

Tres. La borsa o la vida. El crac del 1929

Corrien rumors que als hotels centrats preguntaven als hostes si volien l'habitació per dormir-hi o per llançar-se per la finestra.

JOHN KENNETH GALBRAITH

ELS FELIÇOS ANYS VINT

Des del 1920 fins al 1929 els Estats Units van gaudir d'un període d'expansió continuat. L'economia va créixer a un ritme espectacular gràcies a una profunda transformació tècnica. Són els anys del taylorisme, del fordisme, de les línies de muntatge en cadena, que van reduir extraordinàriament els costos de fabricació de tota mena de productes moderns. Es van popularitzar els primers electrodomèstics: aspiradores, eixugacabells, neveres. El telèfon i l'automòbil irrompen en la vida quotidiana. Els productes elèctrics i, evidentment, els cotxes eren massa cars per a la majoria de la gent: a fi que les classes mitjanes els poguessin adquirir, van néixer les primeres vendes a terminis. Els consumidors es van endentar per consumir sense descans.

Va ser també l'època de la radiodifusió, de la construcció dels imponents gratacels de Nova York, de la siderúrgia, del

vidre... La desocupació estava en unes taxes molt baixes. Hi havia benestar i optimisme, i el jazz alegrava les sales de ball i concerts. Eren els feliços anys vint.

El 1927, la Reserva Federal va iniciar una política monetària fortament expansiva, que va alliberar una quantitat descomunal de fons que va anar a parar a bancs i particulars. Aquella massa de diners és la que en últim terme es faria servir per finançar la compra d'accions ordinàries a Wall Street.

Es pot argumentar que fins al 1928 les accions de les empreses nord-americanes augmentaven d'acord amb els seus beneficis operatius. Els negocis anaven bé, i això es reflectia en les cotitzacions. Però, a partir del 1928, la borsa va començar a pujar a base de brusques estrebades fins a assolir nivells que no tenien res a veure amb la rendibilitat de les empreses. És cert que de vegades es produïen correccions en sentit contrari, però duraven poc i la tendència s'invertia amb una certa rapidesa per superar àmpliament els nivells anteriors. A poc a poc, les pujades s'anaven justificant només per una expectativa de pujada posterior.

ELS MECANISMES DIABÒLICS

De la mateixa manera que a Holanda els contractes de futurs permetien compres de bulbs de tulipa sense desemborsar-los en la seva totalitat, en el crac del 1929 també hi va haver dos mecanismes que van eximir els inversors de la incòmoda obligació d'avançar diners per assolir grans beneficis: la compra de títols a terminis amb fiança i els trusts.

Vegem-ne el primer: la compra de títols a terminis amb fiança. Aquest nom tan grandiloqüent respon en realitat a una operació tan senzilla com lucrativa, que consisteix en això: imagini's que vol invertir 5.000 dòlars en

accions de General Electric. Per això vostè ve a veure'm, a mi, que sóc un pròsper agent de la Borsa de Nova York dels anys vint.

—Sí, està ben informat. General Electric pujarà molt els pròxims mesos. Veig que hi entén, en inversions. Quant hi vol invertir?

—Doncs no ho sé—respon vostè—, tinc estalviats uns 5.000 dòlars. N'hi ha prou?

—Sí, és clar, però amb la informació tan privilegiada de què disposa, no em dirà que només comprarà 5.000 dòlars de General Electric. Inverteixi-hi 50.000 dòlars!

—És que no tinc tants diners...

—Tenir? Qui ha dit tenir? En quina època viu? Que no sap que som al 1929? El món ha canviat, home. Ara és possible comprar accions sense fer cap mena de desemborsament.

—Com?

—Bé, això no ho ofereixo a qualsevol, però veig ben clar que vostè és de confiança: li dono l'oportunitat de fer una compra a terminis. Comprarà 50.000 dòlars d'accions de General Electric donant-me només 5.000 dòlars de fiança.

—I quan hauré de pagar la resta? Ja li he dit que no tinc res més...

—Fixarem el termini de pagament per d'aquí a tres mesos, de manera que tinguem temps de vendre-les abans. En el termini d'un mes, General Electric haurà pujat molt. Els 50.000 dòlars d'accions en valdran uns 70.000. En vendre abans de la data de pagament, no haurà de desemborsar res i aconseguirà tot el benefici. Calculo que vostè s'embutxarà uns 20.000 dòlars.

—I recuperaré la fiança de 5.000 dòlars?

—És clar que sí.

—*It's great!* O sigui que hi poso 5.000 dòlars i no tan sols els recuperaré, sinó que en guanyaré 20.000 més!

—Veig que és molt intel·ligent.

—Però... i si l'acció no puja com vostè diu? Llavors... hauré d'abonar els 50.000 dòlars, oi?

—Baixar? Les accions mai no baixen. La borsa només puja, amic meu.

Aquest era el mecanisme.

Efectivament, al cap d'un mes, com que la borsa està en una espiral ascendent de bogeria, vostè guanya 20.000 dòlars pagant només una fiança de 5.000 dòlars, la qual també recupera en desprendre's de les accions.

La possibilitat de grans guanys amb poques aportacions va desfermar la bogeria entre la gent. Era possible duplicar, triplicar, quadruplicar i fins i tot multiplicar per deu els diners.

Com que l'avància humana és insadollable, així que algú veia que l'operació havia sortit bé, un cop superada l'alegria inicial, el cap li anava a mil per hora: «Si amb 5.000 dòlars de fiança n'he tret 20.000, per què no faig el mateix amb 100.000 dòlars? Hi guanyaria 400.000 dòlars i podria deixar de treballar per sempre!».

El problema era d'on treure'ls, ja que, gràcies a la primera operació, vostè ara té 20.000 dòlars, però no pas 100.000.

Llavors em ve a veure i em planteja el seu intel·ligent pla.

Després d'escollar-lo amb atenció, jo li dic:

—Bé, no l'hi vaig voler oferir la vegada anterior perquè era massa aviat. Però, òbviament, Wall Street ofereix una possibilitat per al que em planteja. Li aconseguiré un préstec de 80.000 dòlars. Si hi afegim els 20.000 que ha guanyat, ja tindrà els 100.000 dòlars de fiança, el 10% que li permetrà comprar a termini un milió de dòlars en accions.

Això va ser justament el que va passar entre el 1920 i el 1929. Els mateixos agents de canvi prestaven els diners de les finances als seus clients. I ho feien perquè ells guanyaven una comissió amb cada préstec. Òbviament, els agents no

eren tan estúpids per prestar els diners de la seva butxaca, sinó que actuaven com a intermediaris d'altres entitats financeres.

El negoci era rodó (els negocis més rodons són aquells en què ens quedem tots els beneficis després d'haver invertit uns diners que no són nostres). Els sucultents beneficis de comprar accions sense desemborsar-les i rebent a més un préstec per cobrir la fiança van provocar que es desfermés una espiral especulativa sense precedents a la Borsa de Nova York. No estem parlant de poques operacions: el volum de préstecs subministrats pels agents de canvi per a operacions d'aquesta naturalesa es va multiplicar per sis en vuit anys; entre el 1920 i el 1928 va passar de 1.000 a 6.000 milions de dòlars.

Després d'haver demanat el préstec per adquirir accions, la gent podia vendre sempre amb beneficis, ja que, en efecte, «la borsa només puja, amic meu». Per tant, tothom tornava religiosament el préstec i els interessos. Va ser tal la demanda de crèdits, que els bancs van decidir apujar l'interès que cobraven. Van passar del 7-8% al 12%. Això va desencorajar els especuladors? Es van deixar de demanar préstecs per a la fiança de les compres a termini? De cap manera! La sollicitud de diners prestats per invertir en borsa va continuar. No es registrava cap impagament, cosa que va animar els bancs de mig món i aquests, atrets per la possibilitat de prestar diners al 12% amb una taxa de morositat nul·la, van arribar a Wall Street per participar en aquella bacanal financera: des del 1921 fins al 1929 als Estats Units es van concedir crèdits per un valor superior als 8.500 milions de dòlars, una quantitat més elevada que la de diners en circulació que tenia el país en aquell moment!

I no sols els bancs van prestar diners. De la mateixa manera que a Holanda molts artesans van decidir abandonar les seves professions per dedicar-se a la compravenda de la

tullipa, les empreses normals i corrents que guanyaven diners amb les seves activitats productives ordinàries van decidir que, en comptes d'invertir els beneficis a comprar més maquinària, expandir-se per altres països i diversificar els negocis, els prestarien a la gent a fi que invertís en borsa. D'aquesta manera, el finançament de l'especulació va arribar de tots els racons del planeta on hi havia diners disponibles.

Banca internacional i empreses no van ser les úniques fonts de crèdit per adquirir accions, també ho va ser la mateixa Reserva Federal. El Banc Central dels Estats Units cedia dòlars al 5%. Els bancs els prestaven al 12%. La gent obtenia rendibilitats del 25%. No és pas una bombolla, això?

Però aquest mecanisme no va ser res comparat amb les extraordinàries rendibilitats assolides gràcies als anomenats trusts. Els americans van entendre de seguida el concepte de palanquejament i els beneficis que aquest podia reportar.

Amb les empreses que tradicionalment cotitzaven en borsa no n'hi havia prou per proveir de paper els assedegats i àvids inversors. Com que no podien crear empreses productives d'un dia per l'altre, es van fer servir els trusts. Els trusts no fabricaven aspiradores ni comerciaven amb Europa ni obrien centres comercials. No tenien activitat productiva! Quin objecte social tenien? La resposta és esgarrifosa: invertir en borsa.¹²⁶

26. Els trusts havien nascut feia un segle i mig i no eren gaire diferents del que avui anomenem fons d'inversió. Es tractava de companyies d'inversió en què qualsevol persona podia invertir qualsevol quantitat de diners, per petita que fos. Va ser un mecanisme creat pels escocesos i anglesos a fi que els petits inversors i estalviadors poguessin invertir en grans empreses. Era com una cooperativa d'inversors. Els fons de diners dels trusts s'invertien en un nombre molt elevat d'empreses, amb la qual cosa es diversificaven molt bé els riscos. Els primers trusts dels Estats Units responien a aquest objectiu, perfecta-

Fixem-nos en aquest incest financer: com que falten empreses on invertir se'n creen de noves l'activitat de les quals és la inversió borsària! Al seu torn, aquestes noves empreses cotitzaran en borsa. La multiplicació financera dels pans i els peixos!

L'obtenció de rendibilitats màgiques i sorprenents es va aconseguir per mitjà de l'esquema que segueix.

Imaginem-nos que som en una reunió de banquers en un gratacels acabat d'inaugurar, a pocs carrers de Wall Street.

—Molt bé, senyors —diu el president—. Crearem un trust que es dirà Big Palanca Corporation & Trust. Em-trem capital per valor d'un milió de dòlars. La meitat seran accions «amb sostre».²⁷

—Què vol dir «amb sostre»? —pregunta un banquer.

—Que la seva cotització no variarà. El seu valor serà sempre de 500.000 dòlars i el qui les compri rebrà un 6% de rendibilitat. Pagarem 30.000 dòlars cada any en concepte d'interessos.

—Això està molt bé —diu un dels banquers asseguts a la gran taula de la sala de reunions—. D'on traurem els 30.000 dòlars?

—Paciència. Parlem de l'altra meitat del capital. Aquestes accions no tindran sostre. Seran les que aglutinin tota la

ment vàlid i no necessàriament especulatiu: agències d'administració i tutela de les inversions d'un elevat nombre de particulars. Però en els anys previs al crack, el trust es va convertir en una societat anònima d'inversió que venia valors al públic i emetia les seves pròpies accions a Wall Street.

27. Quan un trust emetia noves accions, ho feia amb accions de dues menes: les preferents i les ordinàries. Perquè s'entengui bé, anomenaré les preferents «accions amb sostre» i les ordinàries, «accions sense sostre». Juntament amb les preferents s'emeten també obligacions, però com que el seu tractament era força similar al de les accions preferents n'ometre el funcionament per simplificar l'explicació.

plusvàlua del Big Palanca Corporation, i com que aquesta plusvàlua serà tan gran, d'allà traurem els 30.000 dòlars d'interessos.

—I com obtindrem aquesta plusvàlua? —pregunta un dels banquers, que té pinta d'intelligent.

—Molt senzill. Quan el trust surti a la borsa, augmentarà de valor. Suposem que les accions pugen un 30%. Com que el capital és d'un milió de dòlars...

—Hi guanyarem 300.000 dòlars.

—Exacte, ja deia jo que no era tan babau com semblava. A veure, continuem amb vostè: com repartirem aquest benefici?

—Doncs cal pagar els interessos de les accions amb sostre, no?

—Sí, això són ja 30.000 dòlars. Quant ens queda?

—270.000 dòlars.

—Bingo. Els 270.000 dòlars de plusvàlua s'aplicaran íntegrament a les accions sense sostre.

—Les sense sostre sumaven 500.000 dòlars —diu l'altre banquer, que estava endormiscat i de sobre s'ha despertat.

—Exacte. Per tant, 270.000 dòlars sobre 500.000 representen... un 54% de rendibilitat.

—És màgia! Repeteixi-ho! Com ho ha fet?

En efecte, el mecanisme de la palanca sembla màgia pura. El truc (tots els mags tenen un truc amagat) consisteix en el fet que el que puja de valor és el 100% de les accions, però a la meitat del capital se li posa un sostre a la revaloració, de manera que les accions que no tenen sostre concentrin la major part del benefici.

Això és el que s'anomena el mecanisme de la palanca i es pot accentuar encara més si les accions sense sostre pertanyen, al seu torn, a un segon trust d'inversió, que també té accions amb sostre i accions sense sostre. Això permet que un gran benefici es repercuteixi sobre una petitíssima apor-

tació de capital inicial. Doncs bé, aquesta idea tan bona es va aplicar el 1929, amb la qual cosa es van crear trusts de trusts que, al seu torn, eren trusts de nous trusts, i així successivament fins a desencadenar progressions geomètriques com la d'American Founders Group, en què, després d'una primera emissió de 500 dòlars d'accions ordinàries (les sense sostre, les bones), es va crear un trust darrere l'altre fins a aconseguir un actiu valorat en 1.000 milions de dòlars, cosa que no està gens malament per a un únic desemborsament de 500 dòlars.²⁸

El negoci era tan descommunal que totes les entitats financeres es van llançar a constituir trusts: els bancs d'inversió, els bancs comercials, els agents de borsa, les agències de canvi... Pensem que el 1927 els trusts venien al públic 400 milions de dòlars. El 1929 aquesta xifra va pujar fins als 3.000 milions de dòlars i va representar el 33% de totes les emissions de capital de l'any. La capitalització dels trusts es va multiplicar per 11 en 2 anys.

Ah, me n'oblidava! No podien faltar els incentius per als directors d'aquells trusts. Exactament igual que a la Companyia dels Mars del Sud, els promotors dels trusts rebien una comissió per les emissions de capital i pels beneficis. És clar, com que això era «poc», també rebien accions sense sostre (les bones, les que concentraven els beneficis) a un preu inferior del que sortien a borsa, amb la qual cosa el dia de l'emissió les podien vendre amb benefici des del minut zero. Per exemple, la Seaboard Utilities Shares Corporation va emetre 1,6 milions d'accions a un preu mitjà de 14 dòlars l'acció. El patrocinador del trust, un tal Chauncey D. Parker, les va rebre a 10 dòlars.²⁹ El primer dia que va sortir a borsa l'empresa, va vendre les seves accions amb un benefici del 40%. Un 40% de benefici en el primer dia i sense avançar

28. Galbraith, John K., *El atac del 29*, Ariel, Barcelona, 2005.

29. *Ibidem*.

cap centim! Per què ningú no ho denunciava? Doncs perquè gràcies a aquesta «petita concessió» d'altres encara hi guanyaven més.

Això sempre ha estat així: un lladre transigeix que un altre li robi 10 monedes d'or si gràcies a això ell en rep 100. Tenint en compte el que ha passat als Estats Units aquests darrers anys, és l'única explicació que se m'acut per al silenci administratiu sobre els escandalosos bons i incentius que s'han endut els gestors de fons d'hipoteques *subprime*, avui en fallida.

LA FRENÈTICA ESCALADA DE LA BORSA

Aquests ingredients van atraure tota mena d'inversors. Com ja ho reflectia el testimoni de la introducció d'aquest assaig, en què l'enllustrador de Kennedy li recomanava per quins valors havia d'apostar, molts ciutadans americans es van llançar com bojos a participar dels suculentos rèdits del pasús de Wall Street, un pasús que cada cop creixia més.

Fixem-nos en l'extraordinària similitud entre el paràgraf de la introducció del llibre sobre els xinesos davant de les cases de valors i aquest fragment d'Alexander D. Noyes:

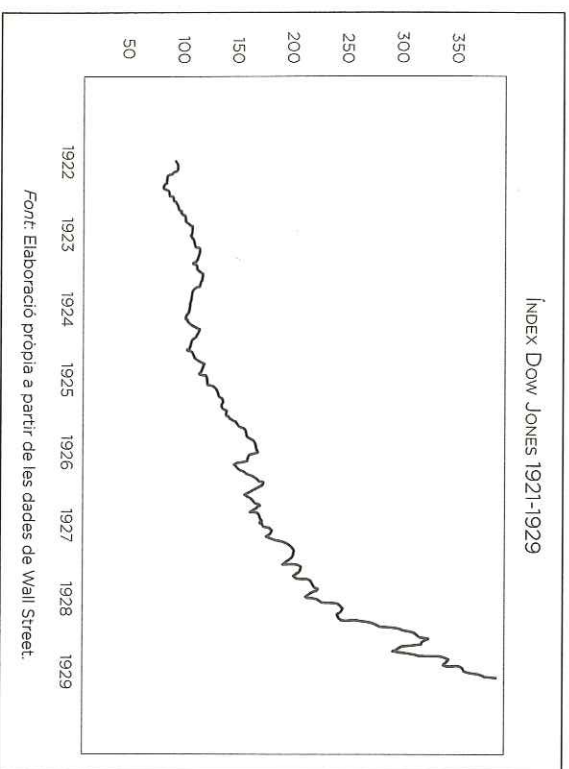
Les oficines dels agents de canvi estaven plenes de gom a gom, des de les 10 del matí fins a les 3 de la tarda, de clients asseguts o dempeus els quals, en comptes de tenir cura dels seus propis negocis, passaven l'estona mirant la pissarra de les cotitzacions.³⁰

En totes les bombolles especulatives es produeix una actitud similar, una mena d'hipnotisme o embadaliment en què treballar ja no té cap sentit, on sembla que s'ha descobert la

30. Noyes, Alexander D., *The Market Place, Reminiscences of a Financial Editor*, Little, Brown and Company, Boston, 1938.

pedra filosofal de la riquesa il·limitada, i on l'opulència i el creixement sense base real són aparentment possibles.

Del 1924 al 1929 la mitjana de l'índex de la Borsa de Nova York (el conegut Dow Jones Industrial) va augmentar un 500%. La meitat d'aquest augment es va produir en no-més els últims dotze mesos. La borsa novaiorquesa va assolir el seu nivell màxim el 3 de setembre de 1929.



Els anteriors mecanismes que hem descrit abans eren en realitat una bomba de rellotgeria. No fa falta ser economista per adonar-se que aquesta espiral, una piràmide en tota regla, no es podia sostenir indefinidament.

I llavors va venir el crac.

L'ENFONSAMENT

Els pitjors dies van ser els anomenats dijous negre (24 d'octubre de 1929), dilluns negre (28 d'octubre) i dimarts negre

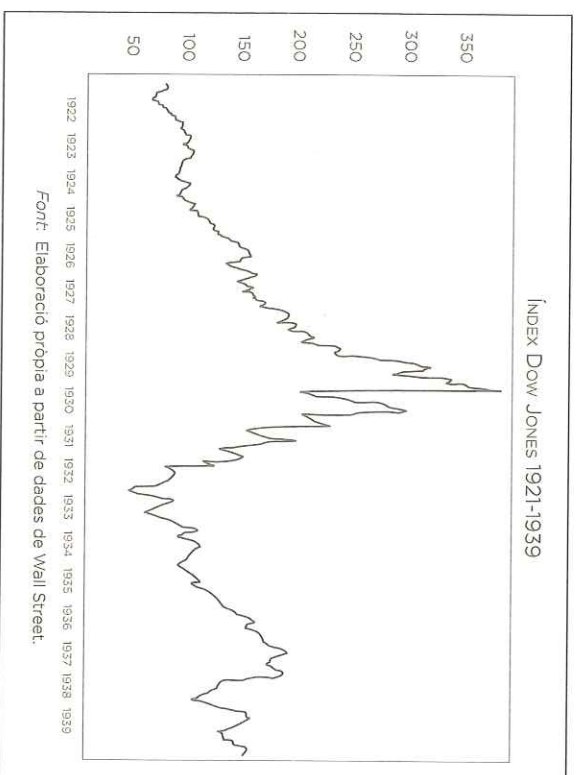
(29 d'octubre). El dijous negre, 13 milions de títols es van posar a la venda a preus cada cop més baixos, però no van trobar compradors. A la 1 h de la tarda, diversos banquers de Wall Street es van reunir i van decidir intervenir-hi comprant accions d'U.S. Steel i Blue Chip molt per damunt del preu que s'estava negociant. John K. Galbraith va anomenar aquesta reacció el «sosteniment organitzat».³¹ Els banquers van aconseguir aturar l'enfonsada i a la tarda hi va haver una notable recuperació que va reduir una mica la caiguda. Tot i així aquesta va ser d'un 12% en un sol dia. El dilluns 28 d'octubre la situació es va agreujar de debò. Potser el més rellevant no va ser que la borsa baixés un 13% més, sinó que es va fer palès que els bancs se'n desentenen: no farien res per salvar la situació. El dilluns negre els banquers es van tornar a reunir a dos quarts de cinc de la tarda. Es van adonar que si sostenien el nivell de la borsa, s'arruïnarien, per tant van decidir no fer-ho. Van declarar una cosa així com que «no és la funció dels banquers mantenir un nivell de preus determinat ni protegir els beneficis de ningú, sinó organitzar de manera adequada un mercat en què oferta i demanda coincideixin al voltant d'un cert preu».³² El missatge era ben clar, l'ensulsiada resultava inevitable. L'endemà va ser el dia més tràgic de la història de la Borsa de Nova York. El dimarts negre es van negociar 16,4 milions d'accions (aquest volum diari no s'assoliria fins al 1969, al cap de quaranta anys!). El Dow Jones va baixar en picat un altre 12%. La borsa va perdre 14 milions de dòlars en un sol dia i 30 milions en una setmana, deu vegades més que el pressupost anual del govern federal i molt més del que els Estats Units van gastar en la Primera Guerra Mundial.³³

31. Galbraith, John K., *El crac del 29*, op cit.

32. *Ibidem*.

33. www.pbs.org - *New York: A Documentary Film*.

L'enfonsada no es va limitar a aquell dia. La borsa va estar caient a intervals des d'aquella setmana fins al 8 de juliol de 1932, quan va arribar al seu nivell mínim, el mateix nivell que tenia l'any 1800. Fins al 1954, la borsa no va recuperar els nivells del 1929.



LES CONSEQÜÈNCIES

Les primeres i més immediates, les que van afectar Wall Street. La borsa va perdre un 90% del seu valor en tres anys. Els trusts, el 100%: es van enfonsar com un castell de cartes i van quedar reduïts al no-res. L'efecte de la palanca que tan bons resultats havia produït en sentit ascendent va registrar les mateixes pèrdues geomètriques en sentit invers, amb la qual cosa un trust va caure darrere un altre en una successió rapidíssima de fallides i bancarrotes. Empreses valorades en milions de dòlars van passar a valer-ne zero en qüestió de dies.

El segon efecte de l'ona expansiva d'aquell terratrèmol financer se'l va endur la banca. Els bancs que havien prestat diners per a l'especulació es van trobar que els arruïnats prestataris no els podien retornar. Les conseqüències sobre el sistema bancari van ser demolidores. El 1929 van fer fallida 40 bancs. La gent en retirava els dipòsits davant de la por de perdre'ls i la fallida dels bancs va reduir l'activitat creditícia que les empreses necessitaven per continuar funcionant.

El tercer va ser el dels suïcidis. Tot i que s'ha exagerat sobre aquest tema (la taxa de suïcidis als Estats Units, mesurada sobre la població general, es va mantenir constant), sí que es van registrar terribles episodis entre els prohoms de les finances que havien regnat a Wall Street fins al crac del 29: J.J. Riordan, de la County Trust Company, es va engegar un tret. També es va suïcidar d'un tret, a París, Ivar Krueger, de la Krueger and Toll. El mític «la bossa o la vida» de l'Oest americà va reviuire d'una manera diferent, aquest cop a l'Est també americà.

Quarta conseqüència: al contrari que en les bombolles anteriors, el crac financer va conduir a una crisi econòmica sense precedents. A l'Amèrica del Nord del 1932, el nombre de desocupats que deambulaven cercant feina va augmentar fins als dotze milions de persones. Les conseqüències van ser desastroses. El deteriorament del nivell de vida va ser considerable. Les importacions nord-americanes van baixar un 65% en tres anys. Les exportacions, un 62%: l'anomenada Gran Depressió, la pitjor dècada de recessió econòmica experimentada pels Estats Units (i bona part del món). El comerç mundial i el PIB van baixar un 34% i un 32%, respectivament. Com a punt de referència, pensem que avui els polítics mostren signes de preocupació quan l'economia es contrau un 1%. Amb el crac del 1929 les bombolles van deixar de ser un assumpte local per convertir-se en un fenomen global de conseqüències devastadores.

Però no pas tot es va limitar a l'economia. El passat mes de setembre, en un debat de televisió sobre la crisi econòmica, l'economista i catedràtic Luis de Sebastián afirmava que la pitjor conseqüència del crac del 29 i la Gran Depressió va ser la Segona Guerra Mundial. No són pocs els qui pensen que la crisi, que també va afectar Alemanya intensament, va ser el brou de cultiu perquè les idees feixistes d'Adolf Hitler fructifiquessin.

ALGUNES LLIÇONS D'AQUESTA BOMBOLLA

- Tornem a comprovar que els pagaments ajornats animen a invertir quantitats superiors que les que l'estalviador té. S'adquireix tal compromís futur perquè es creu fermament que mai no s'haurà d'assumir aquell pagament.
- Les compres palanquejades consisteixen a fer part de la inversió amb diners prestats, de manera que l'aportació de la nostra butxaca sigui mínima. El mecanisme de la palanca fomenta la creació de bombolles.
- Durant les bombolles es considera «impossible» que el bé baixi més enllà d'un nivell determinat: «La borsa només puja, amic meu».