

SUMARIO.

Expectativas que mejoran el gobierno corporativo
Luis Hernández Guíjarro

3

Actividades y foros

3

Para continuar el diálogo
Rafael Alvira

3

cal. Inglaterra era un Estado joven, salido de varias revoluciones, con un Parlamento activo, una hacienda poco endeudada y gran dinamismo comercial. El Banco de Inglaterra creado en 1694 para gestionar la deuda pública, facilitaría la conjunción de los intereses particulares y los del gobierno. Francia mostraba una cara muy diferente. Un Estado viejo, muy endeudado, donde predominaban los intereses de los terratenientes vinculados a la administración pública. Venta de cargos administrativos, arrendamiento del cobro de los impuestos indirectos y ausencia de instituciones representativas, forman el resto de un cuadro institucional poderoso y poco inclinado al cambio.

GAMBOS EN LA POLÍTICA FISCAL

Las guerras de 1688-1713 provocaron que Inglaterra cambiara su sistema fiscal: tras haber suprimido los arrendamientos de impuestos en 1684, potenció el *excise*, un impuesto sobre el consumo, muy seguro y rentable, que hacia 1720 suponía más del cincuenta por ciento de la recaudación total. Fue clave para aumentar la base fiscal y posibilitar una política de alto endeudamiento para financiar la guerra. El modelo es un ejemplo de mercantilismo triunfador que genera un círculo virtuoso entre comercio y guerra: el comercio produce beneficios; también provoca enfrentamientos armados, pero el mismo comercio, base de los impuestos, generará recursos para financiar su defensa con deuda pública. El sistema es flexible porque el comercio sigue creciendo y los intereses particulares convergen con las necesidades del gobierno. No es extraño que en esa confluencia se produjeran excesos que llevaron a las crisis financieras.

Francia, al filo de 1700, tenía un desarrollo colonial menor que el inglés y carecía de la flexibilidad financiera de su rival. La estructura fiscal no cambió. Se apoyaba en los impuestos sobre la tierra -la *taille*-, y en los impuestos indirectos, que estaban arrendados. En ambos casos, su gestión al alza era difícil porque topaba con los intereses de los afectados, terratenientes o financieros, que oponían obstáculos insalvables. Por otra parte, el sistema de deuda era, en buena medida, circular, porque el rey tenía que apoyarse en prestamistas cuyos ingresos dependían, a su vez, de la venalidad o de los privilegios de la administración.

LA SOUTH SEA BUBBLE BRITÁNICA

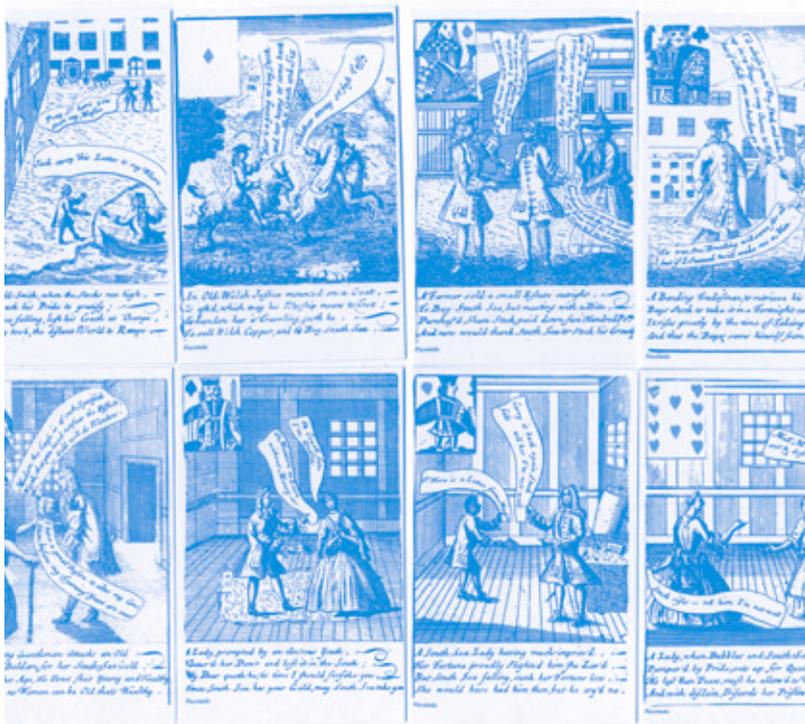
Aunque el trasfondo de la especulación es la guerra, las crisis llegarán una vez alcanzada la paz. La razón es que los Estados seguían necesitando recursos, pues había que pagar la deuda adquirida. Pero también porque rebajaban los intereses de la deuda, operación que beneficiaba a la Hacienda, pero perjudicaba al inversor, que buscaría alternativas para sus dineros. Lo ideal era encontrar compañías implicadas en la reconversión de la deuda a largo plazo.

La burbuja británica creció en torno a la Compañía de los Mares del Sur, un ejemplo de las posibilidades que surgieron con la inestabilidad financiera y los cambios políticos del momento. Su creación, en 1711, tiene que ver, por un lado, con la intención de sustituir al Banco de Inglaterra en la gestión de la deuda pública; por otro, con la posibilidad que surgía de comerciar legalmente con la América española. De hecho, la compañía se formó pensando en el acuerdo que se alcanzaría en

Utrecht: Inglaterra accedería al comercio con las colonias españolas mediante esta nueva compañía, la *South Sea*. En todo caso, España se reservaba el derecho de dar licencia a cada uno de los viajes anuales previstos. Más tarde ocurriría que España no aceptó el compromiso de Utrecht y en 1718 el rey dejó de dar sus permisos.

La *South Sea Co.* tiene sus raíces en una pugna anterior entre otra compañía, la *Sword Blade Co.* y el Banco de Inglaterra. Blunt, dueño de la *Sword*, trató de aprovecharse de que el banco tenía que renovar su licencia en 1707, y pujó contra él. Ganó el Banco de Inglaterra que, además, en 1708 recibió un monopolio como banco por acciones, que en adelante impediría a cualquier sociedad por acciones actuar como banco. Pero Blunt, siguió adelante. Obtuvo una lotería -otro modo de recaudar para el Estado-, y en 1711 creó la *South Sea Co.* para aprovecharse de las nuevas oportunidades mercantiles. Continuaba la batalla contra el Banco de Inglaterra. Blunt pretendía que las acciones de la nueva compañía se intercambiaran por títulos de deuda pública; el precio de las acciones subiría con el anuncio de futuros beneficios mercantiles. Además, la compañía haría un préstamo al Estado por una renta anual. Era un mecanismo conocido: librar al gobierno de parte del pago de la deuda a corto plazo, a interés alto, y sustituirlo por deuda a largo plazo, al 6 por ciento, concretado en un pago anual a la compañía que realizaba la operación.

La sustitución de títulos antiguos por instrumentos financieros modernos, como las acciones garantizadas por el gobierno, suponía una buena innovación. Los accionistas se beneficiaron porque



La locura se apoderó de los inversores; algunos abusos fueron absurdos, pues muchas compañías buscaban solamente la especulación

que los beneficios nunca llegarían. De momento los intereses se estaban pagando con nuevas acciones, pero al faltar el beneficio comercial cesó la euforia. Mientras tanto, tratando de despejar el mercado, la *South Sea* acusó de competencia ilegal a algunas compañías. Tenía razón, ya que muchas no tenían licencia, o la tenían para otros cometidos no bancarios; pero también la de los Mares del Sur operaba en los límites de la legalidad pues se apoyaba para sus préstamos en la *Sword Blade*, que infringía el monopolio del Banco de Inglaterra. En todo caso, la *South Sea* puso pleito a algunas compañías que hacían mal uso de su licencia. El resultado fue la *Bubble Act* de junio de 1720. La nueva ley puso de manifiesto las irregularidades y las prohibió, pero, al evidenciar la gravedad de la situación, produjo una desconfianza inicial.

UN VERANO DE QUIEBRAS

La burbuja estaba afectando a todas las compañías existentes y a otras creadas en esos meses. La locura se apoderó de los inversores; algunos abusos fueron absurdos, pues muchas compañías buscaban solamente la especulación y tenían objetivos descabellados, pero se compraban sus acciones. En junio de 1720 el capital flotante total alcanzaba 224 millones de libras esterlinas; las acciones más cotizadas eran las de la *South Sea*, que llegaron a alcanzar 1.050 libras a fines de junio. Las de la Compañía de la India y las del Banco de Inglaterra tuvieron subidas mucho más moderadas. La situación parecía insostenible. En agosto los precios de las acciones empezaron a bajar con rapidez y en septiembre llegó el pánico. Las acciones de la *South Sea* cayeron a 108 libras y arrastraron a otras. Las bancarrotas se

multiplicaron. La situación más estable fue la de quien había actuado con más prudencia y rigor, en este caso, el Banco de Inglaterra. Muchas compañías desaparecieron durante el verano; la *Sword Blade* aguantó hasta septiembre, cuando el Banco de Inglaterra le pidió que convirtiera los recibos de los préstamos de la *South Sea*, en dinero. No pudo, claro, y eso supuso la quiebra de la compañía. La especulación había producido falta de liquidez del mercado monetario y la crisis ahuyentó a los inversores extranjeros; en el verano de 1720 los capitales empezaron a salir de Londres hacia Ámsterdam o Hamburgo, al igual que antes habían ido, y luego salido, del mercado financiero de París. Todo ello produjo una depreciación de la libra esterlina, inversa a la apreciación anterior. Como señala Neale, la interconexión de los mercados europeos fue, en parte, causa de la burbuja, al favorecer la sobreinversión exterior y, a la vez, esa relación hizo que los problemas de un lugar afectaran a todos. Como ya se ha dicho, era la primera vez que ocurría en Europa una crisis internacional de este tipo. El esquema que produjo la burbuja de los Mares del Sur se había montado sobre elementos corruptos, pero la solución se hizo mejor. La *Bubble Act*, acabó siendo positiva, pues ordenó el sector. El gobierno de Walpole refinanció la *South Sea*, la salvó de la bancarrota total y reordenó los asuntos financieros. Repartió el capital de la compañía entre otras que habían resistido mejor. Unos 5 millones de libras se traspasaron al Banco de Inglaterra. Otros 30 millones, aproximadamente, se dividieron en dos partes iguales. Una parte se quedó en la misma compañía, que mantuvo su participación en

la deuda pública. Como no podía mantener el comercio con la América española, la *South Sea* se convirtió en una sociedad de valores del Estado. Una parte de su capital se traspasó a los accionistas como obligación anual perpetua. El gobierno les pagaría un 5 por ciento; así salvaron parte de su negocio. Las anualidades perpetuas fueron la última innovación que salió del caos financiero reordenado. El Banco de Inglaterra creó sus primeras anualidades perpetuas con los “Tres por ciento” de 1726, que no eran redimibles. Serían muy útiles, en el futuro, para pagar la guerra ya que el gobierno podría emitir letras de cambio en tiempos de emergencia, que se cancelarían vendiendo nuevas emisiones de anualidades perpetuas.

LA CRISIS FRANCESA Y EL SISTEMA DE LAW

El caso de Francia es distinto. Allí, la Guerra de Sucesión de España había provocado una fuerte crisis financiera; la deuda podía superar el 200 por ciento del producto nacional bruto; además, los ingresos por impuestos cubrían menos del 50 por ciento de los gastos en tiempo de paz. Se necesitaba un cambio drástico, solo posible tras el fallecimiento de Luis XIV, en 1715. El nuevo gobierno, bajo la regencia del duque de Orleans, se propuso hacer cambios radicales. En la coyuntura, los problemas de la deuda estatal se presentarían como la gran oportunidad para Law, un banquero escocés entonces poco conocido. La vida de Law es la de un aventurero por sus vicisitudes y el carácter del personaje; en todo caso, hijo de un orfebre, estaba familiarizado con el mundo de las finanzas, a las que aplicó una mente calculadora y racional. Tenía buenas



ideas, publicadas en varias obras que nada desmerecen del mejor pensamiento de la época. Le gustaba el sistema organizado en torno al Banco de Inglaterra; es decir, la expansión del dinero mediante el aumento del crédito, apoyado en el comercio, con el respaldo del Estado. Eso facilitaría también, como en el ejemplo que seguía, la financiación de la deuda pública aprobación general.

Acusado de asesinato en 1694, si bien la pena fue solo de cárcel porque pudo haber sido involuntario, Law se fugó y huyó a Holanda y a París, donde actuó como banquero y como jugador. Volvió a Escocia, pero tuvo que huir cuando en 1707 se unió a Inglaterra (creación de la Gran Bretaña). Estuvo luego en diversas ciudades de Italia y, nuevamente, en Holanda. En esos lugares Law conoció los modos como los diversos contendientes en la Guerra de Sucesión de España financiaban el conflicto. Tras la paz, en 1714 se estableció como banquero en París, donde su negocio se beneficiaría de sus amplias relaciones.

Los intereses de Law y de Orleans fueron confluyendo. El Regente necesitaba ayuda externa para consolidar el crédito público y para luchar contra los intereses

En Francia la Guerra de Sucesión de España había provocado una fuerte crisis financiera. Era necesario un cambio drástico

creados del sistema financiero anterior. Además, en la paz que llegaba (Utrecht, 1713), los objetivos de Francia y Gran Bretaña coincidirían en mantener el *statu quo* y en limitar la extensión de algunos conflictos pretendidamente menores, como el del revisionismo español en Italia (1717-1719), o la Guerra del Norte (1700-1721). Gracias a sus buenas relaciones en Inglaterra, Law se podía presentar como un buen enlace entre ambos reinos.

Pero las cosas iban despacio. Hasta 1716 no se le dio licencia para establecer su *Banque Générale*. Como los antiguos orfebres de Londres, podía emitir billetes de banco con respaldo de su valor en moneda de plata. Law ofreció condiciones favorables para descontar letras de cambio extranjeras y su negocio creció en perjuicio de otros banqueros. Seguía activa la Guerra del Norte y Francia quería ayudar al monarca sueco. Desde su posición, Law fue capaz de prestar en buenas condiciones. Pero ganarse a Orleans no era fácil. Lo conseguiría Law con la venta del fabuloso diamante llamado del Regente, comprado a Thomas Pitt, gobernador de la factoría de la Compañía Inglesa de la India en Madrás. La gema, obtenida en

la India, era famosa, si bien difícil de vender por su precio excesivo. Law, que tenía buenas relaciones con T. Pitt, vio la oportunidad de adular al Regente ofreciéndole la joya. Contó con los servicios de Saint-Simon quien, según él mismo narra en sus *Memorias*, convenció al Regente de que debía adquirirla para el joven rey y la gloria de Francia. Desde entonces, la joya pertenecerá a la colección de la corona francesa. La venta, intermediada por Law, se negoció en varios pagos entre 1717 y 1719. El precio total fue de 2 millones de libras tornesas.

La operación le acercó más al gobierno. Pero aún necesitaba otro instrumento para conseguir el aumento del dinero por la expansión del crédito, una compañía mercantil. Lo lograría en 1717, cuando el gobierno le concedió licencia para una compañía de comercio colonial, la *Compagnie d'Occident*. Tendría el monopolio del comercio con Senegal, Antillas, Canadá y Luisiana; sería conocida como Compañía del Misisipi. En ella participaron algunos amigos ingleses, como Pitt. Ahora sí tenía poder para crear un banco central, similar al inglés, que resolviera el problema de la deuda francesa. En 1718, su banca se convirtió en *Banque Royale*, al servicio del Estado. Su privilegio consistió en que sus billetes tenían un contravalor en écus, la moneda de plata francesa, y podían ser aceptados para el pago de impuestos. La compañía mercantil respaldaba el valor de los billetes, que podían convertirse en acciones de la compañía. En la práctica, era la creación de papel moneda. Por otra parte, al pagar los impuestos con papel, este venía a respaldar la deuda pública con apoyo de los beneficios comerciales. Seguía el modelo inglés, pero



allí había tres compañías por acciones independientes y en Francia solamente estaba Law.

LAW Y FRANCIA, RIVALES FINANCIEROS DE GRAN BRETAÑA

La conjunción de objetivos políticos entre Gran Bretaña y Francia no excluyó la competencia financiera. Ambos reinos rivalizaron en la carrera por arreglar el problema de la deuda y por el comercio mundial. Además, los negocios de Law, fructíferos en sus inicios, suscitaron celos al otro lado del Canal pues, cuando la *South Sea* comenzó a tener problemas, los inversores ingleses y otros extranjeros, atraídos por los amigos de Law, empezaron a invertir en Francia. Si esto beneficiaba a Law, era también un aviso: los inversores movían su dinero por causas políticas que afectaban al comercio, luego las claves del modelo no eran solo económicas. Law no hizo caso a los problemas de la *South Sea* y consideró que era buen momento para expandir su negocio, que también beneficiaba a la plaza financiera de París. La euforia cre-

Los problemas de la deuda estatal se presentarían como la gran oportunidad para Law, un banquero escocés entonces poco conocido

ció en Francia. La *Banque Royal* dejó toda cautela a la hora de emitir billetes y pretendió hacerse cargo de la deuda, lo que conseguiría en buena medida.

El cénit de la aventura de Law se produjo en 1719, cuando la Compañía de Occidente se amplió y se convirtió en la Compañía de las Indias, una réplica de la inglesa de nombre similar; se la creyó capaz de superar a esta y a la *South Sea*. La compañía francesa también podría fabricar monedas y arrendar los impuestos indirectos. Esto último era un golpe al antiguo sistema financiero francés representado por los arrendatarios de impuestos, la *ferme royal*. A través de Law, el gobierno del Regente realizaba cambios sustanciales en el sistema financiero. Para conseguir sus objetivos, la compañía aumentó su capital con 50.000 nuevas acciones de 500 libras tornesas de nominal. Gracias a sus privilegios, controlaba en la práctica toda la vida económica y financiera del reino.

La Banca y la Compañía de Law formaban su gran esquema, el Sistema



de Law. El banquero había alcanzado la posición ideal para culminar la puesta en práctica de sus ideas y refinanciar toda la deuda pública francesa. El empeño parecía imposible, pero se le permitió intentarlo. Para ello fue necesario emitir una gran cantidad de billetes de banco; así aumentó su circulación, subió el precio de las acciones de la Compañía de las Indias y expandió la *Banque Royale*. Law se animó a hacerse cargo de partidas cada vez mayores de la deuda pública, con acciones más valoradas: el ideal era alcanzar las 10.000 libras tornesas sobre el nominal de 500. Ese objetivo se superó a finales de 1719; entonces, Law fue nombrado *Contrôleur Général des Finances*, es decir, ministro de Hacienda.

LA CRISIS DEL SISTEMA

Pero los problemas empezaban a aparecer. Por ejemplo, la devaluación de la libra tornesa. Los compradores de los billetes de la banca necesitaban moneda de plata, lo cual elevó la demanda de écus. El gobierno reacuñó monedas antiguas e hizo nuevas emisio-

nes, pero con un contenido menor de plata. Era una devaluación que restaba valor a los propios billetes de banca. También se vio que no todos creían en Law, al menos si se trataba de cantidades grandes. Para pagar a Thomas Pitt el último plazo del diamante del Regente, en junio de 1719, la *Banque Royale* giró una letra de cambio sobre un banquero de Hamburgo, pero este no aceptó la letra pues no estaba seguro de que la *Banque* pudiera soportar esa cantidad.

Eran indicios de que el público estaba empezando a considerar un problema la inflación de billetes de banco. A finales de 1719 se extendió la desconfianza y algunos comenzaron a retirar capital. Amenazaba el pánico, que podría llevarse todo en poco tiempo. Law tomó medidas. En febrero de 1720 fusionó la compañía con la banca y eliminó la venta informal de acciones; en marzo bajó su precio a 9.000 libras, pero se podrían pagar sólo en billetes de la banca. Eso creó problemas fuera, alejó a los *brokers* extranjeros y se pusieron en peligro sus inver-

|||||||||||||||||||||
El Gobierno reacuñó monedas antiguas y realizó nuevas emisiones, pero con un menor contenido de plata. Era una devaluación que restaba valor a los propios billetes de banco

siones. Los problemas indujeron una depreciación de la libra tornesa en el exterior, lo que redujo el beneficio real de los inversores que afectó al sistema de pagos europeo. En mayo se decidió rebajar el precio de las acciones a 5.000 libras y reducir al 50 por ciento los billetes emitidos; todo se haría en seis meses. Las medidas eran oportunas; no obstante, llegaron tarde. El retraso se produjo por indecisiones políticas, pero tuvo un efecto letal pues entretanto se produjo la desbandada definitiva de los inversores y el Sistema de Law se hundió. La Compañía de las Indias se declaró en bancarrota en julio y Law tuvo que huir para salvar su vida.

CONSECUENCIAS DE LAS BURBUJAS

Las crisis incidieron en dos países diferentes. En Inglaterra había más compañías por acciones. Aunque la *South Sea* fue la protagonista entonces, el mercado financiero inglés estaba formado por muchas compañías y el riesgo estaba diversificado. Eso permitiría también salvar parte de las inversiones al final. Por otro lado, la *South Sea* se hizo cargo de una parte de la deuda pública, mientras otras compañías tenían la suya; por ello, la quiebra afectó solo parcialmente a las finanzas públicas. Eso facilitó también la solución, pues el agujero financiero pudo absorberse entre las entidades menos afectadas. Se trató, por lo tanto, de una crisis dentro de un sistema que ya funcionaba. La solución fue corregir los excesos con la *Bubble Act*, el fortalecimiento del Banco de Inglaterra y otras medidas financieras.

En Francia, en cambio, había que cambiar un sistema en bancarrota y sustituirlo por otro del que no se tenía experiencia. Para hacerlo,

Convergen tres factores: la codicia de los particulares, la corrupción manifiesta en el cohecho y, finalmente, los excesos de la deuda pública

el gobierno confió solo en Law. Su *Banque Royale* y su compañía mercantil trabajaron sin control. En Francia, no solo la banca central, también el comercio colonial estuvo monopolizado. Law se impuso con facilidad a sus posibles rivales. Por otra parte, Law se hizo cargo de toda la deuda pública francesa, no solo de una parte, como ocurría con las compañías que lo hacían en Gran Bretaña. Por eso, la quiebra de Law fue la quiebra del Estado.

En definitiva, la crisis británica mostró los problemas y límites que entrañaba un procedimiento que estaba bien diseñado, se hicieron las correcciones necesarias y el sistema facilitó el posterior éxito británico. En Francia el cambio de procedimiento se hizo mal, no se siguió el modelo británico al completo y las nuevas instituciones no fueron capaces de soportar el lastre acumulado. Al final, hubo que volver a los métodos antiguos y posponer por décadas, medidas importantes como la administración directa de los impuestos, el papel moneda o el banco central.

ALGUNAS LECCIONES POSIBLES

Legados a este punto se pueden resaltar algunos elementos de fondo, comunes a estas crisis. Primero, se ve que hay tres factores convergentes: la codicia de los particulares, la corrupción, manifiesta en el cohecho y en el manejo arbitrario de la legalidad por parte de los gobernantes y, finalmente, los excesos de la deuda pública. Estos factores se manifestarían también en crisis posteriores y no parece que hayan desaparecido hoy. Se mejoran los mecanismos financieros, pero los elementos mencionados son políticos. La mala política produce crisis; de ellas se puede salir, sí, pero también dejan muchos muertos por el camino.

Un segundo elemento para considerar es la importancia de las instituciones políticas y económicas. Las británicas funcionaron bien, entonces y después, porque se adaptaban mejor a la realidad; también entrañaban un mayor reparto del poder financiero y de las influencias. El caso francés muestra los peligros de la concentración del poder y de no realizar cambios institucio-

nales adecuados en el momento oportuno.

La prudencia es también un elemento importante. En medio de la euforia, hubo personas e instituciones que atendieron a los avisos del mercado, otras no lo hicieron y fueron las que provocaron la crisis. Finalmente, cabe señalar la importancia de la sociedad civil, concretada, en este caso, en los grupos independientes de los intereses directos del gobierno. Tales grupos eran variados en Gran Bretaña, mientras que en Francia se reducían a dos grandes colectivos, vinculados a la administración: los financieros tradicionales y Law. La conexión intereses particulares-intereses del gobierno existía en ambos casos, pero en el británico la vinculación no era necesaria, en Francia sí. De fondo hay una tensión entre libertad e intervencionismo, que afecta al equilibrio entre gobierno y particulares. Los ingleses lo habían resuelto -al menos en primera instancia-, en el siglo XVII; los franceses, en cambio, lo complicaron más. Al final, la sociedad más colaborativa, desde la independencia, resolvió mejor la crisis •

PARA SABER MÁS: Arrese, Ángel (2019), “La ‘burbuja’ como metáfora económica. El caso de la burbuja inmobiliaria en la crisis española de 2008”, en González Ruiz, Ramón; Olza, Inés y Loureda Lamas, Óscar (eds.), *Lengua, cultura, discurso. Estudios ofrecidos al Profesor Manuel Casado Velarde*, EUNSA, Pamplona, pp.117-138; Braudel, Fernand (1985), *La dinámica del capitalismo*, Alianza, Madrid; De VRIES, Jan (2009), *La revolución industrial: consumo y economía doméstica desde 1650 hasta el presente*, Crítica, Barcelona; González Enciso, Agustín (2017), *War, Power and the Economy. Mercantilism and State Formation in 18th-century Europe*, Routledge, Londres; Kindleberger, Charles P. (1988), *Historia financiera de Europa*, Crítica, Barcelona; Kindleberger, Charles P. (1991), *Manías, pánicos y cracs: historia de las crisis financieras*, Ariel, Barcelona; Murphy, Antoin (1997), *John Law: Economic Theorist and Policy-Maker*, Oxford University Press, Nueva York; Neal, Larry (1990), *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge University Press, Cambridge; Neal, Larry (2015), *A Concise History of International Finance: From Babylon to Bernanke*, Cambridge University Press, Cambridge.