôleur Général des Finances, el equivalente francés del Ministro de Hacienda. Law trató de llevar a cabo un gigantesco experimento. Por primera vez en Europa, se intentó sustituir el dinero mercancía basado en los metales preciosos por dinero fiduciario, con un emisor público, el Banque Royale, encargado de controlar la oferta monetaria. Para ello, puso en

marcha una batería de medidas tendentes a favorecer que los billetes bancarios emitidos por este Banco fueran usados como medio de cambio. Y así se pudo lograr que la oferta monetaria creciera. Se aliviaban, de este modo, los impedimentos al desarrollo económico derivados de las estrecheces nominales. Pero la contrapartida fue una inflación generalizada y vertiginosa, de donde nació la contradicción que provocó el derrumbe. Los dirigentes franceses se vieron apesados entre dos objetivos contrapuestos, o bien controlar la oferta monetaria a expensas de hundir el precio de las acciones, o bien garantizar el precio de las mismas disparando la oferta monetaria. Los vaivenes en las decisiones que trataban de satisfacer uno y otro objetivo alternativamente crearon incertidumbre, y la incertidumbre se alió con la desconfianza para hacer caer el precio de las acciones. No obstante, dada la escasez de metales preciosos en Francia, los precios de las acciones no se derrumbaron: los inversores estaban atrapados en la tenencia de acciones o de billetes bancarios, y su valor oscilaba en función de que la desconfianza fuera más grande hacia aquellas o hacia estos. Aun así, el precio de las acciones, tras subir desde las 550 libras en junio de 1719 hasta las 10.010 libras en enero de 1720, cayó a 4.000 libras en noviembre de 1720. Y mientras la burbuja se desinflaba, el experimento de Law fue desmantelado.

Para dar la liquidez necesaria a la burbuja de los Mares del Sur, los ingleses recurrieron a un instrumento más simple. Les bastó que la sociedad acompañara las distintas emisiones de acciones con préstamos a los ya accionistas; es decir, el dinero que la compañía obtenía mediante las ampliaciones de capital se devolvía a los accionistas mediante préstamos destinados a cubrir nuevas ampliaciones de capital. Estos préstamos, además, contribuían a generar escasez en la oferta de acciones, porque los accionistas que los aceptaban tenían que depositar en la compañía las acciones poseídas como colateral.

Junto con esta diferencia acerca del modo de proveer de liquidez al mercado, hubo otras, que tuvieron su parte de responsabilidad en la formación y pinchazo de la burbuja. Una de ellas es que en torno a la compañía se tejió una red de sobornos y corrupciones que dobló cuantas voluntades se cruzaron, incluida la del propio Chancellor del Exchequer. La segunda diferencia deriva de la actividad de una y otra compañía. Aun cuando en torno a la Compagnie du Mississippi se formó una burbuja de grandes proporciones, al menos se trataba de una compañía que llegó a controlar



todo el comercio de ultramar de Francia. La South Sea Company detentaba el monopolio del comercio del Reino Unido con la América española. Sin embargo, debido a las limitaciones impuestas en los propios acuerdos con España, ese comercio fue casi inexistente. Y así, mientras el precio de sus acciones se multiplicaba por diez entre enero y junio de 1720, la South Sea Company apenas si había realizado un solo intercambio comercial que resultara rentable. La tercera diferencia es que la Compagnie du Mississippi no tenía competidores. En Gran Bretaña, sin embargo, a la vista de la manía especulativa desatada en torno a la South Sea Company, y al amparo de la libertad de mercado, un sinnúmero de otras empresas, llamadas «bubbles», fueron creadas. Muchas de ellas eran abiertamente fraudulentas o una mera patraña, pero competían con la South Sea Company para captar fondos, por lo que esta, gracias a su red de influencias, logró que algunas competidoras fueran obligadas a abandonar el mercado. El efecto fue perverso. Los accionistas de las sociedades expulsadas del mercado perdieron importantes sumas, y así, de repente, los inversores se enfrentaban a la posibilidad de perder dinero. Este temor, hermanado con la incertidumbre, puso en marcha, ya de manera inexorable, la tendencia a la baja de los precios de las acciones. A finales de septiembre, el precio se había desplomado hasta las 370 libras esterlinas, y en noviembre, hasta las 135.

Como dice Cohen (1997), el legado de las burbujas del Mississippi y de los Mares del Sur fue, además de una legión de inversores contrariados y sedientos de venganza, una recesión aguda que se extendió por Francia, Inglaterra, Holanda, el norte de Italia y Alemania, y que ha llegado a ser considerada la primera crisis económica internacional.

**1929: El mundo se tambalea.** El desplome de la Bolsa de Nueva York en octubre de 1929 vino precedido de una floreciente situación económica. Los ciudadanos norteamericanos llegaron incluso a tener la sensación de que una nueva era de cons-

tante desarrollo económico había comenzado. Y a pesar de ello, Wall Street fue mucho más allá y los precios de las acciones acabaron por desentenderse —sobre todo, a partir de 1928— de lo que sucedía en los fundamentos económicos. A medida que el principal motivo de la subida de las acciones pasó a ser la expectativa de una nueva subida, la manía especulativa se adueñó del parque bursátil.

El optimismo de los años veinte tuvo mucho que ver en la formación de la burbuja, pero no fue el único responsable. Como en las burbujas de los Mares del Sur y del Mississippi, también la abundancia de liquidez y las innovaciones financieras tuvieron su protagonismo.

En 1925, Gran Bretaña había vuelto al patrón oro a un tipo de cambio sobrevaluado, lo que provocó un flujo masivo de oro desde el Reino Unido hacia Estados Unidos. Al objeto de apoyar la libra, la Reserva Federal adoptó una política monetaria de dinero barato que inundó de crédito los mercados. Sin embargo, Galbraith (1955) considera más relevante para explicar la formación de la burbuja las innovaciones financieras que permitieron generalizar las compras apalancadas de acciones y que dieron lugar a estructuras financieras piramidales. Los dos vehículos principales usados para tales compras fueron el «margin trading» [operaciones con margen] y las «investment trusts» [sociedades de inversión]. El «margin trading» constituye una manera milagrosa de multiplicar las ganancias en un mercado alcista. Su mecánica consiste en que los corredores bursátiles ofrecen al inversor un préstamo para adquirir acciones, que son usadas como colateral del préstamo y, a cambio, además de las correspondientes comisiones, el inversor se compromete a mantener un margen mínimo. Este margen es una cantidad de dinero que el inversor debe mantener depositada a favor del corredor bursátil; y si la diferencia entre el precio de las acciones y el préstamo cae por debajo de este margen, el inversor debe vender las acciones o aumentar la cantidad depositada. De este modo, si el mercado sube, la devolución del préstamo puede realizarse vendiendo las acciones, con la correspondiente ganancia de capital. Y ahí está el milagro multiplicador. Al hallarse intensamente apalancada la inversión, un dólar de dinero propio permitía comprar una cartera de acciones que estaba valorada, pongamos por caso, en diez dólares y que generaba un beneficio de unos cinco dólares en un año; es decir, una rentabilidad del 500 por ciento por cada dólar de dinero propio invertido (Galbraith 1955). Sin embargo, cuando



el mercado baja, o bien se restablece el margen, o bien se venden las acciones. Si se adopta esta segunda opción, el «margin trading» fomentará pro-cíclicamente las tendencias a la baja, que es lo que sucedió cuando la burbuja pinchó en 1929. Para entonces, la difusión de esta manera de invertir había crecido exponencialmente: frente a unos 1.500 millones de dólares a comienzos de los veinte, los préstamos de los corredores bursátiles ascendían a finales de 1927 a 3.400 millones de dólares, y a finales del verano de 1929 a 7.000 millones de dólares.

Por su parte, los «trusts» son sociedades de inversión que crean un fondo con las aportaciones de un gran número de inversores, lo que da a los pequeños ahorradores la opción de tomar su parte del pastel bursátil. En los años previos al «crash», los «trusts» adoptaron la forma legal de sociedad anónima. Y ahí fue donde el apalancamiento alcanzó su materialización más pura. Para explicar su funcionamiento, supongamos, siguiendo a Galbraith (1955), que se forma un «trust» con un capital inicial de 150 millones de dólares, que se halla dividido en partes iguales entre acciones ordinarias y acciones extraordinarias, que tienen preferencia en el pago de dividendos y un valor constante. Si el valor de los activos de la empresa se revalorizara en un 50 por ciento, estos pasarían a valer 225 millones de dólares. Por tanto, al mantenerse constante el valor de las acciones preferentes en 75 millones de dólares, las acciones ordinarias valdrían ahora 150 millones; es decir, se habrían revalorizado un 200 por ciento. Así pues, al corresponder la totalidad del rendimiento a la aportación de capital ordinario, un mercado alcista logra realizar el milagro de la multiplicación de los beneficios. Y para dar aun una vuelta más de tuerca al apalancamiento, bastaría que las acciones ordinarias del «trust» fueran propiedad de otro «trust» cuyas acciones ordinarias son también propiedad de un tercer «trust», construyen-

do, así, un entramado piramidal en el que la aportación inicial de capital propio puede llegar a ser irrisoria. Tan irrisoria que, por ejemplo, American Founders Group logró dominar, gracias a un único desembolso inicial de 500 dólares, una cartera de activos valorada en 1.000 millones de dólares. La rentabilidad del apalancamiento era tan astronómica que los «trusts» se multiplicaron como si fueran setas en campo abonado. Si en 1921 había 40, entre 1928 y 1929 surgieron 453.

Durante 1928 y los primeros nueve meses de 1929 el rally bursátil fue pujante. A primeros de septiembre el Dow Jones industrial llegó a los 452. Había subido un 500 por ciento desde 1924. Entonces, como en un efecto mariposa, algunos cambios relativamente insignificantes de las condiciones pusieron en marcha una cadena de acontecimientos imparable que provocaría el colapso de los mercados financieros y la depresión posterior. Los rumores comenzaron en septiembre. Salieron a la luz varios escándalos de fraude y de manipulación de los precios relacionados con inversores financieros. Un directivo de General Motors hizo explícito lo que parecía flotar en el aire, que la expansión tocaba a su fin por exceso de producción. Se extendió el rumor de que los «pools», ante la expectativa de que las acciones bajarían, se disponían a realizar ventas en corto masivas. Y así, poco a poco, la mariposa agitó sus alas, y el 24 de octubre, el llamado «jueves negro», mientras Winston Churchill visitaba la Bolsa de Nueva York, apareció el pánico. El Dow Jones se desplomó un 12 por ciento ese día, y no cayó más gracias a que un grupo de banqueros intervino en el mercado para tratar de contener la hemorragia. Pero al lunes siguiente desistieron de su intento y el Dow Jones bajó un 13 por ciento. El «martes negro», 29 de octubre de 1929, frente al millón habitual, el volumen negociado fue de dieciséis millones y medio de acciones. Gigantescos bloques de hasta 50.000 acciones se ofrecían en el mercado a cualquier precio. El precio de las acciones se derrumbó. El valor perdido en la Bolsa de Nueva York ascendió a 14 millones de dólares en un solo día, y a 30 millones en una semana. Todo el edificio piramidal se esfumó como humo y, entonces, llegó la mayor depresión conocida desde el comienzo del capitalismo.

**1987: Greed is good.** Tras 1929, otro «crash» era inimaginable. Pero el mercado tiene corta memoria, y no de mayores miras son a veces los legisladores. De hecho, bastó esperar hasta 1987 para reproducir un nuevo descalabro bursátil tras la correspondiente burbuja.



A partir de 1984, la política monetaria de la Reserva Federal se relajó. El objetivo era hacer frente al encarecimiento del dólar, que había disparado el déficit por cuenta corriente de los Estados Unidos. Se esperaba, además, que el estímulo económico resultante de la reducción en los tipos de interés ayudaría a reducir el déficit público norteamericano, fruto de las reducciones impositivas y del aumento del gasto militar de la era Reagan. El resultado de esta política monetaria expansiva fue que el dólar se depreció y, al mismo tiempo, como en 1929, se inundó el mercado de liquidez. Esta inundación de crédito barato, junto con el aumento de la renta disponible fruto de las reducciones impositivas, un dólar depreciado que abarataba las inversiones extranjeras en Estados Unidos, y la bajada de los precios del petróleo desde las cimas de los setenta, fueron el empujón necesario para poner en marcha la máquina de la especulación bursátil e inmobiliaria.

La burbuja alcanzó tales dimensiones que, entre diciembre de 1986 y agosto de 1987, los precios de las acciones subieron en torno al 43 por ciento. Tres innovaciones financieras tuvieron un papel protagonista en inflar la máquina bursátil hasta hacerla explotar. Tres innovaciones que encarnan a la perfección la máxima imperante en los ochenta, «greed is good» [la codicia es buena] (Cohen 1997).

---

En la primera de estas innovaciones, los «junk bonds» [bonos basura], reinaba como monarca casi absoluto su principal valedor, Michael Milken. Los bonos basura son activos que ofrecen un rendimiento muy elevado debido a que sus emisores, los llamados «ángeles caídos», tienen una calificación de solvencia muy baja. El razonamiento de Milken era, sin embargo, que la tasa histórica de incumplimientos por parte de esos «ángeles caídos» no justificaba, ni la nota de solvencia ni, por tanto, la prima por el riesgo de los bonos basura; o dicho de otro modo, el rendimiento de estos activos más que compensaba el riesgo y era sobradamente generoso. Solo un detalle era escamoteado en este argumento: la idea de que el rating de una empresa refleja la probabilidad de que esa empresa se declare insolvente adquiere su sentido pleno cuando llegan los malos tiempos; pero, mientras llegaban, Milken creó un mercado de bonos basura valorado en millones de dólares y en el que cientos de empresas lograban financiación al margen de los canales bursátiles habituales.

Los bonos basura sirvieron, además, de soporte para la segunda de las tres innovaciones financieras mencionadas, las adquisiciones apalancadas de empresas (por sus siglas en inglés, LBOs). Como en los años veinte, las LBOs volvían a realizar el milagro de multiplicar las ganancias. Y lo reeditaban de un modo parecido, haciendo inversiones con dinero ajeno. La idea era comprar empresas, las más de las veces mediante ofertas hostiles, con dinero prestado, que sería devuelto mediante el flujo de caja asociado a la actividad normal de la empresa o vendiendo partes de la misma. Y una vez reducido el endeudamiento y saneada la empresa, esta era vendida. Un ejemplo que ilustra el potencial multiplicador de esta estrategia es la LBO de Gibson Greeting Cards, donde una aportación de 330.000 dólares se convirtió, al cabo de dieciocho meses, en 66 millones de dólares. Al financiarse fundamentalmente mediante deuda, las LBOs eran para el comprador como una opción de compra, en el sentido de que, si iba bien, ganaba una fortuna, y si iba mal, quien perdía era el acreedor. Y además, se hallaban fiscalmente incentivadas, por ser deducibles los intereses de la deuda.

La relación entre las LBOs y los bonos basura se halla en que la mayor parte de la financiación mediante deuda de este tipo de adquisiciones se hacía a través de la emisión de bonos basura. Así, por ejemplo, la primera adquisición hostil de este tipo que tuvo éxito fue un negocio de 465 millones

de dólares en el que la ratio entre capital propio y deuda era de uno a once, siendo los bonos basura una parte sustancial de la deuda. Este fue solo el comienzo del «baile de los depredadores». Cada vez acudieron más al olor del dinero. Y hasta incluso se instauró una jerga que aun hoy se usa, como «caballo blanco» para hacer referencia a una compañía tercera que podría evitar la compra hostil, o «píldora de veneno» para una contraoferta realizada por los directivos de la empresa cortejada. Pero la calidad de los tratos, al crecer exponencialmente las LBOs financiadas con bonos basura, se fue deteriorando, y la fragilidad que amenaza a los edificios construidos con dinero ajeno fue en aumento.

La tercera innovación fue el «trading programado», que en octubre de 1987 alcanzaba una cifra de inversión de entre 60 y 80 mil millones de dólares. Esta forma de inversión consiste en que las decisiones de compraventa de acciones son tomadas por ordenadores, que han sido programados para descubrir un cambio de tendencia en el precio de los activos tan tempranamente como sea posible y, una vez descubierto, tomar decisiones acordes con la nueva tendencia. De este modo, las emociones se eliminan de las decisiones de compraventa, y en su lugar, se recurre a una disciplina férrea y automática. Desde el punto de vista del mercado, uno de los inconvenientes de este tipo de «trading» radica en que, tan pronto se detectara un giro en las cotizaciones, los ordenadores dispararían las órdenes de venta, hundiendo los





precios en un efecto pro-cíclico y que se retroalimenta a sí mismo. Así, el «trading» programado era una bomba de relojería, lista para estallar cuando la burbuja diera los primeros síntomas de agotamiento.

El desencadenante del pinchazo no deja de ser un tanto casual, lo que pone de manifiesto la debilidad del edificio construido y las bombas que anidaban en sus cimientos. En otoño de 1987, un volumen considerable de inversores japoneses vendieron Letras del Tesoro norteamericano al objeto de adquirir acciones de la NTT, la compañía telefónica japonesa, que estaba siendo privatizada. Dada la magnitud de los llamados «déficits gemelos» de los EE.UU. y con el dólar en caída libre, estas ventas encendieron las alarmas y desestabilizaron el mercado. Así, la rentabilidad del Bono norteamericano a 30 años se disparó hasta el 10 por ciento. Y el Dow Jones, otra vez en octubre, el 19 de ese mes de 1987, después de haber subido un 32 por ciento en los nueve meses previos, se desplomó un 22,6 por ciento. Como una ola que recorriera el planeta al ritmo que marcaban las campañas de apertura de las bolsas, los índices bursátiles de todos los países se fueron hundiendo. Solo la decidida intervención de las autoridades públicas evitó que el «crash» bursátil se convirtiera, como sucedió en 1929, en una recesión mundial.

**1990: La burbuja kamikaze.** Tras el derrumbe bursátil de 1987, y al objeto de estimular la demanda interna y reducir, así, los efectos sobre su economía de la caída del dólar, Japón llevó a cabo una política monetaria laxa que mantuvo los tipos de interés en mínimos históricos. Las facilidades para el endeudamiento derivadas de la abundancia de liquidez hicieron crecer el precio de los activos y, poco a poco, se fue formando una burbuja inmobiliaria y bursátil de un tamaño colosal, que, finalmente, explotaría en enero de 1990, en medio de una marea de escándalos que puso de manifiesto ciertas fallas estructurales del sistema de relaciones que sustentaba a la sociedad y la economía japonesa.

El crédito barato y las burbujas inmobiliarias suelen darse la mano con cierta facilidad, y en el caso de Japón con mayor motivo. Por diversas razones orográficas y sociales, la propiedad inmobiliaria ha sido en Japón, tradicionalmente, un activo escaso. Y como tal, su precio ha mostrado una fuerte tendencia a subir. A título de ejemplo, entre 1956 y 1986, el precio de la tierra subió un 5.000 por ciento. Sobre esta base, los Bancos nipones concedían créditos con la garantía de la propiedad. Mientras los precios de los bienes inmuebles no cayeran, esta práctica no entrañaba riesgo. Pero creaba un bucle, en el sentido de que el crédito aumentaba el precio de los activos que se usaban como garantía, lo que generaba más crédito, y vuelta a empezar.

No solo fueron las familias las que habían sido arrastradas en este bucle. También lo fueron, y con mayor relevancia, las empresas. A los bajos tipos de interés vigentes, las firmas se veían incentivadas a pedir dinero prestado con el que realizaban inversiones en propiedades inmobiliarias que subían de precio y eran usadas como garantía de nuevos préstamos, que, a su vez, hacían subir el precio de las propiedades inmobiliarias. Asimismo, al aumentar el precio de los bienes inmobiliarios que las empresas poseían, también crecía el valor patrimonial de las mismas, lo que les hacía subir en Bolsa. De hecho, los analistas bursátiles se afanaban en buscar los llamados «activos ocultos» —fundamentalmente, tierra y acciones—, porque el frenesí especulativo había convertido a esos activos en una de las claves de la revalorización bursátil de las sociedades. La capitalización bursátil pasó así a depender del valor del patrimonio de las sociedades, quedando desplazado el valor de la actividad industrial.



Además, cuanto más subieran las acciones mayor holgura tenían los bancos japoneses para conceder crédito. Esto se debía a una concesión hecha al sistema bancario japonés en los Acuerdos de Basilea. Dado el peso que las participaciones industriales tenían en el balance de los Bancos nipones, se les permitió que contabilizaran como capital las acciones poseídas en otras sociedades y, así, la capacidad de prestar quedaba ligada a los vaivenes del Nikkei.

El círculo parecía no acabar nunca: el crédito daba financiación a las empresas para que compraran inmuebles que no cesaban de aumentar de valor, lo que, además de permitir solicitar nuevos préstamos, contribuía a aumentar la capitalización bursátil de las empresas y, de este modo, facilitaba que los Bancos pudieran conceder más préstamos. Un dato sirve para mostrar la desproporción de lo que estaba ocurriendo: en 1990, las propiedades inmobiliarias japonesas valían cinco veces más que las estadounidenses (Trías de Bes 2009).

La actividad productiva habitual de las empresas niponas se vio relegada no solo por el trajín de transacciones inmobiliarias. También contribuyó a dejarlas en un segundo plano el «zaitech», es decir, la ingeniería financiera basada en el uso de derivados. Estos derivados servían a las empresas para apuntalar la expectativa de que las acciones seguirían subiendo. Y de este modo, además de obtener financiación barata y de embolsarse pingües beneficios, el «zaitech» contribuía a echar abundante leña al rally bursátil. Hacia finales de los ochenta, un gran número de empresas tales como Matsushita Electric, Nissan o Sony obtenían más de la mitad de sus beneficios mediante este tipo de práctica especulativa.

En 1989, el Nikkei subió un 27 por ciento, y durante toda la década, un 500 por ciento. Pero, a finales de año, la cúpula del Banco Central de Japón fue renovada. El nuevo gobernador llegaba

al cargo con la intención declarada de pinchar la burbuja. Para ello, puso en marcha una política monetaria restrictiva que se materializó en subidas sucesivas de los tipos de interés. De este modo, la ceremonia del derrumbe se ponía en marcha. Aunque el Ministerio de Finanzas trató de frenar la caída, y aun cuando el Nikkei no se hundió de la noche a la mañana, se contrajo un 50 por ciento a lo largo de 1990. En cuanto al precio de los bienes inmobiliarios, la caída en el centro de Tokio había llegado al 60 por ciento hacia finales de 1992. Pérdidas de tal dimensión, y por las mismas razones que habían sustentado la burbuja, colapsaron el sistema bancario, de modo que el crédito se congeló y Japón se adentró en lo que se conoce como la «década pérdida». Y mientras todo se desmoronaba, algunos de los tejemanejes urdidos durante la burbuja salieron a la luz, con las consiguientes consecuencias penales y, muy al estilo japonés, algún suicidio.

**2000: La burbuja punto-com.** En la década de los noventa, se extiende el uso de las nuevas tecnologías de la información y, con el impulso de los bajos tipos de interés y la figura legal de las «joint ventures», se multiplican las empresas de algún modo ligadas a este sector. El optimismo que rodeaba cuanto tuviera relación con el mundo virtual y la admiración con que se miraba a las iniciativas de los gurús del ciberespacio hacía que toda empresa que luciera en su nombre «e-algo» o «punto-com» se revalorizara hasta niveles estratosféricos tan pronto salía a bolsa. Este fenómeno llegó incluso a llamarse «prefix investing» [inversión por el prefijo].

Pero casi todo era ilusorio, pura manía especulativa sin apenas fundamento las más de las veces. Considérese al respecto que la estrategia común usada en la creación de las empresas ligadas a las nuevas tecnologías se basaba en el principio de «get large or get lost» [crece o desaparece]; es decir, al objeto de obtener el máximo rendimiento de las economías de red, se trataba de ofrecer un servicio de forma gratuita hasta que se adquiriera un volumen de usuarios suficiente, y en ese momento, una vez alcanzada esa masa crítica de usuarios, se ponía precio al servicio suministrado o se vendía la idea al mejor postor. En algunos casos, esta estrategia funcionó; Google o Amazon, por ejemplo, no obtuvieron beneficio alguno durante los primeros años. Pero en otros muchos casos, no lo hizo. De hecho, se daba la paradoja de que un gran número de empresas aseguraban al mismo tiempo que lograrían monopolizar un cierto segmento del mercado gracias a una idea brillante.



---

Así que empresas que valían una fortuna por su capitalización jamás habían tenido ni tan siquiera ingresos. Muchas de ellas seguían sin haberlos tenido después de su hundimiento en bolsa. Para dar un argumento que pusiera algo de racionalidad en la situación se esgrimía la confianza en el avance tecnológico, pero, en el camino, las ratios que vinculan las inversiones bursátiles a los fundamentos, tales como el cociente P/E, habían quedado hechas añicos.

En España se dio un ejemplo paradigmático de esta manía. En noviembre de 1999, Terra, filial de Telefónica, fue la primera empresa española de Internet que salió a bolsa. El día de su estreno en el parque, sus acciones se revalorizaron un 185 por ciento y, en apenas tres meses, más de un 1.000 por ciento. Llegó incluso a ser la tercera compañía del IBEX-35 por capitalización bursátil. Y todo ello cuando los pronósticos más optimistas dilataban en varios años el momento en que Terra generaría beneficios. Su final fue trágico: acabó absorbida a precio de ganga por Telefónica.

Como en otras burbujas, la de Internet pinchó cuando la Reserva Federal decidió cambiar el paso de su política monetaria y subió los tipos de interés a lo largo de 1999 y principios de 2000. La debilidad de los fundamentos sobre la que habían crecido los precios de las acciones de las compañías tecnológicas se hizo entonces evidente. Y lo fue aun más después de que los tribunales norteamericanos dictaminaran que Microsoft era un monopolio, como, por otra parte, habían pretendido ser casi la mayoría de las «punto-com» al objeto de beneficiarse de las economías de red. De repente, todo volvió a temblar. Y tras tocar techo en los 5.048 puntos el 10 de marzo de 2000, más del doble de lo que cotizaba un año antes, el Nasdaq, el índice tecnológico de la Bolsa de Nueva York, se desplomó, y tras él, el resto de bolsas. Las cotizaciones se hundieron: año y medio después del «crack», el Nasdaq había perdido el 78 por

ciento de su valor. Cerraron empresas: entre 2000 y 2003, 4.854 compañías ligadas a las nuevas tecnologías desaparecieron en EE.UU. Y cinco billones de euros en valor de mercado se evaporaron.

**Homo bulla est.** Quedaría por contar la burbuja inmobiliaria que estalló en 2007, pero es demasiado reciente para incluirla ya en un recuento histórico. Dentro de poco sí será historia, aunque para entonces quizá apenas nos importe, porque ya estaremos en una nueva burbuja, viendo desde su interior cómo se inflan sus paredes de entusiasmo y fragilidad. Y es que, como dijeron los clásicos, y no era más que otra forma de expresar la «vanitas vanitatum», el hombre es burbuja.

#### Referencias bibliográficas

CHANCELLOR, E. (2000): *Sálvese quien pueda. Una historia de la especulación financiera*, Ediciones Granica, Barcelona.

COHEN, B. (1997): *The Edge of Chaos. Financial Booms, Bubbles, Crashes and Chaos*, John Wiley, Nueva York.

GALBRAITH, J. K. (1955): *The Great Crash*, Hish Hamilton, Londres.

GARBER, P. M. (1990): «Famous First Bubbles», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4 (2), págs. 35-54.

KINDLEBERGER, C.P. (1989): «Bubbles», en EATWELL, J.; MILGATE, M. y NEWMAN, P. (eds.), *The New Palgrave*, MacMillan Press, Londres, vol. 1, pág. 281-2.

TRÍAS DE BES, F. (2009): *El hombre que cambió su casa por un tulipán*, Temas de Hoy, Madrid.

VEBLEN, T. (1994) [1899]: *Theory of the Leisure Class: An Economic Study in the Evolution of Institutions*, Penguin Classics, Londres.