



Once días que es- treme- cieron al mundo

POR
MIGUEL ORS
VILLAREJO
Y LUIS
TORRAS

LA CODICIA DE WALL STREET Y
LA SENSACIÓN DE QUE LA FED
HABÍA DADO CON LA FÓRMULA
DEL ETERNO CRECIMIENTO
ACABARON ALIMENTANDO LA
PAVOROSA HOGUERA EN LA
QUE ARDIÓ LEHMAN BROTHERS



Un empleado de Lehman Brothers abandona con sus pertenencias en una caja de cartón la sede del banco de inversión en Nueva York. Fue la mayor quiebra de la historia de Estados Unidos.

EVOLUCIÓN DE LAS ACCIONES DE LEHMAN Y PRINCIPALES HITOS DE LA CRISIS
(Dólares por acción)

60
50
40
30
20
10
0

> **15 ENERO**

Citigroup, primer banco estadounidense, cierra 2007 con la peor cuenta trimestral de su historia. En tres meses pierde 10.000 millones de dólares.

> **17 ENERO**

Merrill Lynch anuncia pérdidas de 9.830 millones de dólares en el cuarto trimestre.

> **18 ENERO**

Bush propone un plan para reactivar la economía dotado con 145.000 millones de dólares.



> **21 ENERO**

Caen las bolsas mundiales ante el temor a una recesión de la economía estadounidense.

> **21 ENERO**

La Reserva Federal recorta 0,75 puntos los tipos de interés, hasta el 3,5%. Se trata de la mayor rebaja en 25 años.



Ben Bernanke, presidente de la Fed en 2008.



> **17 FEBRERO**

El Gobierno británico nacionaliza el Northern Rock.

> **7 MARZO**

La Fed inyecta 100.000 millones de dólares en el mercado.

> **17 MARZO**

Bear Stearns pierde en unas horas de cotización casi el 90% de su valor, después de que JP Morgan acordara comprarlo a un precio de dos dólares por acción.

> **18 MARZO**

La Fed baja los tipos hasta el 2,25% y la tasa de descuento a los bancos al 2,5% para atajar la crisis.

El viernes 8 de septiembre de 2008, Timothy Geithner, presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, convocó a una reunión de urgencia a un puñado de primeros espada de Wall Street: Jamie Dimon, de JP Morgan; Vikram Pandit, de Citigroup; John Thain, de Merrill Lynch; John Mack, de Morgan Stanley... "Este tipo de llamadas

nunca son buenas", comentó uno de los asistentes. Otro no tardó en reparar en una clamorosa ausencia. ¿Por qué no estaba allí Richard Fuld, el presidente de Lehman Brothers?

El secretario del Tesoro, Hank Paulson, segundo anfitrión del encuentro, despejó la incógnita en seguida: porque iban a abordar su rescate, y de prisa además. Lehman tenía el balance infestado de hipotecas *subprime* y las retiradas de fondos le impedirían seguramente "abrir el lunes", cuenta James B. Stuart en *The New Yorker*, "de modo que disponían de 48 horas para resolver la crisis".

Paulson también advirtió que esta vez no habría ni un centavo de dinero público. El periodista Andrew Ross Sorkin explica en *Malas noticias* que el rescate de Bear Stearns ya había levantado ronchas. El senador Jim Bunning dijo que aquello "era simplemente socialismo". Y cuando a los pocos meses el Tesoro solicitó 200.000 millones para recapitalizar las financieras Fannie Mae y Freddie Mac, Bunning insistió: "Al coger el periódico ayer, creí que me había levantado en Francia". Paulson sabía que una ayuda a Lehman nunca saldría adelante. "Tenemos encima a Nancy Pelosi [líder de la minoría demócrata en la Cámara de Representantes]", confesó.

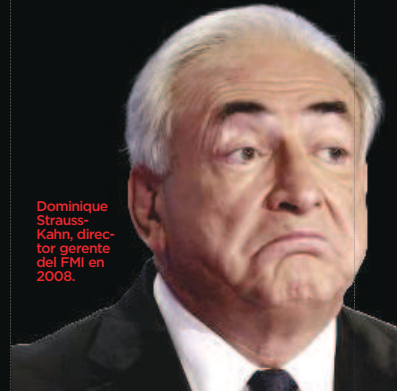
> **1 ABRIL**

UBS, el mayor banco de Suiza, anuncia pérdidas de 7.740 millones de euros.

> **8 ABRIL**

El FMI calcula que las pérdidas derivadas de la crisis ascienden a 600.000 millones de euros. El BCE adjudica 15.000 millones de dólares y la Fed otros 50.000 millones en una operación conjunta.

Dominique Strauss-Kahn, director gerente del FMI en 2008.



ENERO

FEBRERO

MARZO

ABRIL

El plan de Paulson para ese fin de semana consistía en que los ejecutivos de Wall Street examinaran los libros de Lehman, evaluaran la magnitud del boquete y se lo repartieran como buenos hermanos. Simultáneamente, el Tesoro estaba ultimando unas conversaciones con Barclays para que comprara la parte del banco de inversión que aún era viable. Nadie recibió el encargo con alegría, pero Geithner recordó que Lehman no era la única entidad en entredicho. Si caía, ¿quién sería la siguiente?

"La reunión", escribe Stuart, "acabó sobre las 21.30 y los asistentes quedaron en volver a verse a la mañana siguiente".

DEUDA EN LONCHAS. Durante décadas, dar hipotecas había sido una ocupación muy poco glamorosa: tenías que sentarte con el cliente, evaluar su solvencia mediante entrevistas inacabables, pedir documentos... Un jollo. El negocio iba a cambiar, sin embargo, a raíz de una iniciativa carga-

da de buenas intenciones. Dos de las criaturas del New Deal habían sido las agencias Fannie Mae y Freddie Mac, concebidas para dotar de liquidez a las cajas que prestaban a las familias más humildes. Para financiarse emitían bonos respaldados por las hipotecas de esas entidades, pero el mercado nunca mostró excesivo entusiasmo por unos títulos que ni eran tan seguros como la deuda pública ni rentaban como la bolsa.

"La mayoría de estos inconvenientes los solucionaron [...] en 1983 Larry Finch y su equipo de First Boston", cuenta Charles R. Morris en *El gran crac del crédito*. Había que transferir los préstamos a una sociedad, estructurarlos en tres tramos y emitir luego los títulos correspondientes. "El truco consistía en que los bonos de mayor calidad, que suponían, digamos, el 70% del valor total, tenían prioridad a la hora de cobrar. Como es impensable que el 30% de una cartera de hipotecas normales entre en mora, obtuvieron sin dificultad la triple A". Con el resto se formaban otros dos paquetes que, en caso de impago, absorbían las pérdidas. En consonancia con su mayor riesgo, la rentabilidad era también superior.

Estos productos estructurados (más conocidos como CDO o *collateralized debt obligations*, valores garantizados con deuda) se adecuaban mejor a las exigen-

cias de los inversores y Wall Street se abalanzó sobre ellos. La competencia obligó a la industria hipotecaria a mejorar su eficiencia y especializarse. En una punta de la cadena, el bróker localizaba al prestatario y lo conducía, a cambio de una comisión, a las cajas. Allí se formalizaba el préstamo que, una vez empaquetado, se vendía a la banca de inversión. En el extremo final de la cadena, ávidos inversores aguardaban un producto que lucía el marchamo de la máxima seguridad.

La división del trabajo abarató las hipotecas, pero en un esquema en el que uno capta al cliente y otro soporta la pérdida, es fácil que los criterios de concesión se relajen y, cuando hacia 2003 los candidatos solventes comenzaron a escasear, se echó mano de los *ninja*, acrónimo de *no income, no job and no assets*, es decir, personas que no tenían ni ingresos ni trabajo ni patrimonio. Parecía disparataro dejar dinero a esa gente, pero la bonanza en la que Occidente había entrado (bautizada por Ben Bernanke como la Gran Moderación) permitía que los números salieran. El hipotecado arrancaba con una cuota asumible que solo se disparaba al cabo de dos o tres años, pero como para entonces la vivienda se había revalorizado, se le ampliaba el crédito, y vuelta a empezar.

Además, los modelos matemáticos demostraban que este sistema de *originate and distribute* (originar para distribuir) repartía el riesgo hasta prácticamente diluirlo. Cada préstamo se loncheaba y repartía por todo el mundo y, si un *ninja* dejaba de

pagar, tampoco pasaba nada, porque a cada tenedor le correspondía una pérdida irrelevante.

Los bonos hipotecarios fueron ganando aceptación en los 90 y su demanda se desbocó después de que la Fed bajara los tipos para neutralizar el estallido de la burbuja tecnológica y el 11S. Escaldados por los disgustos de la bolsa, con la renta fija por los suelos, los inversores se refugiaron en unos valores que amaban una rentabilidad atractiva y la seguridad del ladrillo (cuyo precio, todos repetían, nunca cae).

Y nadie abrazó la nueva fe con tanto entusiasmo como Lehman.

EL GORILA. En 1850 los hermanos Henry, Emanuel y Mayer Lehman montaron un almacén de suministros en Montgomery, Alabama. Vendían ropa, alimentos y utensilios a los agricultores locales, pero rápidamente pasaron a especular con algodón y otras materias primas. En 1858 abrieron una delegación en Nueva York y, tras la Guerra de Secesión, habían adquirido conocimientos suficientes para embarcarse en la aventura del ferrocarril. Su éxito financiero llevó a muchos directivos a buscar su consejo y el negocio fue orientándose hacia la banca de inversión. A partir de 1925 y bajo el liderazgo de Robert Lehman, sus consultores contribuyeron a la expansión de toda clase de industrias, desde el entretenimiento (RKO, Paramount) a la energía (Murphy Oil, Halliburton), pasando por las comunicaciones (Qualcomm) o la informática (DEC).

Fuld se incorporó a la firma en 1969, el mismo año que Robert

Lehman fallecía, y se granjeó pronto fama de desagradable incluso para los exigentes parámetros de Wall Street. Lo apodaban el Gorila y "su brutalidad era legendaria", recuerda el *New York Times*. Para Fuld la banca de inversión era la continuación de la guerra por otros medios y consideraba un deshonor ondear la bandera blanca, algo a lo que se negó incluso cuando el suelo se resquebrajaba bajo sus pies.

Malas noticias, el libro de Sorkin, está lleno de historias que abonan la exten-

> 7 SEPT.

El Gobierno estadounidense anunció que intervendría las dos mayores compañías hipotecarias del país, Fannie Mae y Freddie Mac, en un intento por rescatar al sector.

> 11 SEPT.

El banco estadounidense Washington Mutual (WaMu) pierde en una semana más de la mitad de su valor en bolsa.

> 14 SEPT.

Diez bancos internacionales anuncian un programa de préstamos de 70.000 millones de dólares para hacer frente a la crisis, el colapso del banco inversor Lehman Brothers y la compra de Merrill Lynch por el Bank of America.

> 5 AGOSTO

La Fed mantiene el tipo de interés en el 2%. El grupo francés Société Générale anuncia una caída del 63% en el primer semestre y rebaja el valor de su cartera de activos.

> 6 AGOSTO

Freddie Mac anuncia pérdidas de 972 millones de dólares en el primer semestre.

> 22 JULIO

El banco Washington Mutual, uno de los mayores prestamistas de EEUU, anuncia pérdidas de 4.466 millones de dólares en el primer trimestre.

> 26 JULIO

El Congreso de EEUU aprueba ayudas al sector hipotecario de 3.900 millones de dólares.

> 11 JULIO

IndyMac Bank, el segundo banco hipotecario estadounidense, pasa a ser controlado por las autoridades federales.

> 13 JULIO

La Fed y el Tesoro de EEUU anuncian medidas para salvar a Fannie Mae y Freddie Mac.

> 17 JULIO

Merrill Lynch anuncia pérdidas de 6.603 millones de dólares en el primer semestre.

> 15 MAYO

Barclays, el tercer banco de Reino Unido, anuncia una caída de su beneficio tras sufrir una depreciación de sus activos de 1.006 millones de libras.

15 SEPTIEMBRE
LEHMAN SE
DECLARA EN
QUIEBRA

MAYO

JUNIO

JULIO

AGOSTO

SEPTIEMBRE

dida sospecha de que las finanzas mundiales están en manos de una pandilla de ególatras como Fuld, cuyo único móvil es ganar sumas obscenas y restregárselas luego por la cara a los demás. Joseph Gregory, el director de operaciones de Lehman, iba al trabajo en helicóptero desde su mansión de 19 millones. Stanley O'Neal, el consejero delegado que echó al 25% de la plantilla de Merrill Lynch, alardeaba de que "ser despedido no siempre es malo". Y John Thain, el hombre que gastó 87.000 dólares en una alfombra para su despacho, declaró en una reunión de Goldman: "¿Sería mucha molestia que me hicierais la pelota de vez en cuando?"

A la vista de este anecdótico muchos han atribuido a la codicia de los banqueros todos los males, pero, como apunta Tim Harford en el prólogo de *Malas noticias*, no es una teoría muy buena. "Los banqueros son siempre codiciosos. Pero no suelen destruir sus propios bancos".

Las causas de la crisis fueron múltiples y las diferentes explicaciones hacen énfasis en una u otra, pero todas coinciden en que la asunción desmedida de riesgo no podría explicarse sin la concurrencia de una política enormemente acomodaticia por parte de los bancos centrales. Ya hemos mencionado las rebajas de Greenspan tras los atentados contra las Torres Gemelas. En España llegamos a tener dos ejercicios de tipos reales negativos. Fueron como gasolina para el crédito, que saltó de los 271.000 millones de euros de 1995 a los 1.870.000 millones de 2008.

Aquel año, en el pico de la burbuja, se construyeron 850.000 viviendas. En 2015 no llegaríamos ni a 50.000.

AVISOS. En su momento muchas voces alertaron de que no se iba en la dirección adecuada. "Esto no acabará bien", profetizó en julio de 2006 el exgobernador del Banco de España Luis Ángel Rojo. "Greenspan ha practicado una política monetaria muy arriesgada". También el futuro Nobel Robert Schiller advirtió en el prólogo a la segunda edición de *Exuberancia irracional* que los precios de las casas "mostraban una aguda anomalía, como si fueran un cohete a punto de despegar". Y en 2006, tras revalorizarse el 85%, concluía que "el cohete estaba a punto de estrellarse".

¿Por qué nadie tomó en serio estos avisos? La Reserva Federal arگونtó que la inflación estaba

El 15 de septiembre, mientras Paulson hablaba de la solidez del sistema financiero, el Dow Jones se desplomaba.



controlada y no tenía por qué endurecer su política. Pero como señaló José Luis Feito, presidente del Instituto de Estudios Económicos, "el índice de precios de consumo no es un indicador fiable. Si la autoridad se fija solo en él, jamás controlará los ciclos".

"Greenspan debió darse cuenta de que el IPC era moderado debido a factores excepcionales, como las exportaciones asiáticas y la revolución tecnológica", razona un antiguo banquero de inversión. "Ignoró las burbujas que se estaban formando en la vivienda y la bolsa".

Este último es un asunto sobre el que se han vertido ríos de tinta. ¿Deben los bancos centrales ocuparse de las inflaciones de activos? Bernanke fue contrario durante años. Sostenía que la Gran Depresión se precipitó cuando la Fed subió los tipos para meter en cintura a los especuladores. Además, ¿en qué punto se convierte una subida de activos en burbuja? No es sencillo saberlo y el endurecimiento de la política monetaria no es inocuo.

Por todo ello, Greenspan optó por una solución intermedia. No reaccionaba cuando los precios subían, pero sí cuando bajaban. Lo hizo tras el *crash* de 1987, la crisis asiática, el hundimiento del Long Term Capital Management o el estallido de las puntocom, y pocos le reprocharon esta estrategia. Al contrario. Se pensaba que había dado con la fórmula del eterno crecimiento y, cuando se retiró en 2006, lo hizo entre salvas atronadoras.

Pero la doctrina Greenspan disipó la sensación de peligro. Los inversores se habituaron a que acudieran en su rescate al menor contratiempo, se relajaron y olvidaron la más elemental cautela.

EL COLAPSO. En 1994 Fuld asumió la dirección de Lehman y, para alimentar las emisiones de CDO, se puso a comprar entidades hi-

potecarias hasta convertirse en "un fondo inmobiliario disfrazado de banco de inversión", escribe Mark Williams en *Uncontrolled Risk*. Además, endeudó la entidad temerariamente. En 2008 Lehman presentaba un balance de 680.000 millones respaldado con unos fondos propios de apenas 22.500 millones. Esta estructura tan apalancada multiplicaba la rentabilidad, pero también aumentaba la vulnerabilidad. Habría bastado un declive del 4% en el valor de los activos para que todo el capital se esfumara, pero lo que vino fue bastante peor.

A partir de 2005 la subida de la vivienda había ido perdiendo fuelle, impidiendo que se ampliaran los créditos a los *ninja*. Estos no tuvieron más remedio que devolver las llaves de los pisos y el aumento de la morosidad puso en cuarentena cualquier inversión que oliera a ladrillo. Los teóricos del modelo de *originar para distribuir* habían previsto que la caída de estos bonos sería gradual, pero los operadores se dejaron dominar por la histeria más fácilmente de lo que las matemáticas suponen y la demanda se secó de un día para otro. De repente, nadie quería los CDO. En julio de 2007 Bear Stearns envió a los participantes de dos fondos especializados en *subprime* una carta en la que les comunicaba que habían perdido todo su dinero.

Para Fuld la noticia era especialmente inquietante. La liquidación de los fondos de Bear Stearns asignaba un valor casi nulo a los derivados inmobiliarios y Lehman tenía 85.000 millones. Nada volvió a ser ya como antes, la entidad entró en un viacrucis bur-sátil. Cuando en junio de 2008 Fuld trató de apaciguar los ánimos anunciando que había reducido su exposición a las hipotecas un 20% y rebajado el apalancamiento de 32 a 25 veces, se consideró demasiado tarde y demasiado poco. Lo único que im-

pedía el colapso definitivo eran los rumores sobre su compra por parte del Banco de Desarrollo de Corea y, cuando la operación se frustró, se desató el pánico.

Entonces Geithner y Paulson convocaron a los primeros espaldas de Wall Street.

"ESTOY MUY ASUSTADO". El presidente de Barclays, Bob Diamond, no veía con malos ojos el plan de Paulson. La adquisición del negocio viable de Lehman le permitía desembarcar en la banca de inversión de Estados Unidos. Por su parte, los ejecutivos de Wall Street habían evaluado en "decenas de miles de millones de dólares" los activos tóxicos, pero estaban dispuestos a repartirse el agujero. Faltaba únicamente el visto bueno de los reguladores británicos: el Banco de Inglaterra y la Autoridad de Servicios Financieros (FSA), y aquí se torció todo.

Hector Sants, el responsable de la FSA, creía que Barclays estaba bien capitalizado y podría digerir la compra de Lehman, pero exigía una garantía adicional de entre 15.000 y 16.000 millones que frenara en seco las retiradas de fondos. Paulson tanteó a varios inversores, pero ninguno estaba dispuesto a desembolsar tanto dinero. El que más se mojó fue Warren Buffett, con 5.000 millones, pero si el lunes se presentaban al mercado con una chupaza integrada con aportaciones de aquí y de allá no iban a inspirar mucha confianza. El respaldo, entendía Sants, debía ser más energético, similar al que había prestado el Tesoro a la compra de Bear Stearns por JP Morgan. Era un aval, le explicó a Paulson, no tenía por qué ejecutarse ni costarle nada al contribuyente.

Pero el secretario del Tesoro no dio su brazo a torcer y, al mediodía del domingo, uno de sus colaboradores anunciaba en un mensaje de texto: "Hemos perdido al paciente".

"Va a ser el Armagedón", dijo el abogado Harvey Miller cuando le encargaron que preparase la quiebra de Lehman.

Nadie era más consciente de ello que Paulson. "Los ingleses nos han jodido bien", explicó con brutal franqueza a los banqueros de Wall Street. Luego se fue a su hotel y llamó a su mujer. "Todos me miran y no tengo respuestas. Estoy muy asustado". Le pidió que rezara por él y ella le leyó un versículo de la Biblia.

LA FACTURA. Al día siguiente la mayoría de los congresistas felicitaron a Paulson por su negativa a ayudar a Lehman. "El Gobierno debía trazar la raya en algún punto", se congratulaba el editorialista del *Wall Street Journal*. "La firmeza del secretario del Tesoro no recibirá la menor objeción de nuestra parte".

El propio secretario del Tesoro se mostró sereno cuando atendió a la prensa en la Casa Blanca. "Los ciudadanos americanos", declaró, "no tienen que preocuparse por la solidez de nuestro sistema financiero".

Pero mientras pronunciaba estas palabras, el Dow sufría el mayor descabro desde el 11S. Nadie sabía qué oscuros secretos podían ocultar los balances ajenos y la desconfianza era absoluta. El mercado interbancario se paralizó y en el de papel comercial, donde gigantes como General Electric o Ford se financiaban a corto plazo, se exigían intereses del 7,5%. Stuart cuenta en *The New Yorker* que Keith Hennessey, el director del Consejo Económico Nacional de la Casa Blanca, se pasó la mañana recibiendo llamadas desesperadas de hombres de negocios de dentro y fuera del país. "Todos me decían: 'Estamos asistiendo al comienzo de una corrida bancaria, pero de una corrida de todo el sistema'. La gente estaba literalmente retirando su dinero para meterlo debajo del colchón".

El jueves 18 de septiembre, unos exhaustos Bernanke y Paulson reunían a los líderes del Congreso en el despacho de Pelosi. "El tipo de abismo financiero al que nos estamos asomando es siempre el preludio de una larga y profunda depresión", les dijo el presidente de la Fed. "Si no somos capaces de sortearlo, la próxima generación de economistas no hablará de los años 30, sino de esto".

¿Y cuánto dinero hacía falta?, preguntaron los congresistas. "Varios cientos de miles de millones", respondió Paulson.

Al final, la factura se elevaría a 700.000 millones. Su anuncio,

unido a un plan para sanear los balances de la banca y una prohibición temporal de las posiciones cortas, devolvió la euforia a Wall Street.

INSEGURIDAD. La enérgica intervención de Paulson y Bernanke salvó la bola de partido y evitó un escenario de pesadilla, pero no pudo impedir la asfixia financiera de miles de empresas de todo el mundo y, en los trimestres siguientes, Occidente se sumió en la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial. El desempleo se disparó, los recortes se generalizaron y las calles se llenaron de ciudadanos airados que exigían la depuración de responsabilidades.

Las investigaciones ulteriores han confirmado la comisión de graves errores de supervisión. También se toleró una relajación difícilmente justificable en los criterios de concesión de crédito. Dicho esto, se engaña quien crea que la crisis fue producto de la ineptitud (o la venalidad) de los responsables políticos y económicos, y que otros más perspicaces (u honestos) hubieran podido evitar la catástrofe. La seguridad absoluta no existe.

"Por mucho que avancemos en regulación", declaraba hace unos meses el consejero del Banco de España Fernando Eguidazu, "nunca podremos suprimir el riesgo de mercado". Las empresas seguirán quebrando y empeñarse en impedirlo no solo es inútil, sino contraproducente, porque cuando los inversores se convencen de que alguien (el Estado, Greenspan) va a acudir en su auxilio, se relajan, asumen riesgos disparatados y acaban cebando la madre de todas las burbujas.

ALGUNAS BIBLIOGRAFÍA

Alan Greenspan, *La era de las turbulencias* (Ediciones B).
Andrew Ross Sorkin, *Malas noticias* (Planeta).
Ben S. Bernanke, *El valor de actuar* (Península).
Robert Shiller, *Exuberancia irracional* (Deusto).
Charles R. Morris, *El gran crac del crédito* (Valors Editions).
John B. Taylor, *Getting off the Track* (Hoover Institution).
Lawrence G. McDonald, *A Colossal Failure of Common Sense: The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers* (Crown).
Mark Williams, *Uncontrolled Risk* (McGraw-Hill).
Michael Lewis, *La gran apuesta* (Debate).
Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* (Random House).
Russ Roberts, *Gambling with other People's Money* (Mercatus Center).

El capitalismo siempre tiene crisis, pero sobrevive a todas

LA IZQUIERDA HA DESEMPOLVADO LA TEORÍA DE QUE LA ECONOMÍA DE MERCADO AVANZA HACIA EL ESPASMO FINAL. NADA MÁS ALEJADO DE LA REALIDAD

POR L.T.

Dick Fuld, el presidente de Lehman, era arrogante y brutal. Sus colegas lo apodaban el Gorila.



El término capitalismo (que no aparece en ningún pasaje de *La riqueza de las naciones* de Adam Smith ni utilizó nunca Karl Marx) fue acuñado en el siglo XIX para criticar el orden social liberal. Como ha sucedido a lo largo de la historia con otras etiquetas inicialmente concebidas como denigratorias (protestantismo, impresionismo, Big Bang...), sus destinatarios la acabaron adoptando y se ha convertido en una trampa semántica, al hacer énfasis en la acumulación de capital y no en la idea de libertad, que es el auténtico motor del modelo, como la profesora Deirdre McCloskey ha destacado a menudo. La autonomía individual, la propiedad privada y la existencia de un Gobierno limitado (léase, imperio de la ley y separación de poderes) son las ideas que debería evocar la palabra capitalismo, pero no siempre es así.

El *Manifiesto comunista* también vinculó el capitalismo con la abundancia de bienes ("la burguesía", escribieron Marx y Engels, "ha liberado energías productivas mucho más grandiosas y colosales que todas las pasadas generaciones juntas") y esa asociación tampoco se ha roto. Hoy en día se confunden capitalismo y consumismo, cuando no tienen mucho que ver. El consumismo es una suerte de keynesianismo que identifica el progreso con una demanda agregada en permanente expansión, para lo que se recurre a artificios monetarios y fiscales que en el largo plazo generan desequilibrios y disfuncionalidades. Esta lógica miope es ajena al capitalismo verdadero. En éste, los particulares se coordinan espontáneamente gracias a los precios, cuyas señales guían las decisiones de los agentes y permiten que la sociedad produzca lo que más conviene en cada momento. Lo mismo sucede con los resultados empresariales:

los beneficios son una indicación que anima a perseverar en una actividad, del mismo modo que las pérdidas invitan a reconsiderarla. Esta información permite al sistema ajustarse. Nos ayuda a to-

mar decisiones adecuadas y garantiza la mejor asignación de los recursos.

Este modo de funcionamiento convive, sin embargo, en nuestras sociedades con un creciente protagonismo del Estado. La fijación de precios políticos artificialmente bajos, por mucho que se ampare en la retórica del interés general, tendrá siempre efectos perturbadores. Cuando, por ejemplo, se da en el sector sanitario, se traduce en la saturación de los servicios de urgencias o en interminables listas de espera. Y cuando afecta al inmobiliario, genera esos procesos de mala inversión que llamamos burbujas.

PAROXISMO. De todas estas distorsiones, la peor es la protagonizada por los bancos centrales. Los acuerdos de Bretton Woods alumbraron en 1945 un nuevo orden en el que la oferta monetaria pasó a depender cada vez más del poder arbitrario de la Reserva Federal, una filosofía que se llevó al paroxismo en 1971, cuando Richard Nixon abandonó cualquier limitación a la emisión de dólares para sufragar la guerra de Vietnam.

Los tipos de interés no son más que precios o señales y su manipulación altera nuestras preferencias para consumir, ahorrar o invertir. Una política expansiva (tan agradecida para los gobernantes) genera la ilusión de que hay dinero para todo. Con tipos bajos, casi todo puede efectivamente financiarse y muchos emprendedores se embarcan en proyectos aparentemente viables. Solo más adelante, cuando el instituto emisor se vea forzado a subir los tipos para combatir la inflación, descubrirán con horror que sus márgenes se han esfumado, originándose el doloroso proceso de ajuste que llamamos crisis.

El colapso de 2008 fue, básicamente, el resultado de una acumulación de riesgos de este tipo en el mercado hipotecario americano de alto riesgo (o *subprime*). A la hora de asignar responsabilidades, no debemos olvidar la soberbia, la codicia y la indecencia de los banqueros de inversión, que tan bien ha retratado Michael Lewis en *La gran apuesta*. Pero en un entorno monetario menos distorsionado, hasta esos poderosos genios del mal habrían encontrado dificultades para hacer el daño que hicieron.

¿Hemos aprendido algo desde entonces? Persisten problemas, sin duda. El principal es que, para impulsar la actividad, las autoridades optaron por imprimir billetes y esa expansión, concebida como una ayuda temporal mientras el paciente se recuperaba, ha desincentivado la aplicación de las reformas que los organismos internacionales y los propios bancos centrales llevan años reclamando. "Estamos reduciendo el riesgo de que se consoliden los bajos crecimientos", razonaba hace poco Mario Draghi, "pero no podemos hacerlo solos. Los Gobiernos deben aprovechar la oportunidad que les conceden los tipos bajos".

También se ha recurrido con alergia a los estímulos fiscales y el resultado es que el patrón de crecimiento no es muy diferente al que caracterizó la década de 2000, solo que la deuda que entonces era privada ahora es pública. En España, por ejemplo, ha saltado del 36% del PIB en 2007 al 101%: un incremento de 688.000 millones de euros, 240 millones al día durante casi una década.

¿Podría repetirse, entonces, la crisis? En los momentos más duros de estos años recientes muchos izquierdistas se apresuraron a desempolvar el relato apocalíptico del entrañable Marx. De acuerdo con su teoría, la Gran Recesión forma parte de un rosario de convulsiones cuya virulencia irá en aumento hasta el espasmo final. "La burguesía", se lee en el *Manifiesto comunista*, "remedia unas crisis preparando otras más extensas e imponentes".

Nadie va a negar a estas alturas la existencia de ciclos. Las personas cometemos errores, se producen choques tecnológicos, hay guerras y catástrofes naturales, y todo ello ocasiona y seguirá ocasionando quiebras y regresiones. La propia competencia feroz que fomenta la economía de mercado tiene la contrapartida *schumpeteriana* de la destrucción creativa, en la que únicamente los más eficientes sobreviven.

Pero esa misma competencia ha llevado a la humanidad a las cotas más elevadas de bienestar de la historia. A trompicones, es verdad, pero como me explicó una vez mi querido maestro Joaquín Trigo, "el capitalismo ha tenido muchas crisis, a diferencia del comunismo, que solo tuvo una y nunca se recuperó".

La ratio deuda/
PIB en España
era en 2007 del

36%

Ahora ha
saltado al

101%

un incremento de

688
mil millones