

Helen J. PAUL, *The South Sea Bubble: An Economic History of its Origins and Consequences*, Nueva York, Routledge, 2011, 176 pp.

El libro de Helen Paul quiere profundizar en las causas y las consecuencias de una de las burbujas bursátiles más famosas de la historia, la de la South Sea, que estalló en otoño de 1720 en Inglaterra. El objetivo es demostrar que, contrariamente a la opinión de los contemporáneos y a la mayoría de los historiadores, no se trató de un ejemplo de «*gambling mania*» o de «manía por el juego» o de «*folly*» o «locura» o pura especulación, la que denomina burbuja «irracional», sino que la inversión en la South Sea era rentable y no hubo un comportamiento inapropiado de estafa o fraude por parte de los directivos de la empresa. Los inversores se comportaron racionalmente pues lo hicieron en una compañía rentable, entre ellos algunos más informados se aprovecharon de la sobrevaloración pudiendo vender en el momento apropiado –*riding the bubble*, como explican Temin y Voth (2004)–, pero también hubo *noisy traders* o individuos desinformados que siguieron invirtiendo aun cuando el valor de las acciones estaba en exceso sobrevalorado, y estos fueron los que más perdieron con el estallido de la burbuja.

Con la finalidad de entender el comportamiento bursátil y el contexto en que se llevó a cabo, el libro dedica los capítulos 2 y 3 a estas cuestiones, tras la introducción del primero. El capítulo 2 trata de los conceptos básicos para entender el funcionamiento de los mercados bursátiles para un público no especializado. El capítulo 3 explica el contexto económico favorable para este tipo de compañías, las *joint-stock* (sociedades comanditarias de acciones), y para la inversión bursátil. La importancia creciente del Estado y el aumento de las necesidades de financiación de las guerras fueron el origen de las innovaciones financieras o la «revolución financiera» en el periodo. Las innovaciones financieras fueron tres: la creación del Banco de Inglaterra (fundado en 1694 con la finalidad de prestar al Estado), la Deuda Nacional (creada hacia 1690), con la aparición de la deuda pública a largo plazo, y, por último, el surgimiento del mercado de valores, pues con las *joint-stock companies* se permitía la reestructuración de la deuda. Las *joint-stock companies* emitían acciones que podían ser vendidas en el mercado secundario, lo cual no se podía hacer con los otros tipos de acciones y con la deuda. Las compañías, que tenían una autorización del gobierno, permutaban la deuda pública en manos del público por acciones (*debt swap*) y, a cambio de facilitar la financiación del Estado, obtenían el derecho de monopolio sobre determinado comercio o actividad.

En el caso de la South Sea el monopolio fue sobre el comercio de esclavos en el este de América del Sur. Mediante un contrato con la corona española, denominado Asiento, se acordaba suministrar un determinado número de esclavos africanos a las colonias españolas y pagar una cantidad por el monopolio del comercio. La compañía, además, servía para reestructurar la deuda, mediante el cambio de la deuda por acciones, llamadas conversiones. También vendía acciones directamente a los accionistas, que podían comprarse a plazos y pagarse con dinero o a través de bonos de la East Sea Company o del Sword Blade Bank (el banco de la compañía), llamadas suscripciones. Por lo que no solo se dedicaba al comercio de esclavos, sino que era un intermediario financiero. La intermediación permitía el aumento de la inversión en la deuda pública al poder diversificarse el riesgo a través de las acciones de la compañía y al mismo tiempo por ofrecer otras ventajas a sus inversores. Las acciones podían ser utilizadas como garantía para la obtención de préstamos y su compra se podía pagar a plazos y, además, existía la posibilidad de realizar contratos de opciones de compra, es decir, la adquisición de derechos a la compra de acciones a determinado precio en el futuro. Por lo que los inversores o prestatarios podían obtener mayor liquidez y diversificar el riesgo y los prestatarios, en este caso el Estado, obtener más posibilidades de financiación.

En el capítulo 4 se explica en qué consistió la innovación financiera y el contrato del Asiento y en el 5 el surgimiento de la burbuja y el estallido. Y es en el capítulo 6 donde está la tesis del libro y la parte más importante. El por qué la inversión en la South Sea era una inversión rentable y una inversión racional. Por un lado, el comercio de esclavos era rentable en aquel momento e, incluso después del estallido, la compañía fue eficiente en la realización de este comercio, por lo que los inversores originales de antes de la generación de la burbuja, como los armadores, siguieron invirtiendo en ella después del *crash*. Y además tenía la garantía del Estado, participando dos importantes socios estatales: la Royal Navy, que ofrecía la protección de la Armada en el tráfico de esclavos, y la Royal African Company, encargada de las infraestructuras logísticas en África para la obtención de los esclavos. Por otro lado, la compra de las acciones permitía la diversificación de la inversión y la obtención de un activo líquido, es decir que se podía vender en el mercado secundario. Por lo que tanto por el lado de la oferta, por ser una inversión rentable, líquida y permitir la diversificación del riesgo, como por el de la demanda, pues hubo un aumento de la inversión tras la finalización de la guerra y ser un periodo de paz, así como por los flujos de capitales exteriores provenientes de otros mercados como los de París y Ámsterdam, la aparición de nuevos inversores en busca de inversiones para colocar los ahorros –como mujeres y comerciantes, entre otros– y la facilidad en la compra, produjeron el alza del precio de las acciones.

El capítulo 7 discute las posibles causas de la burbuja y la complejidad financiera del momento. Había pocas inversiones alternativas que ofrecieran la flexibilidad o liquidez de las *joint-stock companies*, pues la inversión en tierras no lo era, y la deuda pública no se podía vender en el mercado secundario. Pudo haber también algún fenómeno de contagio, pues anteriormente se produjo el estallido de la burbuja de la compañía del Mississippi en Francia e incluso hubo otra en Ámsterdam. El compor-

tamiento de los directivos, que también fue cuestionado, según la autora, no está claro que influyera tanto en el origen como en el estallido de la burbuja.

El capítulo 8 se dedica a la historia social del *crash*, cómo se acusó a determinados inversores de la causa de la burbuja, así se hizo con aquellos que eran representantes de los prejuicios de la sociedad de la época y de los valores de los terratenientes: los judíos, por el antisemitismo; los católicos, por los problemas religiosos y las luchas de poder; los comerciantes, por el clasismo ante los nuevos ascensos sociales; las mujeres, por el machismo, pues hubo un aumento de la inversión por parte de algunas mujeres como forma de obtener independencia financiera; los extranjeros y contra determinados grupos, como escoceses e irlandeses. En el capítulo 9 se muestra cómo a pesar de la gravedad con la que se ha relatado el caso a través de la historia, los efectos del *crash* fueron mínimos, pues no existe evidencia de que afectara a la economía británica y la compañía siguió existiendo hasta 1854. Incluso la autora considera, aunque no lo demuestra, que fueron menos los que perdieron que los que ganaron con la inversión en la compañía. La Bubble Act que se introdujo como reacción a la burbuja, y que suponía la necesidad de autorización para la creación de compañías *joint-stock*, según la autora, no tuvo un efecto en precipitar su estallido ni tampoco una repercusión negativa en la financiación posterior de la industrialización. En definitiva, había buenas razones para invertir en la South Sea y por eso el éxito de la inversión, pero el sobre-optimismo y las inversiones a destiempo hicieron subir los precios de las acciones en exceso y luego se produjo la consiguiente caída ante cualquier shock externo.

La autora considera que el libro es un análisis de historia económica que permite demostrar los errores de los contemporáneos y de posteriores historiadores que definieron la burbuja como fruto de una manía por el juego y la locura, por tanto su «irracionalidad». Lo que pasa es que el libro se ha quedado en eso, en demostrar a los historiadores la naturaleza de las inversiones en la South Sea y la «racionalidad» de la burbuja, pero deja sin demostrar muchas cuestiones de interés para los historiadores económicos y economistas. Entre ellas podríamos destacar tres. La primera es si se trató de una burbuja que se podía enmarcar dentro de un patrón de explicación del surgimiento, desarrollo y el estallido de las burbujas en la historia, es decir, parece que la califica, pues no está del todo reflejado en el libro, de burbuja racional pero con algunas diferencias respecto a su definición. Sin embargo, el intento de separar su análisis del de los economistas, mostrando el contexto económico, social y político y la naturaleza de las inversiones, deja de ofrecer una interpretación clara de en qué se diferencia su interpretación o aportación dentro de los estudios sobre esta burbuja en la historia económica, de las burbujas en general, o de qué se aprende de la historia financiera de esta compañía. El patrón que parece seguirse, y que se desprende del libro, es: primero, la importancia de una época previa de estabilidad política y económica y por tanto de un horizonte temporal favorable a la inversión. Después, la necesidad y búsqueda de inversiones para los ahorros que se generan por el crecimiento económico. En tercer lugar, el aliento o exceso de inversión en un determinado activo por la existencia de una innovación financiera que permite dirigir los excesos de ahorros e incluso potenciar esta inversión debido al crédito o los préstamos. En cuarto lugar, el crecimiento económico, el exceso de optimismo y de ahorro,

la innovación financiera y las facilidades del sistema financiero hacen aumentar la demanda de esta inversión por encima de las características de la oferta y producen la burbuja o sobrevaloración de las acciones, que estalla cuando hay un indicio de que ya no van a seguir aumentando los precios o de que bajan los dividendos, se produce, en consecuencia, una sincronización tanto en la compra previa como en la posterior venta.

La segunda cuestión es que la autora analiza la rentabilidad del comercio de esclavos de la South Sea, pero no de su otra actividad de intermediación financiera que debió ser la más importante. ¿Qué parte representaba cada una en la empresa? La gestión del comercio de esclavos pudo ser rentable, pero la gestión financiera pudo tratarse de un puro crecimiento especulativo producido por el aumento de la suscripción de acciones alentado por las facilidades otorgadas en la compra de las acciones (préstamos, a plazos, con deuda), algo que permitía dar un rendimiento por encima de la media mientras aumentaran los suscriptores pero que dejaría de darlo cuando ya no hubiera más y, por lo tanto, un caso de esquema Ponzi, aunque parece que sin tan altos rendimientos. Por lo que se echa en falta en el estudio que quede más clara la gestión financiera de los directivos, su forma de manejar sus privilegios e información, cómo se hizo la gestión de la deuda, las conversiones y las suscripciones, y conjuntamente con cuál fue el rendimiento de las acciones o dividendos y el valor de las participaciones o acciones.

La tercera de las cuestiones que hay que abordar es por qué el impacto del estallido de la burbuja en la economía fue pequeño y menor en relación con otras burbujas de la historia, como por ejemplo la contemporánea de la Mississippi en Francia. Entre las posibles explicaciones podrían estar: el mayor desarrollo del sistema financiero inglés propuesta por Carlos y Neal (2006); el que no afectara a un gran banco como el Banco de Inglaterra (Ferguson, 2008) al ser un competidor de la South Sea en el mercado financiero, como sin embargo sí ocurrió en el caso de Francia con la de Mississippi; y el peso de la compañía en la economía o su interrelación con otros sectores de la economía, pues se trataba de una actividad, el comercio de esclavos, que no afectaba al funcionamiento de la economía británica y al sistema financiero, sino solo a sus inversores y a un Banco, el Sword Blade Bank.

La autora nos explica detalladamente el contexto político, social y económico de la South Sea y realiza un estado de la cuestión muy amplio e interesante sobre los estudios que se han llevado a cabo hasta el momento de las causas y los efectos de la burbuja, explicando también las principales teorías económicas para entender las burbujas. Pero no queda muy clara cuál es su posición sobre el análisis de la que parece considerar que fue una burbuja «racional», sino que dedica más bien su libro a la demostración de que no fue «irracional» y que los contemporáneos exageraron su impacto. Sin embargo, por otro lado, y no es poco, tiene el interés de suscitar muchas preguntas sobre muchas cuestiones relacionadas y que se pueden plantear para resolver en futuras investigaciones.

BIBLIOGRAFÍA

- CARLOS, A. M. y NEAL, L. (2006), «The Micro-Foundations of the Early London Capital Market: Bank of England Shareholders During and After the South Sea Bubble, 1720-25», *The Economic History Review*, 59, pp. 498-538.
- FERGUSON, N. (2008), *The Ascent of Money. A Financial History of the World*, United Press, The Penguin Press.
- TEMIN, P. y VOTH, H. J. (2004), «Riding the South Sea Bubble», *American Economic Review*, 94 (5), pp. 1.654-1.668.

CONCHA BETRÁN