La crisi sub-prime i el crack de 1929:

comparació d'episodis d'eufòria financera

Autoria:

Marc Berruezo Aio

Taula de contingut

1. Introducció **2**

2. Crisis i teoria dels cicles econòmics **4**

3. Metodologia Comparativa **10**

3.1 Innovació financera i palanquejament conseqüent ***11***

3.2 Especulació financera ***14***

3.3 Enfonsament ***16***

4. Crisi *sub-prime* **21**

5. El *Crack* de 1929 **33**

6. Quadre resum **42**

7. Conclusions **43**

8. Bibliografia **48**

1. Introducció

La present investigació té per objecte d'estudi la relació, atès el període de turbulències econòmiques que travessa el món globalitzat, entre els episodis d'eufòria financera i les crisi financeres i econòmiques, i la periodicitat amb les que aquestes es produeixen.

Aquesta relació pretén confrontar-se des d'una aproximació històric-econòmica, mitjançant l'anàlisi i la comparació de diversos successos per tal de demostrar la existència de comuns denominadors, i, a la llum dels resultats, apreciar les conclusions que aporta la Història.

Per analitzar aquesta problemàtica serà necessària la menció dels antecedents i de les causes, d'entre les quals aquesta investigació es centrarà en l'especulació financera.

Hi ha poques referències a la vida tan comuns i recurrents com les que remeten a les lliçons d'història. Els qui la coneixen no estan condemnats a repetir-la. En qualsevol cas, però, i especialment pel que fa al món de l'economia i les finances, aquestes poden resultar inquietantment ambigües donada la seva natura de transformació contínua per la qual, i en conseqüència, tot allò observat pels especialistes del passat, les apreciacions dels quals és perillós descontextualitzar, constitueixen una guia insegura pel present i pel futur. No obstant, si les circumstàncies rectores són les mateixes, les lliçons proporcionades per la Història resulten decisives, i, fins i tot, ineludibles. És aquest, doncs, i com no podia ser d'altra manera, el cas que ens ocupa.

Les motivacions que han instigat aquesta recerca estan directament relacionades amb l'actualitat i les implicacions de la mateixa, donada la repercussió mediàtica i la incidència social a nivell mundial de la matèria de la qual s'ocupa.

Alhora, la convicció de la transversalitat i el caràcter interdisciplinari de l'objecte d'estudi, el qual, mitjançant la història financera com a element vehiculant proposa la interacció directe amb matèries diverses com l'economia o la política, han estat determinants a l'hora d'emprendre la investigació, i han accentuat l'interès pel coneixement de la matèria.

La metodologia que s'ha emprat per a realitzar la recerca ha estat diferent per a les diverses parts donada la particularitat d'algun dels seus àmbits d'estudi. D'aquesta manera, pel que fa a la consecució de la informació relativa a la recerca històrica, les definicions conceptuals i els elements teòrics, l'aplicació de mètodes operatius, i l'aproximació literària a la ideologia econòmica, s'ha seguit un procediment exhaustiu i rigorós de consulta de bibliografia especialitzada.

Per altra banda, pel que fa a l'anàlisi i la informació relativa a l'actual crisi financera, i degut a aquesta mateixa actualitat, no ha estat possible la consulta de bibliografia especialitzada motiu pel qual s'ha optat per la consulta d'altres instruments com ara la premsa escrita, tant nacional com internacional, l'assistència a conferències específiques, i l'entrevista personal a veus autoritzades en la matèria.

Cal tenir present, finalment, les limitacions que presenta aquesta investigació. És important considerar el caire històric i ideològic, recolzat per la literatura econòmica, que pren aquesta recerca, motiu pel qual s'ha defugit de les anàlisis econòmiques en profunditat, que no són objecte d'aquest treball i no hi tenen cabuda, tant així com del recolzament matemàtic.

És essencial, tanmateix, considerar la possibilitat de desestimació parcial d'informació per caducitat, donada la actualitat de la matèria d'estudi i la potencial variació constant de factors estrictament relacionats.

2. Crisis i teoria dels cicles econòmics

La hipòtesi que és planteja aquesta recerca, i la qual pretén demostrar, és la periodicitat i el comú desenvolupament dels episodis d'eufòria financera, i les crisis que aquests, necessàriament, acaben comportant. Per a contrastar aquesta afirmació amb la realitat i poder determinar-la com a certa, cal que, empíricament, es demostri l'existència d'uns patrons de conducta comuns a tots ells. En llaures de poder establir aquests paral·lelismes aquesta investigació ambicionarà procedir a la comparació de dos successos paradigmàtics: el *crack* de 1929, altrament anomenat *crash*, i la crisi *sub-prime* actual.

El model comparatiu que utilitzarà aquesta investigació per a efectuar la confrontació empírica no és aleatori. El procediment, per tal d'acreditar autoritat, es recolzarà sobre un model de comparació plantejat per l'economista estatunidenc John Kenneth Galbraith, que serà degudament introduït al capítol 3 d'aquesta recerca.

El grau de confirmació d'aquesta recurrència històrica, representarà el grau de confirmació de la hipòtesis sobre la qual s'origina el treball que ens ocupa.

Per tal de poder comprendre, però, d'una manera amplia i contextualitzada, l'entorn dels episodis d'eufòria financera i les crisis derivades, sembla necessari haver d'introduir, tècnicament, el concepte de crisi econòmica i financera, i apreciar-ne les seves tipificacions.

Per altra banda, és tanmateix menester, amb motiu i intenció d'aconseguir una visió global i de conjunt, defugir de l'apreciació aïllada i excepcional d'aquests episodis, tractant d'establir-hi una relació i sistematització a l'empara d'una concepció cíclica de l'economia. Així s'ha suggerit, ja des del segle XIX, per personalitats autoritzades en la matèria com el francès Joseph Clement Juglar[1], que va resoldre i detectar en la seva obra, valent-se d'estudis històric-estadístics, l'existència de moviments ondulants i oscil·latoris en el procés econòmic, que plantejaven que les crisis no eren fenòmens estranys a l'economia i al procés de producció, sinó que eren part del seu propi desenvolupament. A la prosperitat seguia la crisi com a fase inevitable del cicle i a aquesta crisi, un nou període de prosperitat.

---

[1] JUGLAR, J.C. *Las Crisis Comerciales y su Retorno en Francia, Inglaterra y Estados Unidos*. París: 1862. Passim

Aquesta concordança és, doncs, la que es pretén demostrar mitjançant la teoria dels cicles econòmics, i, conseqüentment, així també les crisis cícliques derivades, i les implicacions que aquestes tenen sobre el sistema econòmic, en el cas que ens ocupa, de lliure empresa, o les que aquest té sobre elles.

En una línia, doncs, general, àmplia i poc específica, podem descriure la crisi com una conjuntura de canvis en qualsevol aspecte d'una realitat organitzada però inestable, subjecte al canvi. Aquestes variacions crítiques, encara que previsibles, comporten i van associades a un cert grau d'incertesa respecte la seva reversibilitat i el seu nivell de profunditat, condició, aquesta, necessària. En cas contrari, caldria parlar de meres reaccions automàtiques del sistema. Si els canvis que es produeixen són accentuats, sobtats i violents, es poden desencadenar conseqüències transcendentals.

Etimològicament, per altra banda, l'Enciclopèdia Catalana defineix la paraula crisi (del llatí *crisis*, i aquest del grec *κρίσις*), en la seva accepció econòmica, com una pertorbació de l'activitat econòmica per raons inherents al seu funcionament.

Pel que fa a la vessant més determinada, l'aplicada a vida la econòmica, es comença a supeditar una situació al terme de crisi en el moment en el qual l'economia d'un país -conseqüentment el seu PNB real- entra en un període d'estancament.

Cal tenir present, però, que el mot *crisi,* gastat per un ús sovint més o menys arbitrari, s'ha tornat un tant imprecís i ha donat lloc, doncs, en el terreny de l'economia, a una terminologia més tècnica que matisa i especifica les etapes del que és, en general i en definitiva, una alteració del creixement econòmic.

Així doncs, parlarem de recessió en el moment en el qual la política monetària no ha pogut revertir el citat estancament econòmic i la conseqüent restricció del PNB real es manté durant dos trimestres consecutius, mantenint-se així un constant creixement negatiu.

De la mateixa manera que en els casos anteriors, si aquesta situació no es reverteix i es manté la tendència negativa tot i la intervenció de la política monetària, no es parlarà de recessió, essent precís emprar la paraula depressió.

La depressió econòmica, doncs, finalment comporta, tècnicament, la caiguda general de l'activitat econòmica, i no només per sectors. Són característiques, també, les altes taxes d'atur, acompanyades de baixos nivells de producció i d'inversió, minvant, alhora i en conseqüència, l'índex de confiança i l'índex de preus, i accentuant-se les reduccions dels costos, amb les subsegüents congelacions o reduccions salarials, i com a conseqüència última, la reducció del factor productiu treball.

Conseqüentment, els cicles econòmics o fluctuacions cícliques de l'activitat econòmica, per la seva banda, poden definir-se com les oscil·lacions que es comprenen entre els períodes d'expansió i els de contracció de l'economia, que esdevenen entre crisis successives.

L'acceptació d'aquesta realitat ha de comportar, necessàriament, que la prosperitat no estigui, i no pugui estar, indefinidament garantida. Aquesta tesi ha estat dictada i confirmada per l'experiència, els primers vestigis de la qual, en aquesta matèria, s'aprecien i provenen ja de l'Antic Testament[2], amb el conegut relat del somni del Faraó a Josep respecte les set vaques grasses seguides de les set vaques primes, i la seva interpretació.

Segons la teoria més convinguda, dins els cicles econòmics generals, és a dir, que afecten al gruix de l'economia i no solament a sectors concrets, hi ha tres tipus de cicles econòmics: els curts, els mitjans i els llargs, presentant un terme mitjà d'influència de quaranta mesos, vuit anys i mig segle, respectivament. El seu àmbit d'actuació va correlacionat amb les seves implicacions, les quals sovint requereixen de perspectiva històrica per tal de poder ser analitzades.

Tots els cicles econòmics, però, presenten una estructura, o conseqüència lògica i única d'esdeveniments, les forces motores dels quals són pròpies tan així com els efectes peculiars sobre l'economia. D'aquesta estructura en deriven les següents fases o etapes:

- **Ascens, prosperitat o expansió:**

Representa la fase del cicle econòmic en la qual l'activitat econòmica es troba en un procés de prosperitat i d'apogeu.

---

[2] Génesis; 41: 1-36

Aquest tram culmina amb un estancament denominat auge. Aquest estancament representa el punt relatiu més alt, àlgid, de l'economia, la duració del qual pot ésser variada. Així doncs, tant podem parlar de mesos com d'anys, depenent de les condicions relatives, puntuals i particulars de l'economia.

- **Recessió o contracció:**

Representa la fase del cicle econòmic en la qual es produeix una ruptura, establint-se el punt àlgid de l'anterior etapa com a punt d'inflexió, i es contrauen les forces de producció, el sistema bancari i creditici i, per extensió, el conjunt de l'economia.

Si aquesta etapa afecta el sistema financer -com succeeix en el cas que ens ocupa- s'incorrerà, tanmateix, en una crisi financera que pot provocar un període, curt o perllongat, de manca de confiança en el mercat i en el sistema econòmic.

Aquesta fase culmina en un punt mínim relatiu que suposa, com en el cas anterior, un punt d'estancament. Aquest punt rep el nom de depressió. La depressió ostenta i suposa la disposició mínima de producció i del conjunt de l'economia. La durada d'aquesta, com en el cas de l'auge, pot ser variable i anirà estrictament interrelacionada amb les condicions específiques de l'economia del moment.

- **Recuperació o reactivació:**

És l'element necessari per poder retornar a l'etapa inicial, perquè tot el procés torni a començar, completant, així doncs, el paradigma cíclic.

La depressió anirà progressivament donant pas a l'harmonització de l'activitat econòmica, de manera satisfactòria. Tornarà a iniciar-se la tendència cap a la plena ocupació de tots els factors de producció, veient-se incrementats, de forma conseqüent, la producció, els salaris, els preus i les taxes d'interès.

L'experiència indica, però, que no hi ha dos cicles iguals, tot i que tots puguin seguir el mateix esquema. Les prediccions que poden fer-se sobre els patrons de les fluctuacions econòmiques són frèvoles donades les particularitats específiques, tot i que aquesta realitat no desposseeixi de valor el model, que sí es confirma com a recurrent.

L'economista austríac Joseph Alois Schumpeter mantingué aquesta mateixa apreciació, que posà de manifest amb la següent sentència: "Cada fluctuació econòmica constitueix una unitat històrica que no pot explicar-se sinó mitjançant una anàlisis detallada dels nombrosos factors que concorren en cada cas"[3].

La concepció teòrica dels cicles econòmics i les crisis cícliques es deguda, en gran mesura, a l'aportació del pensador i economista alemany Karl Marx i al seu estudi sistemàtic de les crisis a la societat industrial, dins el sistema econòmic capitalista, a finals del segle XIX.

Segons la teoria i la lectura marxista, aquestes crisis es produeixen degut a què, a mesura que el capital s'acumula, es tendeix a invertir més en mitjans de producció que en mà d'obra. Expressat en termes marxistes: el capital constant creix més ràpid que el capital variable.

D'aquesta manera, en reduir-se la proporció invertida en el factor productiu treball, la taxa de benefici -proporció entre la plusvàlua i la suma del capital constant i el capital variable- tendeix a descendir, i, eventualment, provoca la caiguda de la massa de benefici i la sobreacumulació de capital[4].

Com a conseqüència, doncs, s'experimenta una crisi de superproducció de capitals i una crisi de superproducció de mercaderies. En disminuir el guany, es redueixen les inversions, i per aquesta via l'ocupació i el consum de maquinària, les matèries primes i els articles de subsistència, multiplicant-se l'efecte depressiu i expandint-se a altres branques de la indústria.

La baixada de la taxa de benefici es contraresta, mitjançant la destrucció econòmica de capitals, per la competència. Les empreses fan fallida i augmenta l'atur i la precarització de la feina, desvalorant-se la força de treball.

L'acumulació de capital ressorgeix, així doncs, per als competidors que han sortit victoriosos -absorbent les empreses fallides o la seva porció de mercat, enfortint-se i confirmant la tendència a la concentració i centralització del capital-. L'augment del

---

[3] SCHUMPETER, J. A. *Business Cycles,* Cambridge*:* 1939, p.27.

[4] Valor en forma de diners que fuig de l'esfera de la producció, deixant de proporcionar plusvàlua donat que no s'inverteix i, per tant, deixa de demandar treball addicional.

benefici, un cop més, torna a ser més ràpid que l'increment de la inversió, tornant a donar inici al procés.

La teoria econòmica de les crisis cícliques, però, no ha estat acceptada en totes les situacions econòmiques, ni per tots els seus agents. Particularment, durant períodes perllongats de bonança econòmica són moltes les veus que proclamen la superació de l'economia cíclica, substituint-la per un estacionament indefinit en la senda del creixement.

Va ser aquesta creença la que es va popularitzar, per exemple, amb l'impuls de la globalització i de l'alliberació de la dècada dels 90 del segle XX entre els optimistes, els quals defensaven que la "nova economia" generada per les comunicacions, amb xarxes com la d'Internet i la telefonia mòbil, constituïa una base segura per al progrés indefinit.

El temps, però, es va encarregar de demostrar que no hi havia res més allunyat de la realitat, i un cop sobrevingut el revés econòmic, les doctrines cícliques van cobrar més vigència que mai. I així ha estat després de cada episodi d'eufòria i d'optimisme desmesurat, al qual la realitat s'ha acabat imposant, invariablement.

Així, la situació que ha conduit al món a la crisi de les hipoteques *sub-prime*, també semblava encarnar el camí cap al creixement infinit. El sentiment generalitzat havia estat escenificat per la creença que l'explosió de la innovació en el mercat, durant la darrera dècada, havia reescrit les regles de les finances. Però, com dicten l'experiència i el sentit comú, aquest sentiment, donada la inestable situació conjuntural de l'economia mundial actual, ha donat lloc a una passió molt més real, pessimista i tèrbola. El que ha acabat confirmant-se, finalment i després de tot, és que el que realment han creat les ments financeres és una sèrie de productes que han distribuït el risc dels crèdits pels mercats financers, alterant el ja per si mateix dubtós bon funcionament del mercat.

És per aquest motiu, doncs, i per la reflexió obligada a tenor de les lliçons que ofereix la Història al respecte, la raó per la qual la teoria de les crisis cícliques és essencial d'ésser, si més no, considerada i tinguda en compte com a ens contextualitzador a l'hora de procedir a l'estudi de les crisis financeres i/o econòmiques.

3. Metodologia Comparativa

El model de comparació adoptat en aquesta recerca a l'hora d'establir paral·lelismes entre l'episodi d'especulació financera de 1929 i l'episodi especulatiu actual, i les crisis financeres dels quals se'n deriven, s'adapta al model que planteja l'economista estatunidenc, d'origen canadenc, John Kenneth Galbraith, al seu llibre *Breve historia de la euforia financiera*[5].

A mode d'aclariment, cal esmentar que Galbraith no respon a l'estereotip d'economista americà per les seves idees iconoclastes respecte l'economia de mercat i les pràctiques d'aquesta. Tanmateix, al llarg de la seva carrera econòmica, va defugir de les anàlisis economètriques o teòriques, comuns entre els seus homòlegs de l'època, i va dedicar el gruix del seu treball a l'anàlisi de les conseqüències de la política econòmica a la societat, i a l'economia social, d'una forma accessible, eliminant gran part dels tecnicismes econòmics, fins a la seva recent defunció a Cambridge, Massachusetts, l'any 2006.

Respecte a l'obra en qüestió, l'autor presenta un estudi on defensa que les circumstàncies que indueixen als episodis recurrents de demència financera s'han mantingut constants al llarg de la Història. Aquesta conclusió és el fruit de la comparació de diversos casos a l'entorn dels darrers segles de la Història occidental, partint de la *Tulipamania* holandesa de 1636-1637, fins a arribar a l'anomenat *Meltdown* bursàtil americà de 1987.

Els resultats d'aquesta investigació deriven en la confecció d'un patró, en la contrastació històrica d'una sèrie de factors que es repeteixen invariablement en el transcurs dels segles, i que autoritzen la comparació dels episodis que aquesta recerca té per objecte d'estudi. Patró que resumeix amb clarividència els mecanismes reals, encara que no sempre admesos, que operen en tota crisi del sistema.

De la mateixa manera, a la llum de les conclusions de J.K. Galbraith, la presumpció d'aquestes constants comunes no solament presenta una autoritat teòrica i sistemàtica, sinó que no deixa de tenir una gran importància pràctica, donat que, reconeixent-les, la persona o institució perspicaç queda, o hauria de quedar, advertida i lliure per no

[5] GALBRAITH, J.K. *Breve historia de la euforia financiera*. Barcelona: Edit. Ariel, 2008.

repetir-les. Aquestes atorguen, entre el drama de bogeria col·lectiva, la capacitat de reconèixer els símptomes recurrents i l'invariable final de cada episodi.

Les possibilitats, però, de captar l'advertència que proporciona el ressorgiment dels primers símptomes són escasses donat el poder esfereïdor de la eufòria financera.

És per això que abans de procedir a l'observació de cadascun d'aquests elements, caldria puntualitzar que el marc a l'empara del qual es succeeixen els factors que determinen un episodi de demència financera, el rerefons, el seu context últim, possiblement caldria recercar-lo no ja en les ciències econòmiques, polítiques ni socials, sinó en la pròpia natura i condició humana. Bé podria sintetitzar-se, com el propi Galbraith cita en la seva obra, com: "La captivació d'individus i institucions per a la meravellosa satisfacció d'acréixer la riquesa"[6]. Alhora, la distorsió de la realitat produïda per l'eufòria sobre la massa social, exclou qualsevol consideració profunda en relació a la vertadera natura de les crisis. També, en aquesta línia, el cèlebre Isaac Newton es va referir a aquesta característica intrínseca de l'ésser humà, amb la següent sentència: "Puc mesurar els moviments dels cossos celestes, però no puc mesurar la bogeria humana" [7].

Sota aquesta premissa, disposem-nos a enumerar i exposar, doncs, els factors recurrents que planteja el model comparatiu esmentat:

3.1 Innovació financera i palanquejament conseqüent

En tots els episodis d'especulació financera hi ha sempre un element d'orgull davant el descobriment, aparent, d'un nou instrument financer o oportunitat d'inversió, nova i altament remuneradora. La convicció de que hi ha alguna cosa nova al món que hom ha descobert.

La veritable innovació, però, és qüestionable quan, després d'aplicar-hi l'irrefutable baròmetre de l'experiència, s'arriba a l'establiment d'una ferma però subtil regla: les operacions financeres no es presten a la innovació. El que reiteradament es descriu i es celebra com a tal, és, sense excepcions, una petita variant d'un esquema ja establert, amb la disfressa, si més no, d'una nova terminologia. Aquest procés és batejat,

---

[6] Op, cit, p.12.

[7] Op, cit, p.58.

encertadament, per J. K. Galbraith amb el nom de: "Aclamació recurrent de la reinvenció de la roda" [8].

Aquest aclamat redescobriment, sovint en una versió un tant més inestable, déu el seu caràcter distintiu, doncs, únicament a la fragilitat i curtedat de la memòria en matèria financera. La troballa de la novetat prospera sobre un excés de confiança que es torna en credulitat.

Vint anys és el temps que sol precisar-se perquè els fruits d'un desastre quedin esborrats i una nova variant de la demència torni a brotar captivant les ments financeres. Així, quan tornen a donar-se les mateixes circumstàncies, o unes de molt semblants, aquestes són saludades pel curtplacisme i la irrupció d'una nova generació amb força, ambició i ànim de lucre, impressionada pel seu propi ingeni innovador, i que seductorament és conduïda a l'error. Invariablement desestimant, una i altra vegada, les lliçons que ofereix la Història, acceptant el relatiu nou instrument com a fenomen de la innovació financera i econòmica.

La Història més aviat, doncs, queda relegada a la condició de refugi primitiu per aquells qui manquen de la visió necessària per apreciar les increïbles, però qüestionables, meravelles del present i del futur.

Com a qualsevol innovació en aquest camp, el nou instrument financer implica, d'una manera o d'una altra, la creació d'un deute garantit, en major o menor mesura, per uns béns tangibles, més limitats, però, que el deute generat. Aquest serà el meravellós i volàtil prodigi del palanquejament, present en tots i cadascun dels episodis d'eufòria financera. Amb cada nova invenció financera arribarà, doncs, una nova variant del mateix palanquejament.

El palanquejament, tècnicament, és la relació entre el capital propi i el crèdit invertit en una operació financera. En reduir el capital inicial que és necessari aportar, es produeix un augment de la rendibilitat obtinguda. L'increment del palanquejament també augmenta els riscos de l'operació, donat que provoca menor flexibilitat o major exposició a la insolvència, o incapacitat d'atendre els pagaments.

Un exemple il·lustratiu de les implicacions d'aquest palanquejament, a mode d'aclariment, l'apreciem en el moment en què els bancs descobriren la meravellosa

[8] Op. cit, p.32

possibilitat d'imprimir bitllets, per a ser entregats als deutors, en un volum que excedeix les reserves de moneda encunyada custodiada a les cambres cuirassades. Aquesta qüestió ha portat a J. K. Galbraith a sentenciar, en una de les seves cites més cèlebres, i d'una forma molt esclaridora, que: "El procés mitjançant el qual els bancs creen diners, és tan simple que la ment el rebutja"[9].

Els dipositants, per la seva banda, podien comptar en qualsevol moment amb la seva porció reservada de moneda, com és menester, sempre i quan, evidentment, no ho fessin tots al mateix temps. No semblava, doncs, que hi pogués haver límit per al deute que d'aquesta manera podia recolzar-se sobre un volum de moneda metàl·lica. Inevitablement, però, el límit es va posar de manifest quan un cúmul de notícies alarmants, i relatives a la quantitat de bitllets coberts, va despertar un sentiment de pànic en molts dipositants i d'ànsia per recuperar els diners. Tots a la vegada.

En efecte, doncs, tota crisi financera, i com sembla lògic endevinar, acabarà implicant un deute que, per un motiu o un altre, es tornarà perillosament desproporcionat respecte als mitjans de pagament subjacents.

De qualsevol de les maneres, però, amb la mencionada innovació financera, l'individu, individus o institució descobridora, a més a més de la rendibilitat econòmica derivada del palanquejament, com a mínim inicialment, gaudeix tanmateix de la prodigiosa consideració col·lectiva que el situa al capdavant del gruix social.

Aquesta situació és únicament sostenible a causa de l'enganyosa associació d'èxit, i, conseqüentment, diners, amb intel·ligència. La facilitat amb què l'individu atribueix la bona fortuna a la seva superior perspicàcia. Tanmateix, aquesta concepció es veu reforçada per la tendència de la massa social a l'atribució d'una aptitud mental excepcional a qui s'identifica com a ric, la qual, en un món on per a gairebé tothom resulta difícil l'adquisició de sumes importants de diners, considera la possessió de grans fortunes com un miracle, havent-lo d'associar a algun enginy especial. Si els diners són la mesura de tota realització del sistema de lliure empresa, com major sigui la consecució d'aquests major hauria de ser la intel·ligència de qui els poseeix.

Igualment, aquesta percepció es veu clarament recolzada per l'aire confiat i autosatisfet que acostuma a assumir l'individu opulent.

---

[9] Op. cit, p.33

Però l'experiència dicta que, en ocasions, aquesta associació personal i social no és més que un miratge. Existeix, doncs, la probabilitat que els individus directament relacionats amb grans quantitats de diners incorrin en una conducta altament autocomplaent que els faci proclius a l'error.

La possessió de diners, de la mateixa manera, pot ser conseqüència d'una nècia insensibilitat davant els imperatius legals, o d'una herència.

En qualsevol dels casos, un examen i una interrogació rigorosa serien essencials per a determinar la vertadera intel·ligència del subjecte, escrutini al qual el suposat geni financer no sol prestar-se.

Només en el món de les finances s'observa un designi tan eficaç per a encobrir el que, amb el pas del temps, es revelarà com un engany a un mateix i a tothom en general.

D'aquesta il·lusió, o creença infundada, derivarà, però, l'acció: acumulació d'actius, mobiliaris o immobiliaris, o de qualsevol mena. Tanmateix, el públic inversor quedarà fascinat per la ment financera i l'escala de les operacions i el volum dels diners en joc, darrere el qual els recursos mentals no poden, o aquesta és la creença general, ser inferiors.

L'episodi especulatiu està servit.

3.2 Especulació financera

A causa de l'etapa anterior, i tenint en compte les seves implicacions financeres, econòmiques, socials i humanes, les característiques resulten manifestament clares i lògiques. L'artefacte o instrument nou, o els actius que es deriven de la seva adquisició o utilització, capten el pensament financer, o el que passa per tal, fent que el preu de l'objecte d'especulació, conseqüentment, augmenti.

Aquest augment captiva perillosament la creença de la pròpia intel·ligència en assumptes financers d'aquests qui celebren tan remuneradora troballa. L'esmentat increment de preu, juntament amb les perspectives, sovint imaginades i no pas fruit d'un examen serè de la realitat, atrau l'atenció del públic, i a nous compradors, els quals determinen una nova alça.

S'incrementa, llavors, el nombre d'atrets que també compraran, confirmant, d'aquesta manera, les expectatives, i perduraran la pujada, que s'incrementarà exponencialment.

El procés continua, i l'optimisme generat per l'efecte que té sobre el mercat està a l'ordre del dia.

Així, doncs, l'especulació es construeix a si mateixa i es proporciona el seu propi impuls. Progressivament, es desencadena l'anomenat i per tots conegut "Efecte bola de neu".

El moviment alcista, confirma el sentiment d'agudesa personal i col·lectiva. Els participants, en la seva majoria, consideren i tenen la profunda convicció, que alguna circumstància de la nova i constant pujada dels preus està controlada, i assumeixen l'ascendència de la trajectòria del mercat de forma, incomprensiblement, infinita.

Es podria dir que l'augment persistent i grandiós de valors i rendiments és resultat de l'ajustament a una nova situació, un nou ordre econòmic i financer en el qual els cicles han estat abolits, domats a la mercè de les ments financeres, i les perspectives expansionistes s'estenen ni més ni menys que cap a l'infinit, sense tenir un límit aparent.

Es pot apreciar, però, un altre sentiment, sensiblement més minoritari, superficialment més astut, que encarnen aquells qui perceben o creuen percebre la disposició, l'ànim i la realitat del moment. Estan convençuts que el seu geni els permetrà, tot i sotmetre's a l'afany especulatiu en recerca de la suculència del màxim benefici, participar i retirar-se abans de que l'episodi especulatiu hagi completat el seu cicle, obtenint el major rendiment mentre aquest persisteixi, i apartant-se abans de la caiguda que haurà de produir-se.

Perquè la caiguda inevitable, caminant en el temps, més d'hora o més tard, és inherent a aquesta situació. De la mateixa manera ho és la impossibilitat de què aquesta es dugui a terme de manera gradual, o de l'oportunitat de procedir amb cautela.

És per aquest motiu la raó per la qual les dues tipologies de partícips de l'episodi especulador estan condemnats a efectuar sobtats i inútils esforços per escapar.

Aquest procés és, inalterablement, constant a tots i cadascun dels episodis especulatius, i un cop reconegut sembla resultar molt evident i raonablement lògic, sobretot després dels fets.

És precís considerar que l'estalvi dels agents econòmics ha de ser important per tal de poder observar un episodi especulatiu de dimensions significatives. Si bé l'especulació pot descansar sobre fons prestats, necessita parcialment tanmateix el sosteniment d'aquells qui hi participen. Si l'estalvi augmenta o és considerable, el public concedirà a la quantitat acumulada un valor marginal menor. D'aquesta manera, l'individu o institució estarà disposada a arriscar una porció a canvi de la perspectiva d'un benefici apreciablement superior.

Per aquest motiu, l'especulació té més possibilitats d'aparèixer després d'un període de prosperitat que durant les primeres frases de recuperació d'una època de depressió.

La Història presenta multitud d'exemples dels episodis que ens ocupen, acabant tots de la mateixa manera: amb la conclusió d'un cicle amb final fatídic, que es repeteix una vegada i una altra, degut a la incomprensible psicologia de masses i la pressió de la multitud. Solament una minoria, essent l'excepció de la regla, no sucumbirà al poderós interès personal que nodreix la creença eufòrica, i a la pressió de la opinió financera generalitzada, i a totes llums superior, que es basa precisament en aquesta creença.

El conjunt d'aquests comportaments no fan res més que provar els apunts de l'alemany Friedrich Schiller, qui sentenciava que la multitud converteix l'individu del raonable bon sentit a l'estupidesa, contra la qual, fins els propis déus lluiten en va[10].

3.3 Enfonsament

L'enfonsament ve precedit d'un detonant. Tant se val si és gran o petit. Realment, tot i ser objecte de debat etern, el desencadenant té una importància relativa perquè, com s'ha esmentat anteriorment, l'enfonsament brusc i irremeiable és inherent al procés especulatiu, i es dóna d'una manera o una altra, sigui quin sigui el detonant de "l'hecatombe" financera en qüestió.

---

[10] SCHILLER, F. *La doncella de Orleans.* Weimar: 1801.

La Història, com no podia ser d'una altra manera, ens torna a oferir múltiples exemples de detonants que han precedit al col·lapse financer, prenent formes diverses. Tant han servit de desencadenant desastres d'índole natural, com rumors varis, infundats o amb fonament, passant per dèficits pressupostaris. Tots ells, però, sense importar la seva mena, acompleixen una funció comú i concreta: suposen l'inici irrefrenable de "l'efecte dòmino".

Es reverteix, doncs, i d'una manera igual de sobtada, el procés especulador, i els partícips, motivats, o més aviat atemorits pel detonant, decideixen desfer-se dels seus actius i tracten de vendre desesperadament. Aquells qui creien estar a la cresta de l'onada decideixen que és bon moment per a retirar-se, i, per altra banda, aquells qui creien que el moviment alcista havia de ser indefinit veuen les seves il·lusions bruscament defraudades.

De qualsevol de les maneres, tots els agents involucrats responen a la realitat recentment revelada venent, o tractant de vendre, en un intent desesperat de fugir inútilment infructuós, situació que, com és lògic, produeix el col·lapse absolut, i el desplomament dels preus dels actius. D'aquesta manera es confirma la regla, recurrentment recolzada en l'experiència de segles, de què l'episodi d'especulació mai acaba amb una tímida lamentació i sí sempre a amb un xoc virulent. Aquesta col·lisió, a més a més, repetidament ha acabat traslladant-se del món de les finances a l'economia real, provocant recessions i depressions econòmiques, amb les conseqüències socials que aquestes impliquen.

Lamentablement, hi ha hagut i hi haurà ocasió de ratificar aquesta regla, tantes vegades repetida.

El cicle conclou, doncs, rotundament, tal i com sentencia el propi Galbraith, amb la següent afirmació: "El geni financer precedeix a la caiguda"[11].

Invariablement, aquest és un temps d'angoixa i de recriminacions. També és un moment d'autoexàmen, tan profund com escassament perspicaç. La ira es dirigeix cap als individus que anteriorment van ser més admirats per la seva audàcia i agudesa en assumptes financers. Alguns d'ells, havent estat convençuts d'estar per sobre de la ortodòxia, tan limitadora, hauran transgredit la llei, i la seva caiguda i el seu just empresonament es veuran ara amb justa satisfacció. Es dirigirà una condemna pública,

[11] Op. cit, p.31.

doncs, als especuladors inicials i més desaprensius, però no pas als participants més recents, primer encantats i posteriorment desencantats. Els implicats es resisteixen a reconèixer la seva pròpia ingenuïtat, la seva pròpia estupidesa i la seva part de culpa. Mentre les davallades poden atribuir-se als excessos de persones determinades o grups ben identificats, la bona fama dels qui els han secundat queda impune.

Tampoc faltarà un detingut escrutini dels instruments i pràctiques financeres que fins aleshores tant s'havien defensat i apreciat, i que havien facilitat i sostingut l'especulació. Sens dubte es parlarà de reglaments i reformes, normes i tractats, però el que no es posa en tela de judici és l'especulació en si mateixa ni l'aberrant i absurd optimisme subjacent.

Aquests dos elements constituiran el boc expiatori, i possibilitaran que, al dia següent de l'especulació, la realitat segui ignorada gairebé per complet.

Aquest fet és motivat perquè, per un cantó, l'episodi ha vist molts individus i institucions compromeses, cosa que manifesta el dilema que suposa atribuir el daltabaix, l'error, l'excés i la credulitat a un col·lectiu o a la comunitat financera en el seu conjunt, envers la més que acceptable facilitat d'adjudicació de la culpa a un grup concret de persones o a una o algunes empreses específiques.

Queda de manifest, doncs, la vasta extensió de la necedat, o, dit eufemísticament, ingenuïtat, al llarg de la comunitat financera. Aquesta afirmació, però, és regularment descartada per la seva postura contradictòria respecte al supòsit que ha d'associar, necessàriament, els diners amb la intel·ligència.

Per l'altra banda, cal comprendre, i és de vital importància, que el desencadenant de la davallada financera no és, en cap de les circumstàncies, la causa o origen d'aquesta. Aquest element és la simple defraudació de les expectatives, però no té importància en si mateix. Dit d'una altra manera, sovint, l'espurna que activa el mecanisme devastador de l'explosió financera és, simplement, l'esgotament de l'afluència de compradors intel·lectualment vulnerables.

Conseqüentment, la realitat és que l'ànim i la mania especuladora estan, dogmàticament, exempts de tota condemna.

Segons les actituds i doctrines capitalistes, doncs, el daltabaix financer és producte i reflex neutre i precís de les influències externes, no pas fruit d'una dinàmica d'error que li és pròpia. La perfecció radical i sacrosanta del mercat, doncs, no contempla que els episodis especulatius, amb els seus creixements que generen alhora creixement, siguin una característica intrínseca del mercat. Com ho és també l'enfonsament amb què aquest fenomen culmina.

Aquest és un raonament, dogmàticament i teòrica, inacceptable, i és per aquest motiu pel qual deriva la necessitat de trobar alguna causa de l'enfonsament, però allunyada, externa a la pròpia idiosincràsia del mercat. Segons la creença general, en absència d'aquestes externalitats, com resulta més fàcil convenir, el mercat hagués mantingut la tendència alcista, o hagués experimentat un descens suau sense causar perjudicis. D'aquesta manera, el mercat pot mantenir-se lliure de culpa respecte un error inherent i ineludible.

A la llum del model que ens ocupa, res sembla haver-hi, doncs, en la vida econòmica, altra cosa més voluntàriament mal compresa que els episodis d'especulació financera.

Les preguntes més rellevants acostumen a ser les menys qüestionades. Per aquest motiu, aquesta recerca es proposa preguntar-se què realment provoca l'enfonsament, i qui ostenta la culpa i hauria de ser castigat, mitjançant l'aplicació d'aquest model comparatiu als dos episodis que són objecte d'aquest estudi.

Mereix un esment especial, per altra banda, i aquest és un argument que haurà de prendre més força, si cap, en les aplicacions exemplificadores del model a casos reals, la diligència amb la qual aquest patró de factors s'acompleix punt per punt en cadascun dels episodis. Aquest fet hauria de semblar evident en els successos esdevinguts abans de la publicació de la obra, donada l'anàlisi a la qual han o haurien d'haver estat sotmesos. Però el que realment concedeix una autoritat gairebé absoluta a aquest model, a l'obra la qual el conté, i a l'autor d'aquesta, és l'exacta descripció que es recull dels episodis succeïts de manera posterior a la primera edició original de *A short History of Financial Euphoria*, l'any 1994. Més encara, el més sorprenent, és la puntualitat i el rigor amb el qual transcorren els factors que determinen una crisi financera de caire especulatiu, ja no quinze anys més tard de la primera impressió de l'obra, sinó, fins i tot, un any després de la mort del propi autor.

Així doncs, podríem afirmar i acceptar que J.K. Galbraith deixa un llegat, i els fets recents així ho confirmen, que presenta connotacions d'un caire gairebé profètic, i que conviden a una doble i contundent lectura final. Certament, el seu model és tan recurrent com precís, així mateix com, i són determinants respecte a aquest fet els disset anys que duu al mercat l'obra que ens ocupa, l'afirmació de la curtedat de la memòria financera que sembla presentar-se com a absolutament verídica i es confirma una vegada més.

4. Crisi *sub-prime*

Per poder procedir a l'aplicació del model d'anàlisi presentat amb anterioritat a la crisi de les hipoteques *sub-prime,* i per tal de poder copsar-la en tota la seva dimensió, és important tenir present els antecedents, tant històrics com econòmics.

El punt de partida es podria establir tan lluny en la Història com hom volgués determinar i cercar-hi relació. Aquesta recerca, però, degut a les seves limitacions, procedirà a exposar solament els antecedents més immediats, aquells les conseqüències dels quals exerciran una influència directa i tangible sobre l'esdeveniment que ens ocupa.

Alhora, és aclaridor considerar que, el motiu pel qual totes les exposicions es centren en els esdeveniments succeïts als Estats Units és perquè ha estat precisament aquesta la localització de l'epicentre d'una crisi que s'ha estès ràpidament cap a la resta de les economies, adquirint una dimensió i un abast mundial, tal i com es treactarà d'esbrinar tot seguit.

La crisi *sub-prime*, o, en altres paraules, els seus fonaments, en retrospectiva deriven o són motivats i influenciats, en part, per un daltabaix precedent a càrrec d'un altre episodi d'especulació financera: el *.com burst*.

El terme de *.com burst* -explosió de les puntcom- s'utilitza per denominar l'ensorrada culminant que posà fi a l'anomenada bombolla d'Internet de finals del segle XX i principis del segle XXI. Aquesta havia significat, durant algun temps, l'augment incessant del preu dels valors de les noves companyies tecnològiques -amb Yahoo i Amazon com a màxims exponents als Estats Units, i Terra, a l'Estat espanyol- que havien d'erigir-se com a l'autèntica revolució empresarial amb elevadíssimes expectatives de negoci basades en projeccions molt optimistes del volum d'usuaris que havien de ser captats. Les societats d'aquest incipient sector, a més a més, prometien, o semblaven haver de prometre, uns elevats marges de benefici derivats de la substancial reducció de costos que suposaven les operacions a través de la xarxa, i els fluxos d'informació que aquesta comportava, multiplicant l'eficiència exponencialment. Tots aquests elements innovadors plantejaven, doncs, tota una re-concepció del comerç i de l'empresa.

D'aquesta manera, l'esperit especulatiu no va trigar a aflorar a l'entorn de les empreses d'Internet al llarg de la dècada dels 90, essent molta la quantitat invertida en l'adquisició dels seus valors, i moltes les empreses que van decidir introduir-se al mercat, sovint en busca d'uns beneficis ràpids, animats pel recolzament inversor amb el qual semblaven contar les empreses que apostaven per la xarxa.

Entre l'any 2000 i 2001, però, i amb el problemàtic canvi de segle i de mil·lenni, l'absència d'un pla de negoci ben definit amb objectius concrets, i la desconfiança dels clients, van produir una progressiva i irrefrenable davallada del preu dels valors borsaris, sumint l'economia, sobretot la nord-americana, en un període de crisi. L'especulació va donar lloc, doncs, novament i recurrent, a la caiguda.

Aquest revés econòmic, tanmateix, es va veure agreujat pel terrabastall que suposaren els atemptats perpetrats l'onze de setembre de 2001 contra les torres bessones de Nova York, el cor financer dels Estats Units. El cop moral no va fer més que deteriorar una economia que trontollava, endinsant-se, més encara si cap, en l'envolvent espiral negativa.

En aquest context, la Reserva Federal dels Estats Units (FED), dirigida pel senyor Alan Greenspan, es va veure obligada a prendre mesures per a restablir l'equilibri econòmic. Es van promoure, doncs, accions de control de l'oferta monetària, reduint, dràsticament, el tipus d'interès mitjançant la inserció d'ingents quantitats de líquid al sistema. Els tipus, com a conseqüència, van descendir des d'un 6,5% l'any 2000 -immediatament abans de l'esclat de la bombolla tecnològica- fins a un 1,75% l'any 2002. Aquesta reducció taxativa del 4,75% del preu dels diners, en un període inferior a dos anys, impulsada pel Banc Central nord-americà, era una mesura que pretenia fomentar el grau d'endeutament dels agents econòmics del país i suposar un incentiu per expandir el crèdit, per tal de restablir l'acció de l'engranatge econòmic que hauria de revertir la conjuntura negativa, i reconduir el PIB a la senda del creixement i prosperitat. I, durant un període de temps, va aconseguir el seu propòsit, assolint un perllongat estadi de bonança econòmica. Consolidant-se així una època de gran expansió.

Com a conseqüència de l'important abaratiment dels diners que va haver-se d'impulsar per pal·liar la situació, però, es van promoure també una sèrie de factors que es determinaran com a claus, posteriorment, en l'engendrament del que avui coneixem com a crisi de les hipoteques *sub-prime*.

Per un cantó, l'esmentat ínfim tipus d'interès suposà una reducció de negoci pels bancs i per les entitats creditícies que, lògicament, veien reduït el seu marge de benefici. Així doncs, aquesta situació va desencadenar, per la seva part, l'adopció de mesures combatives per tal de mantenir maximitzant els beneficis. La solució, es va determinar, havia de ser la compensació del baix marge amb l'augment de les operacions, i la concessió de préstecs més arriscats, pels quals es podria augmentar el marge d'interès, degut a la seva natura.

Per entendre aquesta segona mesura, que acabaria convertint-se en tota una troballa financera, cal tenir present la translació de capitals que s'havia produït en l'economia americana, a partir del *.com burst,* cap al sector immobiliari. Aquest havia estat un sector tradicionalment conservador, i que havia mantingut una llarga costum d'estabilitat, i va acollir de bon grat el creixent dipòsit de capitals, suposant el refugi de molts inversors escarmentats pel daltabaix de les noves tecnologies, i que pretenien posar a un lloc segur els seus estalvis encoratjats per les facilitats que propinava el baix tipus d'interès. Aquesta afluència de capital, com sembla dictar el sentit comú, no va trigar a disparar els preus de l'habitatge, i així mateix ho confirma l'anàlisi gràfica del preu de l'habitatge usat, als Estats Units, elaborat per l'economista Robert J. Shiller, professor de la Universitat de Yale, a la segona edició de la seva obra *Irrational exuberance*, i que es pot consultar en l'annex número **2** d'aquesta recerca. En déu anys, el preu de l'habitatge nord-americà hauria incrementat en un 100%.

L'aflorament de capitals, doncs, i l'augment desproporcionat dels preus, van posar magníficament de manifest les condicions d'un naixent nou episodi especulatiu.

Paral·lelament, doncs, i a causa d'aquest augment continuat dels preus del mercat immobiliari, les entitats de crèdit van poder emprar un dels hipotètics prodigis de la innovació financera: les hipoteques d'alt risc, hipoteques *sub-prime,* o altrament també anomenades, hipoteques escombraria. Aquestes, donada la situació conjuntural, presentaven una nova i peculiar versió del tradicional palanquejament, com el seu propi nom sembla indicar.

Abans, però, d'exposar el comportament i els efectes d'aquest palanquejament, és menester introduir, a mode d'aclariment, el concepte de d'hipoteca *sub-prime* de manera adequada. *Sub-prime* és un qualificatiu que s'aplica a una hipoteca per determinar l'alt risc d'impagament que comporta la seva concessió. És a dir,

contextualitzant, per a determinar la probabilitat de pagament d'una concessió hipotecària, s'estableix una escala gradual quantitativa que ascendeix des dels 300 als 850 punts. El tram que comprèn les hipoteques qualificades amb un valor entre els 620 i els 850 punts, s'anomena d'hipoteques *prime*, essent aquestes, gradualment, les que menys risc d'impagament comporten, i les més recomanables i saludables resulten a les entitats bancaries i creditícies. Són les que corresponen o són concedides, doncs, als deutors més solvents.

El tram que comprèn les hipoteques qualificades amb un valor entre 300 i 620 punts, però, és el de les hipoteques *sub-prime*, essent aquestes, gradualment, les hipoteques amb més risc d'impagament. Aquest tipus d'hipoteques corresponen o són concedides a persones que no arriben a l'estàndard creditici normal. En altres paraules, aquestes concessions hipotecàries són atorgades a famílies amb un alt grau d'insolvència i escasses garanties de pagament. Aquest perfil deutor ha estat recentment batejat amb l'acrònim de *Ninja* -no income, no job, no assets-, la traducció del qual de l'anglès descriu els individus o famílies sense ingressos fixes, sense ocupació fixa, i sense propietats.

Partint d'aquesta base, podem procedir a parar esment al grau de palanquejament, i de risc, a la llarga, que la prolífera concessió d'aquest tipus d'hipoteques representarà.

El procés operatiu, que va ser considerat com a un prodigi de la innovació, era el següent: els bancs o entitats creditícies, alhora de tractar d'augmentar el volum de vendes, concedien més hipoteques *sub-prime*, és a dir, a individus poc solvents, incrementant la quantitat a percebre en concepte d'interessos, ampliant d'aquesta manera el negoci i el benefici. Aquesta situació, mantinguda gràcies a l'eufòria especulativa, representava un risc certament moderat i controlable per les entitats bancàries, o això es creia en aquell moment, donat que en el cas que el deutor presentés dificultats per retornar el crèdit, en última instància, el banc sempre podia apropiar-se de l'habitatge que, a causa de l'augment continuat dels preus, en vendre's, retornaria no solament el préstec sinó que hi afegiria un benefici substancial. Generalment, i en qualsevol cas, la situació poques vegades caldria ésser conduïda fins a tal extrem, perquè, dins el context de bonança econòmica posterior a l'any 2001, el deutor insolvent sempre podia acabar trobant amb relativa facilitat i rapidesa una ocupació que el permetés poder tornar a fer front al deute creditici. El perill quedava, així, mitigat.

El palanquejament, doncs, torna a evidenciar-se com a recurrent i omnipresent, tal com afirma J. K. Galbraith al seu model, donat que els fonaments de tota la operació estan basats en el supòsit alcista del mercat immobiliari, l'augment del qual és producte, únicament, de la eufòria especulativa, i no pas causat per a cap circumstància real i tangible que pogués justificar tal increment del preu de l'habitatge. El *boom* estava essent creat per la pròpia concessió d'hipoteques a alt risc, la qual feia augmentar la demanada inflant en conseqüència els preus. L'error potencial sembla ja, en perspectiva, evident. La magnitud d'aquest palanquejament, però, lluny de tractar de controlar-se, encara hauria de créixer notòriament.

La situació es magnificava, més encara, quan algun d'aquests anteriorment esmentats *Ninja*, donada la circumstància que el preu del seu habitatge anava augmentat de forma periòdica i constant, en llaures d'incrementar el nivell de vida, sol·licitava una ampliació del préstec hipotecari per destinar-lo al consum. Amb aquest increment del crèdit, el deutor, cal recordar que potencialment insolvent, disposava de diners per poder renovar mobiliari, adquirir bens duradors com ara cotxes o equips informàtics, o incrementar l'oci podent costejar restaurants i vacances. Sovint, a més a més, la majoria d'aquesta despesa en consum, provinent de la quantitat extra de préstec derivat de la revaloració de l'habitatge, es finança, tanmateix, a terminis, amb la qual cosa cada cop, es va exposant progressivament a més agents econòmics al risc. En altres paraules, el valor del volum del deute va augmentant, cada vegada més, respecte al valor dels bens contra els quals està palanquejat, i així mateix ho fa doncs el risc.

En definitiva, i fins al moment, semblen quedar ben patents els fenòmens que hem acceptat com a constants dins de qualsevol episodi d'eufòria financera: es produeix una suposada i potencialment prodigiosa innovació financera, amb el determinat grau de palanquejament que aquesta comporta, paral·lela a la qual es desenvolupa l'eufòria especulativa pròpiament dita que li proporciona l'al·lè i el sustent, com a mínim durant un període de temps.

I, en efecte, aquesta situació es va mantenir durant un període relativament perllongat de temps, particularment des de l'any 2002 a l'any 2007. Els preus dels habitatges mantenien la seva tendència a l'alça, i els crèdits hipotecaris, tant els *prime* com els *sub-prime* s'anaven pagant regularment. Aquesta realitat va motivar que, necessàriament, el palanquejament, lluny de contraure's, es seguís expandint i el risc latent s'anés contagiant, a poc a poc, per tota l'economia.

La dimensió de caràcter mundial s'adquireix quan, degut a dificultats de liquiditat dels bancs nord-americans com a conseqüència de l'ampliació del volum de les operacions, i, en especial, a causa de la regulació de Basilea, els bancs es veuen obligats a prendre mesures.

La regulació de Basilea, a mode d'aclariment, o més pròpiament, els Acords de Basilea II, són un compendi de recomanacions sobre la legislació i la regulació bancària, i són emesos pel Comitè de Supervisió Bancària de Basilea. El propòsit de Basilea II, acord al qual s'arribà l'any 2004, i que fou acceptat per un centenar de països dins els quals s'inclouen els Estats Units, és la creació d'un estàndard internacional amb l'ànim de servir de referència als reguladors bancaris, amb l'objectiu d'establir els requeriments de capital necessaris per a assegurar la protecció de les entitats davant els riscos financers i operatius.

Així doncs, i d'acord a aquesta normativa, que en el seu Pilar I prohibeix que els crèdits concedits per un banc sobrepassin una determinada proporció del seu capital, és a dir, que el capital del banc no sigui inferior a un determinat percentatge del seu actiu, els bancs estatunidencs van emprar diversos recursos: per una banda, i aprofitant les virtuts de la globalització, la falta de liquiditat va ésser pal·liada amb la petició de préstecs a bancs estrangers, en virtut del mercat interbancari, la qual cosa soluciona la manca física de líquid disponible però no la restricció imposada. D'aquesta manera, però, això sí, el palanquejament, que és imprescindible recordar que està fonamentat en el supòsit de pagament de préstecs hipotecaris concedits a partir del preu d'un habitatge inflat pel fenomen especulatiu a uns individus potencialment susceptibles a declarar-se insolvents, es contagia tanmateix als sistemes financers forans.

Per l'altra, i pel que fa a la mitigació directe dels efectes d'aquestes normes de Basilea, sorgeix, altre cop, i com no podia ser de cap altra manera, la màgia de la innovació financera i els seus efectes. Aquesta vegada, el prodigi es presenta darrere la sofisticació del terme *Titulització*. Aquest procediment, però, no és més que un complex agrupament de crèdits hipotecaris, dins els quals s'inclouen indistintament hipoteques *prime* i hipoteques *sub-prime*, en paquets anomenats *MBS* -Mortgage Backed Securities-, la traducció del qual de les seves sigles en anglès és: Obligacions Garantides per Hipoteques. El motiu pel qual s'efectua aquest empaquetament, s'explica amb, a partir dels milers de crèdits hipotecaris que fins al moment eren individuals, la posada al mercat de productes en forma de paquet hipotecari que, en vendre's, hauran fet desaparèixer el crèdit netejant d'aquesta manera els balanços, i

transformar-se en diners que hauran de poder tornar a ésser prestats. Alhora, el fet d'agrupar deute d'alt risc amb deute de baix risc disminueix el risc del conjunt com a resultat del terme mitjà.

Respecte als compradors d'aquests paquets o *titulitzacions*, els bancs van crear uns fons d'inversió paral·lels, anomenats *Conduits* que no eren societats pròpiament, sinó fons o *Trusts*, als quals inexplicablement la regulació permetia no tenir la obligació de consolidar els seus balanços amb la entitat bancària matriu, i poder portar separadament la comptabilitat. Aquests tenien la potestat, doncs, de poder demanar préstecs per tal de comprar els paquets hipotecaris als propis bancs, fent-los així recuperar de nou el seu valor en diners, augmentant proporcionalment la quantitat de diners a la caixa, i disminuint, proporcionalment, la quantitat de crèdits concedits, amb la qual cosa la proporció entre el capital i els crèdits concedits millora, reduint màgicament la vulnerabilitat de la cartera creditícia, i el balanç de la entitat bancaria acompleix les citades normes de Basilea.

Els *Conduits*, per la seva banda, podien accedir a la compra de *MBS* a través del finançament que obtenien, per un cantó, mitjançant, com s'ha esmentat anteriorment, la sol·licitud de crèdits a altres entitats bancàries -fet que posa de manifest l'augment de la proporció del volum de diners que s'han generat en relació als bens contra els quals estan palanquejats-. Tanmateix, però, aquests *Trusts* bancaris paral·lels, podien rebre finançament per a les compres de deute, i obtenir benefici, mitjançant la contractació dels serveis de Bancs d'Inversió per tal de vendre aquests mateixos actius hipotecaris i posar-los com a garantia per tal de poder sol·licitar crèdits addicionals, palanquejant així més operacions financeres.

D'acord amb el nostre model, doncs, podem apreciar que el sentiment d'eufòria especulativa no es limita únicament al mercat immobiliari, sinó que, a causa d'aquest, es trasllada també a al mercat del deute generat per l'especulació en el propi mercat de l'habitatge.

Cal tenir present, però, que per poder efectuar aquestes transaccions de paquets crediticis, i per tal d'ésser financerament correctes, és necessària la intervenció i el recolzament de l'avaluació d'una tercera part implicada: les agències de *rating*.

Les agències de *rating* són companyies especialitzades la tasca de les quals és la qualificació creditícia, en funció de la solvència dels instruments financers. Aquestes,

segons la escala predeterminada, progressiva de major a menor qualitat, qualificaven gradualment els *MBS* de menor risc amb el distintiu AAA, AA, i A, els quals rebien el nom de *Investment Grade* o *Senior*. El deute de qualitat immediatament inferior rebia el qualificatiu de BBB, BB, i B, i era batejats amb el nom de *Mezzanine*. El deute de qualitat inferior, per la seva banda, rebia el nom de *Equity*.

Com és lògic, els paquets crediticis *Investment Grade* o *Senior*, degut a la seva distinció d'alta solvència, trobaven sense massa dificultats la demanda de, generalment, inversors conservadors, pels quals obtenien una rendibilitat moderada.

Per a poder posicionar la resta de productes al mercat, però, considerant el notori risc que aquests implicaven, es va procedir, novament, a la màgia i a la innovació financera. Els paquets o *MBS* de menor qualitat, es van tornar a *titularitzar*, organitzant-se o estructurant-se aquests en trams, els quals s'anomenaren *Tranches*. Els trams s'ordenaven de major a menor qualitat, prioritzant el pagament del tram de major qualitat. Aquesta priorització comportava, a efectes pràctics, que si el darrer tram no era cobert pel total del volum de deute, tècnicament, si s'incorria en *default*, els diners els quals recolzaven els dos primers trams es destinaven a mitigar el tercer, amb la qual cosa el producte podia ser requalificat amb el distintiu AAA. A aquest nou producte creditici, i prodigi de la màgia financera, se'l va batejar amb el nom de *CDO* -Collateralized Debt Obligations-, la traducció del qual de les seves sigles en anglès és: Obligacions de Deute Col·lateralitzat.

Cal tenir present, però, que tot i rebre una qualificació de AAA per part de les agències de *rating*, els segments els quals estructuren els *CDO* són conformats per crèdits hipotecaris de risc, en el més benigne dels trams, i de molt alt risc en el pitjor, per tant, el conjunt del producte, en realitat, presentava una gran exposició a potencial insolvència.

De qualsevol de les maneres, però, els Bancs D'Inversió, un cop requalificats, en possessió d'aquests productes nominalment solvents avalats per les agències més prestigioses, podien procedir a traspassar els *CDO* a gestors de Fons, Societats de Capital Risc, Societats patrimonials familiars, etc. En definitiva, a inversors més agressius els quals pretenien obtenir rendibilitats més elevades, sovint motivats per *bonus* salarials anuals en funció de la rendibilitat obtinguda durant el període. Alhora, per a facilitar les operacions de transacció, es contractaven assegurances, que

suposaven continuar palanquejant més operacions sobre una base tangible que cada cop era més ínfima en proporció al deute que sostenia.

Fins a aquest punt, l'efecte bola de neu que s'ha anat produint amb cada operació, tot i la seva sofisticació, o precisament a causa d'aquesta, ha esdevingut un allau de proporcions inversemblants, recolzada, és imprescindible recordar, sobre dos pilars fonamentals, que parteixen de les següents hipòtesis: el pagament de les hipoteques de les famílies *sub-prime,* que són la garantia darrera, i el supòsit que el *boom* immobiliari estatunidenc no s'aturaria mai, augmentant constantment el preu dels bens immobles. La inestabilitat, un cop s'analitza el conjunt de la situació, s'aprecia com a extrema; una mínima disfunció, per petita que sigui, podria originar una espiral de destrucció incontrolable. El sentit comú dicta que la tessitura de les circumstàncies no podia durar indefinidament.

La successió d'esdeveniments no fan més que autoritzar i constatar el compliment del model el qual aquesta recerca té per hipòtesis demostrar. No hi pot haver episodi d'eufòria financera sense un enfonsament, i aquest no pot ser periòdic ni paulatí; la caiguda es produeix, i no pot ser de cap altra manera, de forma sobtada i irrefrenable.

Així és, doncs, en el cas que ens ocupa. La situació conjuntural havia estat positiva durant un període de temps determinat, i el creixement del preu de l'habitatge havia sostingut fermament l'ingent volum de risc que sobre ell s'havia dipositat. Però, sense que hi intervingués cap factor per poder justificar cap explicació raonable, a principis de l'any 2007 la tendència alcista del mercat immobiliari es va aturar, i els preus van començar a descendir. Segurament aquest va estar motivat pe progressiu augment, a partir de l'any 2004, dels tipus d'interès per part de la FED, que impulsà a fi de controlar l'economia. O, potser, tal com afirma el propi Galbraith, no calgui buscar-hi una explicació fora del mateix episodi especulatiu i simplement el motiu radiqui en l'esgotament de la afluència de compradors intel·lectualment vulnerables. Sigui com sigui, el resultat desencadenant no va ser cap altre que l'esperat: l'epidèmia financera.

Com a resultant de la caiguda del preu del mercat immobiliari es produirà el fenomen que desencadenarà l'esfondrament anunciat: arribats a cert punt, les famílies *sub-prime* s'adonen que estan pagant una hipoteca per un valor superior al del seu habitatge, i, simplement, no volen o no poden seguir pagant-la durant més temps. L'efecte nociu, com es pot apreciar, és doble: primerament, aquest augment de propietats embargades pels bancs va suposar una major afluència d'habitatge a la venda al mercat immobiliari

nord-americà, la qual cosa va suposar la confirmació de la espiral de preu depressiva. De la mateixa manera, ningú no volia ja comprar *MBS* ni *CDO*, i els qui els tenien no els podien vendre. Aquest augment de la morositat, doncs, va provocar que tots els actius garantits per aquestes hipoteques començaren a perdre el seu valor i a ser catalogats de 'tòxics'. El problema, és que aquests actius havien estat *titularitzat*s tantes vegades que era impossible calcular quants de tòxics n'hi havia, ni qui els tenia.

S'instal·là, així, una crisi de credibilitat que condueix als bancs a haver de recórrer al mercat interbancari per sufragar pèrdues, però, amb l'inconvenient, que la desconfiança respecte la netedat dels balanços bancaris en relació a la seva exposició als actius tòxics va crear una desconfiança que va ocasionar que les entitats bancàries deixessin de prestar-se diners les unes ales altres, o ho fessin a un preu molt elevat.

En conseqüència, es va produir la temuda crisi de liquiditat, o el que també s'anomena *credit crucnh*. Per un cantó, les entitats bancàries, a causa de la desconfiança, no es prestaven diners entre elles, la qual cosa va disparar els tipus d'interès bancaris (com ara l'Euríbor), i amb aquests els pagaments mensuals de milions de famílies que van deixar de poder pagar les seves hipoteques. La morositat, doncs, com a resultat, va augmentar no ja solament entre les famílies *sub-prime* sinó també entre tota la resta. Per l'altre, de la mateixa manera, no es concedien crèdits ni hipoteques per la qual cosa es va frenar, més encara, la demanda d'habitatge la qual va provocar que els preus continuessin disminuint, i la caiguda del preu de les accions borsàries de les empreses constructores. Les empreses menys solvents eren tanmateix negades a accedir a línies de crèdit motiu pel qual moltes van haver de cessar la seva activitat acomiadant a tots els seus treballadors.

Per altra banda, totes les asseguradores de les operacions financeres van haver de desemborsar tot allò que havien assegurat, però al no tenir diners per cobrir el volum de pèrdues, moltes van fer fallida.

Els bancs d'Inversió, per la seva banda, donat que havien usat els bons crediticis que ara eren tòxics com a garantia financera, esperonats pels acords de Basilea, estaven obligats a, quan el valor d'aquestes garanties financeres disminuís, desfer-se d'altres actius i utilitzar els diners per reposar la garantia perduda. El problema és que, lògicament, en aquest moment ningú volia comprar aquells actius. Però com de qualsevol de les maneres estaven obligats a fer-ho, van vendre, però a un preu irrisori el qual va multiplicar les pèrdues. Aquest augment de pèrdues va suposar una

reducció de la cotització dels seus actius, la qual cosa va obligar a aquestes institucions a haver de vendre més, i això, evidentment, seguí multiplicant les pèrdues en no haver compradors a preu raonable. Així va esdevenir successivament, creant una espiral negativa de pèrdues i caigudes de cotització que que va a conduir molts a la fallida.

El 9 d'agost de 2007, es produí una intervenció extraordinària del Banc Central Europeu i la Reserva Federal Americana per injectar 250.000 milions de dòlars amb la fi de garantir la liquiditat del sistema, i rescatar la firma asseguradora Bear Stearns. Aquesta intervenció no va tenir solament un impacte econòmic i monetari, sinó també un de psicològic, posant de manifest, d'alguna manera, l'abast de la crisi i dispersant el pànic per tots els sectors financers.

D'alguna manera, aquesta actuació era la inauguració pública i oficial d'una crisi els efectes de la qual havien estat fargant-se durant molt de temps.

A partir d'ençà, les intervencions estatals i dels Bancs Centrals s'han repetit en diverses ocasions en pro d'injectar liquiditat al sistema i rescatar institucions per tal de no accentuar una imminent depressió econòmica mundial producte del 'tsunami' financer.

Com a darrer apartat del nostre model, cal parar esment, doncs, a quines han estat les reaccions a tenor dels esdeveniments.

Com J. K. Galbraith postula en la seva obra, un cop materialitzades les condicions econòmiques adverses, sí s'ha produït un procés de reflexió, que ha esdevingut un sentiment de rebuig públic i col·lectiu. Però, quin ha estat el grau de profunditat? Com es profetitza a *Breve historia de la euforia financiera*, les conseqüències de la especulació financera han suposat una crida encarida a la regulació i a la intervenció estatal, tant com han comportat una condemna ferma i contundent tan als instruments financers com als màxims o principals especuladors, que han deixat de ser considerats ments prodigioses per a ser públicament i oficial considerats infames. Paradigmàtic és el cas del novaiorquès Bernard Madoff, fins a l'actualitat considerat una de les ments financeres més prodigioses de Wall Street -fomentat per l'esmentada en el model errònia associació entre diners i intel·ligència-, que ha ocupat durant els darrers temps les primeres planes de gran part dels diaris nacionals i internacionals.

La pregunta és doncs, quina és la condemna que ha rebut l'episodi d'eufòria financera en si mateix? El model de referència d'aquesta recerca, que fins a aquest punt sembla haver descrit amb rigorosa exactitud els esdeveniments, postula que aquesta consideració és mínima. Si en efecte acceptem aquesta afirmació com a certa, tant com així ho fem amb la sentència que advoca per la curtedat de la memòria en assumptes financers, podríem considerar l'afirmació de què la Història està en risc de reiterar-se, i que l'error és susceptible de ser repetit.

Pel que fa a les conseqüències, aquesta recerca no es capaç de predir ni donar resposta a quin pot ser l'abast de la depressió econòmica produïda per la crisi *sub-prime.* De qualsevol de les maneres, l'opinió dels experts, la realitat econòmica actual i el sentiment generalitzat, no donen peu a l'optimisme a curt termini.

5. El *Crack* de 1929

De la mateixa manera que en el cas de la crisi *sub-prime,* és essencial tenir en consideració els antecedents històrics i econòmics que van precedir al *crack* de 1929, per tal de complementar l'estudi de l'episodi d'eufòria financera amb el context adient i les seves implicacions.

El punt de partida més immediat sembla haver de situar-se a la fi de la I Guerra Mundial. A diferència d'Europa, els Estats Units havien sortit de la contesa reforçats, posicionant-se com a primera potència mundial. No només s'havien erigit com a nació vencedora del conflicte, sinó que, a més a més, havien patit a nivell nacional i territorial les mínimes conseqüències.

En termes econòmics, havien passat de ser deutors a ser creditors, s'havien fet amb nous mercats nacionals i internacionals, en detriment dels productors europeus i havien establert una balança de pagaments favorable.

A causa de la diversitat de mercats en els quals operava i la demanda industrial que generava una Europa en reconstrucció, el creixement de la població i el ràpid desenvolupament tecnològic -amb el naixent sector automobilístic al capdavant-, semblava haver-se assolit el camí cap a la prosperitat perpètua. El motor econòmic emprenia el funcionament a ple rendiment.

Tot i que, certament, els crítics socials van parar esment en el desigual repartiment d'aquesta prosperitat, el sentiment generalitzat va desaprovar aquesta apreciació. L'opinió pública responia a la creença que una nova era econòmica i social havia nascut -"*The american way of life*"-, i tots aquells qui la criticaven no compartien el "*Somni americà"*.

Aquesta etapa expansionista, en general, però, experimentà mínimes fluctuacions durant gairebé una dècada, la qual ha rebut el nom de "*Els feliços anys vint*" .

Arran d'aquesta fase d'absolut creixement, no és fàcil imaginar-se un entorn més adequat i favorable per a la proliferació del sentiment d'eufòria col·lectiva, d'optimisme desmesurat i de l'esperit especulatiu.

Les primeres manifestacions, però, no van aparèixer a Wall Street sinó a Florida, a mitjans de dècada. L'excedent econòmic i l'optimisme de les previsions van provocar un gran interès pel benigne clima de la zona sud del país, més accessible que mai a causa del desenvolupament de les xarxes de transport. En contrast amb el de Nova York, Chicago, Bòston o Washington, l'ambient climatològic suau i temperat d'aquella zona va generar una indubtable atracció, que fomentà que no triguessin a conjugar-se els trets més essencials d'un autèntic *boom* immobiliari. A l'hora de la veritat, però, la majoria dels terrenys edificables dividits en parcel·les eren zones pantanoses pràcticament inhabitables.

Tot i això, com no podia ser de cap altra manera, a més a més dels efectes de la il·lusió col·lectiva i general, la bombolla va ser motivada, tanmateix, per la innovació financera associada i el palanquejament subseqüent. La novetat de l'època es presentava en la necessitat de solament abonar, en concepte d'entrada en efectiu, el 10% del valor del terreny desitjat. D'aquesta manera, cada onada de compres es justificava a si mateixa i estimulava la següent. Molts inversors, lluny ja de la idea inicial, no consideraven la residència en tals terrenys impracticables, però assumien un deute que acabava resultant ínfim en una zona que havia de convertir-se en una península poblada per la flor i nata de la societat -res més lluny de la realitat-, i que es revaloritzava cada setmana.

La venda d'aquests terrenys, i les vendes posteriors a canvi de dos o tres vegades el preu original, no van tenir només influència a Florida, sinó que es van estendre a altres parts de la geografia nord-americana. A causa de l'afluència massiva de capitals al mercat immobiliari, moltes de les companyies constructores o parcel·làries es van introduir al mercat borsari, inscrivint-se a la borsa de Nova York per alliberar els seus valors. L'afany especulador es traslladà, d'aquesta manera, a l'illa de Manhattan.

La participació i els preus de les accions de Wall Street s'havien vist incrementats, de forma progressiva, des de l'inici de la dècada. Els beneficis de les societats eren quantiosos i creixents, i les perspectives es presentaven com a favorables. Un preu inicial raonablement baix donava lloc a un rèdit atractiu.

Tanmateix, un nou avenç de l'enginyeria financera es va alçar com a factor determinant en l'augment de la participació borsària novaiorquesa. El palanquejament, com no podia ser de cap altra manera, estava magníficament servit, i comptava amb les meravelloses novetats de l'època. En la seva forma més comú, permetia

l'adquisició de valors ordinaris mitjançant l'aportació inicial, per part de l'aspirant a tenidor, de no més del 10% del preu en concepte de dipòsit. La resta del valor es constituïa en forma de deute aportat pel creditor a un preu que oscil·lava entre el 7% i el 15%.

No hi ha dubtes de què no era una adquisició barata. De qualsevol de les maneres, l'assumpció de l'esmentat deute, amb l'afegit dels interessos generats, semblava resultar una aposta segura a càrrec d'un risc menor, en un entorn on un augment del preu dels valors, que mostrava signes de semblar indefinit, no únicament reposava la inversió, sinó que a més a més proporcionava guanys substanciosos a pesar dels interessos.

Cal tenir en consideració la veritable importància d'aquesta suposada innovació financera. La possibilitat de compra d'accions a crèdit va tenir una incidència directa pel que fa a la facilitat de participació borsària de les classes populars i de la incipient classe mitjana estatunidenca, sorgida del desenvolupament industrial. Aquestes, fent gala d'unes fermes aspiracions econòmiques pròpies de la conjuntura opulenta, van sucumbir plenament davant la impetuosament seductora retribució de les participacions, estenent la dèria inversora per a gairebé tots els estrats de la societat.

El desig del benefici ràpid i fàcil, doncs, va massificar els mercats mobiliaris, fent plenament identificables i manifestes les característiques de tot episodi especulatiu: els preus augmentaven per la convicció dels inversors en què aquests havien de créixer encara més, i aquesta convicció produïa l'augment.

D'aquesta manera es va generalitzar una època de demència especulativa on les finances van passar a ocupar el centre del pensament, tant de les ments financeres com de les neòfites. I així mateix ho relaten alguns testimonis directes de l'època, l'experiència dels quals s'ha volgut recollir breument en aquesta recerca, com a font primària i clarivident del sentiment d'alienació generalitzat, en l'annex número **3**.

Tanmateix, aquesta va ser una època de grans concentracions i fusions empresarials, i d'afluència de societats anònimes. Eren temps propicis per a atraure diners. Els inversors, sumits en l'eufòria generalitzada, oferien els seus capitals sense realitzar massa qüestions ni anàlisis detingudes respecte la viabilitat econòmica i les possibilitats reals dels valors que s'adquirien.

Durant el segon semestre de 1924, doncs, els preus dels títols experimentaren una pujada substancial. A finals de maig d'aquell any, l'índex de vint-i-cinc valors industrials, en dades del *New York Times*, era de 106 punts; en finalitzar l'any, el terme mig era de 134[12]. Aquesta alça es mantingué, i fins i tot s'incrementà, durant l'any 1925, assolint un guany de 50 punts i situant-se en els 181 absoluts el 31 de desembre, havent completat un any on només dos mesos no havien derivat resultats que assenyalessin guanys nets.

L'any 1926, però, es va apreciar una certa reculada. Els negocis van cedir lleugerament durant els primers mesos de l'any. L'explicació l'aporta l'inevitable col·lapse que va patir la bombolla dels béns immobles de Florida. L'afluència de nous compradors, precisa per a sostenir la tendència alcista, després dels intents i els esforços amb més o menys èxit perpetrats per part dels principals promotors, es va esgotar.

Com a cada episodi d'especulació financera, es van desencadenar una sèrie de factors a mode de detonant -en aquest cas la simple i pròpia manca de compradors vulnerables-, i es va precipitar la inútil carrera per abandonar. Aquesta abrupta i generalitzada voluntat de venda, un cop més, generà una espiral perniciosa que creixé exponencialment, fent descendir els preus de manera proporcional a la mesura en què s'incrementava l'ànsia de vendre.

Com no podia ser de cap altra manera, i autoritzant el model que aquesta recerca ocupa i pretén constatar, les explicacions que es van oferir a la davallada de preus i de compradors, no van tenir pas res a veure amb l'esperit especulatiu que havia regnat al voltant dels terrenys pantanosos de Florida, ni a la pròpia culminació d'aquest. Ben al contrari: l'explicació es cercà en els efectes particularment nocius de dos huracans provinents del mar Carib que colpejaren les costes estatunidenques la tardor d'aquell mateix any.

Els efectes que aquesta situació de defalliment, però, exercí sobre la borsa de Nova York van desaparèixer en un curt període de temps. Al cap i a la fi, el volum de l'especulació immobili+aria, a aquestes alçades, era irrisori en comparació a l'ingent participació en el mercat de valors, lloc on Amèrica i els seus ciutadans seguien tenint dipositada la fe de l'ascensió perpètua i la riquesa ràpida.

A finals d'any, doncs, els valors havien recuperat el nivell anterior a la caiguda.

---

[12] GALBRAITH, J.K. *El crash de 1929.* Barcelona: Edit. Ariel, 2007, p.22.

L'any 1927 els preus dels valors tornaren a disparar-se, i els beneficis es mantingueren ferms i estables durant tot el període.

L'especulació va arribar a un volum tal, que, a Wall Street, va anar apareixent la preocupació que una de les raons de l'augment del preu de les accions ordinàries es justifiqués a causa de la seva escassesa. Es parlava que alguns títols havien arribat a ser tan desitjables que corrien el risc de desaparèixer del mercat per no tornar-hi a cap preu. Aquesta situació semblava donar-se, tanmateix, en l'era de les finances, on la rèplica de l'oferta de valors susceptibles de ser venuts als Estats Units havia adquirit una dimensió sense parangó en tota la Història.

Amb motiu de pal·liar aquesta possible ansietat davant una hipotètica manca d'accions ordinàries, va emergir una de les causes instigadores de la magnificència del mecanisme especulatiu de finals de la dècada. Aquesta va ser la proliferació d'una nova concepció empresarial, establint-se com un dels prodigis financers més celebrats i reconeguts per l'enginyeria financera: les Companyies d'Inversió Mobiliària o *Trusts*.

Els *Trust* multiplicaven l'accés a les participacions, donat que no promovien noves empreses ni l'ampliació del capital de les companyies existents. La seva funció es limitava, simplement, a maniobrar de forma que el públic pogués adquirir participacions per mitjà seu. La seva virtut era, doncs, la separació del volum entre els valors corporatius i els actius realment existents. És a dir, a causa dels *Trust* d'inversió, una companyia disposava de més participacions borsàries de les que posseïa per si mateixa.

D'alguna manera, els *Trusts* no eren més que societats d'inversió les quals emetien accions ordinàries per tal de finançar altres accions ordinàries. Tanmateix, com que els *Trusts* venien més títols dels que compraven, l'expansió d'aquests va ser molt significant, com ho va ser, conseqüentment, el volum del rèdit obtingut.

D'aquesta forma, i tal com estableix el nostre model, els *Trusts* van descobrir i posar en pràctica una nova versió del reiterat palanquejament.

Paradigmàtic és, a mode d'aclariment, el cas del grup *United Founders Corporation.* La història d'aquest grup inversionista es remuntava a una iniciativa infructífera, l'any 1921. Posteriorment, però, el rescat mitjançant una injecció de capital de $500 va

permetre a la companyia demanar diners prestats i emetre valors per a finançar la inversió en altres valors. Aquesta, amb el temps, i partint de la base necessària del constant augment que els actius borsaris patiren durant aquell període, va adquirir unes dimensions valorades en $1.000 milions.

Amb el motiu d'aquest lucratiu descobriment, l'aparició de *Trusts* es va multiplicar desproporcionadament, especialment durant el darrer quinquenni dels anys vint. Amb anterioritat a 1921, no hi havia als Estats Units, pràcticament, companyies dedicades a la inversió borsària en altres companyies. Ulteriorment, però, un creixent interès i la influència dels *Trusts* anglesos i escocesos, va suposar l'organització, a principis de l'any 1927, d'una xifra estimada a l'entorn de 160 companyies d'aquest caire. A aquest nombre, a més a més, cal afegir les noves 140 companyies d'inversió que sorgiren durant el propi any 27[13].

Els títols emesos pels *Trusts* -generalment un compendi d'accions ordinàries, preferents i obligacions- valien, invariablement, més que la propietat a la qual feien referència. Aquesta realitat planteja que, en el cas que tots els valors posseïts poguessin ésser venuts al mercat, els ingressos haguessin estat molt inferiors al total del valor de les participacions emeses per la companyia d'inversió, amb tots els riscos que això comporta.

La diferència entre el preu de les accions respecte a les emeses pels *Trust* responia a la prima que el públic estava disposat a pagar per l'assessorament i la gestió de la cartera per part de professionals i ments financeres hàbils i amb capacitat de maniobra.

Així doncs, sembla fer-se patent, altre cop, el supòsit que planteja el model comparatiu respecte l'enganyosa associació entre diners -o poder adquisitiu- i intel·ligència.

La realitat semblava així demostrar-ho quan, després d'un breu període de gestió rigorosa, i en resposta al comportament alcista generalitzat, les companyies d'inversió van desestimar l'escrutini als inversors, van retirar el dret a vot de la majoria de les inversions ordinàries i es van convertir en societats anònimes d'inversió que venien accions al públic de forma indiscriminada, les rendes de les quals tornaven a invertir de la mateixa manera. Els destins d'aquestes inversions, a més a més, mai eren i van ser revelats al gran públic.

---

[13] Op. cit, p.65.

Cap d'aquestes circumstàncies, però, semblava disminuir ni l'aparició, ni el volum de vendes, ni la confiança dipositada en els *Trusts*.

Durant els primers mesos de l'any 1929 el nombre de companyies d'inversió s'incrementava en una unitat per dia hàbil de negocis. El nombre total de *Trusts* originats a finals d'any ascendia a 265. De la mateixa manera, mentre que el valor de les vendes dels títols emesos pels *Trusts* era de $400 milions l'any 1927, a finals de 1929 la xifra vorejava els $8.000 milions, vint vegades el mateix volum[14].

Tot i això, paral·lelament a l'activitat dels *Trust*, la resta del mercat es seguí desenvolupant a un ritme sense precedents.

L'estiu de 1929 va ser absolutament desenfrenat. Els preus de les cotitzacions augmentaven diàriament, els índex de producció industrial van assolir la seva cota màxima i el volum de negoci registrat a la borsa de Nova York, a l'entorn de quatre i cinc milions de títols al dia, superava, amb escreix, qualsevol precedent.

A la tardor, però, sobrevingué l'inici de la fi. La regressió progressiva del sector industrial va precipitar, de sobte, un mercat de valors adulterat fins a la sacietat per l'eufòria especulativa, i que no connectà amb fins que s'hi precipità sobtadament.

Wall Street obrí malament la setmana del 21 d'octubre, on s'hi registrà una activitat escassament inusual. El 24 -"*dijous negre*" de la història financera americana- es materialitzà el desastre absolut. El pànic, el desordre i la confusió provocaren un devessall massiu de venda d'accions a borsa, provocant que el preu d'aquestes s'enfonsés eliminant milions de dòlars ficticis en valors de paper.

El que precedeix no és més que la confirmació de la incredulitat horroritzada que es va generar. Amb la mateixa força que havien colpejat l'eufòria i la demència més exuberant, ho feien ara el terror i la desesperança, induint onze persones -cèlebres especuladors fins a la data- a treure's la vida a les mediacions de les dependències borsàries.

Tot aquells individus que havien adquirit valors a crèdit eren ara instigats a suplir els dipòsits. Aquells qui no podien protegir els seus valors amb garanties metàl·liques eren

[14] Op. cit, p.65.

forçats a posar-los al mercat, la qual cosa provocava que l'espiral depressiva sobre uns preus que s'havien reduït dràsticament, es fes cada cop més gran.

El 29 d'octubre -"*dimarts negre*" de la història financera americana- es produí una nova onada de vendes i una nova precipitació dels preus. Aquells qui havien tingut la fortuna de disposar de fons suficients com per a respondre al primer requeriment de finances en efectiu addicionals, novament era intimidat a acreditar requeriments urgents i extraordinaris, i així una vegada i una altra després de manera implacable. Tanmateix així succeí amb els *Trusts*.

L'índex dels preus de la borsa que havia tingut el seu punt àlgid en 381 punts el 3 de setembre de 1929, havia caigut fins a 198 el 13 de novembre[15]. El pitjor empitjorava contínuament, fins a l'extrem de què el que cada dia semblava ser pitjor que l'anterior, sense haver-hi un fons visible.

Fins a aquest punt, doncs, sembla lògic assenyalar que amb la irrupció del dijous 24 d'octubre es posen de manifest els trets preestablerts pel model de J.K Galbraith.

Per un cantó, la culminació del propi episodi especulatiu s'establí com al detonant de la l'enfonsament absolut. Senzillament no sembla poder trobar-se millor explicació a la davallada que la pròpia cúspide d'un procés que, lluny de ser mantenir-se infinitament, es presentà, en un determinat moment, de forma clarivident als inversors, els dubtes dels quals executen, novament però a la inversa, altre cop el mecanisme. La manca d'afluència va defraudar les expectatives alcistes i aquestes finalitzaren en forma de sobtada explosió, com no podia ser d'una altra manera.

Pel que fa a les reaccions públiques respecte l'episodi especulatiu pròpiament, com és d'esperar en aquest punt de la recerca, van ser molt limitades.

Els grans mags de les finances, i fins al moment màxims exponents del període especulador, per la seva banda, si van ser entre i objecte de ferotge condemna pública. L'agent borsari Charles Mitchell, a mode d'exemple, no solament va ser despatxat sinó que a més a més va ser processat per evasió d'impostos. Tanmateix, altres individus com el que fins aleshores havia estat un financer de projecció mundial Ivar Kreuger, considerat especulador i lladre, va treure's la vida a causa de les pressions i la

---

[15] CAMERON, R. Historia económica mundial desde el paleolítico hasta el presente. Madrid: Edit. Alianza Universidad Textos, 1991, p.408.

condemna pública. Molts altres acabaren corren la mateixa sort o foren condemnats a penes de presó.

De la mateixa manera es va decidir considerar, un tant evasivament, que la borsa no havia fet més que reflectir les influències externes. Així doncs, la caiguda de la producció que es començà a registrar a l'estiu de 1929, es determinà, havia condicionat que el mercat de valors hagués respost de manera racional. L'especulació, doncs, tal i com dicta el model, no es va diagnosticar com a causa, sinó com la superfície d'un conjunt de factors completament externs i més profunds.

La atenció, tanmateix, es va centrar en els instruments financers, desestimant, en gairebé tots els casos, el factor decisiu: la tendència pròpia a la especulació.

L'abast de les conseqüències d'aquest succés va prendre unes dimensions desconegudes fins al moment. L'espiral negativa es va mantenir durant gairebé una dècada i la major depressió econòmica dels països industrialitzats, al llarg de tot el segle XX, va registrar-se durant aquest període als Estats Units. La producció, lluny de recuperar-se descendí augmentant considerablement la taxa d'atur, que durant pràcticament afectà a un de cada quatre estatunidencs.

L'economia no mostrà signes de recuperació fins a finals dels anys trenta quan Franklin Delano Roosvelt, de la mà de l'economista anglès John Maynard Keynes, posà en pràctica un programa de mesures polítiques i econòmiques conegut com a *New Deal*.

6. Quadre resum

	Crack de 1929	Crisi *sub-prime*
• **Antecedents**	Conseqüències de la I Guerra Mundial: *"Els feliços anys vint"*.	Crisi de la bombolla d'Internet (*.com burst*) i l'abismal i conseqüent davallada dels tipus d'interès.
• **Innovació financera i palanquejament**	Compra a crèdit de valors borsaris. Trusts.	Hipoteques *sub-prime*. *Titulització* del deute.
• **Especulació**	Especulació immobiliària a Florida. Increment desenfrenat del preu de les accions derivat de la propagació de l'especulació borsària.	Ascensió desmesurada del preu dels béns immobles a causa de la compra massiva, i gestió especulativa del deute generat a partir de les hipoteques *sub-prime*, el 15% del mercat immobiliari nord-americà l'any 2006.
• **Detonant de l'enfonsament**	Esfondrament de la borsa de Nova York el mes d'octubre de 1929, especialment dijous 24 i dimarts 29.	Impagament de les hipoteques *sub-prime*.
• **Reaccions**	Condemna pública als instruments financers i als màxims especuladors. Atribució de l'estrèpit als factors externs reflectits en el mercat de valors. Onades de suïcidis.	Intervenció extraordinària del Banc Central Europeu i la Reserva Federal. Intervenció estatal. Condemna pública als instruments i les entitats financeres i creditícies, i als principals especuladors. Crida a la regulació i a la normativització.
• **Conseqüències**	Caiguda aclaparadora de la borsa de les borses, especialment la de Nova York. Fallida d'empreses i d'entitats bancaries i financeres. Profunda depressió econòmica. Política del *New Deal*.	Caiguda de les borses i dels mercats immobiliaris. Constricció del crèdit interbancari (*credit crunch*). Fallida d'entitats bancaries i financeres. Depressió econòmica.

7. Conclusions

A la llum de la informació compilada en aquesta recerca, es podria sentenciar que la Història recolza, empíricament, el comportament cíclic de l'economia. Lluny de mantenir-se indefinidament, el creixement econòmic sembla veure's pertorbat per davallades cícliques periòdiques, tal i com postulen la doctrina dels cicles econòmics i els seus màxims exponents. Aquest declivi pot, i ha acostumat en diversitat d'ocasions al llarg dels segles, anar precedit pels perniciosos efectes dels episodis d'eufòria financera i les seves devastadores conseqüències.

A l'entorn d'aquests episodis, tanmateix, i tal i com es plantejava demostrar aquesta investigació, sembla haver-se establert una notòria relació, determinant-se un conjunt de factors comuns que conformen un patró reiterant. Els esdeveniments d'aquesta categoria semblen presentar, arran dels casos que s'han estudiat, un descobriment financer instigador del palanquejament, un període d'especulació financera, i, en darrer terme, un enfonsament en forma d'estrèpit.

Aquesta afirmació resulta evidenciar-se amb l'equiparació dels dos successos que han ocupat aquest treball a l'empara del model comparatiu establert.

En conseqüència, es fa menester per a aquesta recerca procedir a valorar els resultats que semblen derivar del processament de la informació obtinguda.

Considerada la premissa dels cicles econòmics cal esperar, necessàriament, una recuperació del període de depressió econòmica que ha provocat la crisi de les hipoteques *subprime* en el sistema vigent, en un lapse de temps que aquesta recerca no és capaç de predir.

L'esperit especulatiu, per la seva banda, ofereix mostres d'haver-se mantingut constant al llarg de la Història de la humanitat, malgrat la dolorosa diversitat d'oportunitats que s'han manifestat, empíricament i tangible, per a confrontar-lo i reflexionar sobre el seu desolador desenllaç reiterat. A cada revés econòmic, com a conclusió de cada episodi d'eufòria, segueix un període de crítica, consideració i introspecció, però aquest no sembla aturar-se massa a cavil·lar amb profunditat i determinació en els motius i les causes darreres. L'experiència indueix a considerar que l'omissió de l'eufòria i la cobdícia, degudament identificades com a origen del desastre, propicia que la Història

es repeteixi una vegada i una altra, amb nova terminologia, però amb el mateix desencadenament de successos.

Es requereix la recerca d'una externalitat culpable, d'un boc expiatori que permeti eludir la responsabilitat pròpia. Es fa necessària una altra explicació, una de menys pertorbadora, una que no confronti l'autoconsciència.

Es podrien considerar, doncs, les evidències que plantegen que l'esperit especulador és inherent a la condició humana. No hi ha dubtes que l'avarícia i l'afany de domini són el lubricant del creixement econòmic, així com el detonant de la catàstrofe. Si cada episodi especulatiu segueix un patró determinat i reiterat, és lògic acceptar que aquests episodis han d'estar motivats, com a mínim parcialment, pels mateixos sentiments. Si, per altra banda, cada episodi colpeja a una nova generació, és tanmateix sensat mantenir que la procedència darrera d'aquests sentiments és la pròpia essència humana, sense oblidar, però, la influència de la societat.

Observant aquesta realitat, l'esperança que aquests fenòmens no segueixin repetint-se, malgrat els esdeveniments, no sembla tenir-hi cabuda. Sota un sistema econòmic capitalista de lliure empresa que advoca per la gestió unilateral de l'eufòria i del desig per part del mercat, ni el coneixement més profund i ortodox de l'economia poden oferir recer a l'individu i a la institució financera en el moment en què aquests sentiments reapareixen.

La pregunta més adequada, doncs, hauria de ser aquella que es plantegi quan sobrevindrà el pròxim episodi d'eufòria financera, i quins béns tangibles tindrà com a objecte de cobdícia.

La resposta a aquestes qüestions no sembla ser, ni de bon tros, predictible. Però la certesa de què, tard o d'hora, les circumstàncies, profèticament, tornin a sobrevenir, ofereix un raig d'esperança a l'individu conscient. La protecció només pot radicar, precisament, en la clara comprensió de les característiques comunes dels esdeveniments que es precipiten a la demència col·lectiva. L'auxili de l'individu previngut ha de partir de la cautela. Solament un comportament sensat i serè que controli l'excés d'eufòria pot limitar la tendència humana autodestructiva, que en un entorn de llibertat absoluta és propensa al desenfrenament irrefrenable.

Tanmateix, la situació actual es planteja com una oportunitat immillorable per a considerar una reflexió profunda i detinguda. Aquesta hauria de conduir a hom a la manutenció d'una actitud més ètica i íntegra en matèria financera, defugint de l'hipòcrita anàlisi supèrflua i la immediatesa de l'oblit. Aquesta és la única via que es presenta com a remei per a no repetir desgràcies passades.

Cal tenir present que un entorn de llibertat salvatge no ha d'implicar, necessàriament, que el sobrevenir dels esdeveniments hagi de ser perjudicial. Hom té autonomia per triar, i sempre es pot escollir allò que és més responsable.

De qualsevol de les maneres, la manca de reflexió generalitzada provoca que es faci necessari l'exercici d'un control col·lectiu. És imprescindible remarcar que els efectes de la dèria especulativa tenen un impacte negativament perceptible per als agents econòmics, especialment, i en darrer terme, per a les economies domèstiques. El cost humà, econòmic i social dista de ser imperceptible.

És per aquest motiu pel qual el control col·lectiu hauria de provenir de la intervenció d'un ens regulador, la tasca del qual ha de ser delimitar i controlar les circumstàncies que possibiliten i faciliten l'esdeveniment d'episodis descontrolats d'eufòria desmesurada.

En l'època del capitalisme del *laissez faire*, una mal invocada "mà invisible" d'Adam Smith[16] ha derivat en una avarícia desmesurada, que, desestimant les regles de comportament mútuament acceptades, en les quals basava el professors escocès de filosofia moral les seves hipòtesis, ha substituït la moralitat per l'anarquia i la falta de governació d'un mercat entronitzat com a rei absolut.

En aquest entorn llibertari, és essencial comprendre el punt de partida de la propensió als episodis especulatius: les fallades de mercat. Aquestes són la suposada excepció al model d'equilibri general, que propugna la regulació autònoma i automàtica dels mercats sense el requeriment de cap intervenció externa. El model prové formalment de l'escola de Laussane, on Wilfredo Pareto i Leon Walras integraren en un model matemàtic abstracte les idees sobre el paper de la competència per tal d'aconseguir l'equilibri permanent.

---

[16] SMITH, A. *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, Londres: 1776

El model, com en qualsevol dels casos, per tal d'adquirir un caire universal i aplicable en totes les situacions, parteix d'uns pressupostos respecte al comportament dels agents econòmics, preasumint, necessàriament, la seva predictible actuació racional i conscient en la presa de qualsevol decisió econòmica. Aquesta és, com sembla haver demostrat aquesta recerca, una concepció asimètrica de la realitat, donat que aquesta presumpta racionalitat no és, en multitud d'ocasions, més que una conjectura poc fidel a la realitat.

Tanmateix, les doctrines que advoquen per la plena autonomia del mercat assumeixen el supòsit d'una situació permanent de competència perfecta, on cap integrant pot tenir mai poder de mercat sobre la resta, sinó limitar-se a acceptar el preu establert pel propi mercat. El més lògic i sensat considerar és, però, que aquesta situació idíl·lica pot tenir cabuda només en una concepció teòrica i abstracta, que impossiblement es pot extrapolar a la realitat d'una manera absoluta.

D'igual manera, segons els supòsits de l'equilibri general, els consumidors no només es veuen impulsats persistentment per la racionalitat econòmica, sinó que de la mateixa manera disposen d'informació completa i perfecta, i prenen decisions lliurement i de forma independent.

En el cas que ha ocupat aquesta investigació, i que ha conformat l'origen de la present depressió econòmica mundial, aquest supòsit sembla veure's clarament contradit pels esdeveniments. Així es manifesta a l'hora de mesurar el volum ingent de desigualtat informativa que s'observa entre els agents venedors dels actius tòxics respecte el seu origen, natura, qualitat i risc, i les entitats financeres compradores. El desconeixement d'aquestes propietats, tanmateix adulterades per les agències de *rating*, ha propiciat la seva adquisició per part de presumptes experts bancaris i financers, i la seva posterior dispersió per tots els mercats d'un món globalitzat.

Pel que fa a la gestió dels desigs humans, la llibertat extrema sustentada per l'equilibri de la competència, escassament fomenta el control de l'anhel de poder i de l'eufòria. Aquestes tendències, que insuficientment semblen modular-se de forma individual amb creences ètiques i principis, es veuen reforçades per una avarícia estructural virulentament justificada en la necessitat de créixer i adquirir poder, en detriment, evidentment, de la resta, de l'esmentada competència.

L'evidència d'aquestes fallades o asimetries del mercat envers la realitat econòmica, no hauria de dur al descrèdit de l'autoritat teòrica de l'abstracció d'equilibri general. Com qualsevol model, el seu abast es limita al camp teòric on la seva aplicació és vàlida per a l'estudi de la teoria mercantil i econòmica.

El que tots els indicis semblen assenyalar, doncs, és que aquesta abstracció matemàtica d'equilibri ideal no pot ser l'única llei que imperi en els mercats reals i tangibles, plens d'excepcions i singularitats que no són contemplades en les equacions, i que vituperen la uniformitat teòrica que es materialitza en forma de fallada.

En motiu d'aquestes apreciacions, es fa patent la necessitat d'una regulació del mercat per part de les Institucions Civils en llaures del bé comú i general, i no pas per a la supressió absoluta del sistema capitalista de lliure empresa, al qual és innegable concedir-li un reconeixement com a artífex del progrés de les darreres dècades. La convivència d'aquestes dues autoritats no ha de ser excloent, ans la funció que l'Estat, com a agent regulador, sembla haver de realitzar, és la gestió de tots aquells aspectes que desborden el mercat autònom i que propicien tendències autodestructives per part dels propis mercats i dels seus integrants. Tendències que deriven, per exemple, en episodis d'eufòria financera i en subseqüents crisis econòmiques.

Com a conclusió darrera d'aquesta recerca, es podria mantenir que només el control social i el control col·lectiu poden establir-se com a elements útils per tal d'evitar els futurs episodis d'especulació financera i l'imminent enfonsament posterior. Si aquests no es donen, només quedarà haver d'atorgar, altrament, la raó a la Història, i tornar, ningú sap quan, a patir les conseqüències.

8. Bibliografia

ANDREWS, E. L. *Greenspan Concedes Error on Regulation [Versió electrònica].* The New York Times, 24 d'octubre de 2008.

CAMERON, R. *Historia económica mundial desde el paleolítico hasta el presente.* Madrid: Edit. Alianza Universidad Textos, 1991.

CASTELLS, A. *El incuestionable triunfo del mercado.* La Vanguardia, 26 de gener de 2001.

CÀZARES, L., Et. al. *Técnicas actuales de investigación documental.* Edit. Trillas, 1991.

COHEN, B. *My interview with Noam Chomsky on the economy [Versió electrònica].* The huffington post, 3 de novembre de 2008.

COORDINACIÓ DE BATXILLERAT. *Llibre d'estil.* IES Dolors Mallafrè i Ros.

CORREA, M. Entrevista personal, 5 de desembre de 2008.

FELDENKIRCHEN, M., MASCOLO, G. *Entrevista a Horst Köhler: la banca se alejó de los fundamentos éticos.* El País, 26 d'octubre de 2008.

GALBRAITH, J.K. *Breve historia de la euforia financiera.* Barcelona: Edit. Ariel, 2008.

GALBRAITH, J.K. *El crash de 1929.* Barcelona: Edit. Ariel, 2007.

GALBRAITH, J.K. *Historia de la economía.* Barcelona: Edit. Ariel, 2007.

JUGLAR, J.C. *Las Crisis Comerciales y su Retorno en Francia, Inglaterra y Estados Unidos*. París: 1862.

KRUGMAN, P. *The Obama agenda [Versió electrònica]*. The New York Times, 7 de novembre de 2008.

NAVARRO, V. *¿Cómo estimular la economía? [Versió electrònica]*. El plural, 9 de gener de 2009.

NAVARRO, V. *El fin o la continuación del neoliberalismo [Versió electrònica]*. Sistema digital, 23 d'octubre de 2008.

SALA I MARTÍN, X. *Economía liberal para no economistas y no liberales.* Barcelona: Edit. DeBOLS!LLO, 2008.

SALA I MARTÍN, X. *Crisis (1): qué ha pasado.* La Vanguardia, 13 d'octubre de 2008.

SALA I MARTÍN, X. *Crisis (2): 1929.* La Vanguardia, 17 d'octubre de 2008.

SAMUELSON, P. A. *Adiós al capitalismo de Friedman y Hayek.* El País, 26 d'octubre de 2008.

SCHIFFERES, S. *Crisis financieras: lecciones de historia [Versió electrònica]*. BBC, 27 d'agost de 2007.

SCHUMPETER, J. A. *Business Cycles*. Cambridge: 1939.

SEBASTIÁN, L. *El rey desnudo. Cuatro verdades sobre el mercado.* Madrid: Edit. Trotta, 1999.

SEBASTIÁN, L. *Las asimetrías del mercado necesitan su regulación.* Lliçó inagural de la Universitat Ramon Llull, 7 d'octubre de 2008.

SERVEI D'ESTUDIS LA CAIXA, *Crema Wall Street.* Informe mensual. Núm 317, octubre de 2008.

SERWER, A. *Send Madoff to jail [Versió electrònica]*. CNN Money, 6 de gener de 2009.

SHILLER, R.J. *Irrational exuberance.* New York: Edit. Currency Doubleday, 2005.

SILVERSTEIN, K. *Six Questions for James Galbraith on the Financial Crisis and the Bailout.* Harper's Magazine. Setembre de 2008.

SINGLA, J. *Crisis: qué nos depara el 2009*. Conferència IQS Business Alumni, 18 de desembre de 2008.

STIGLITZ, J. E. *Capitalist fools [Versió electrònica]*. Vanityfair. Gener de 2009.

STIGLITZ, J. E. *El malestar de la globalització.* Barcelona: Edit. Empúries, 2002

Annexos

1. Entrevista al Dr. Marc Correa Domènech

Professor d'economia i finances de l'IQS Business School

Donada la realitat financera actual, i davant la diversitat d'opinions i percepcions, sovint contraposades, quina seria, globalment, la seva visió, descripció i contextualització de la crisi econòmica mundial actual?

Bé, respecte a aquesta qüestió, primer cal fer constar que l'economia és sistèmica. És molt difícil explicar linealment alguna cosa així perquè no és lineal, sempre hi ha multitud de factors que afecten, i sempre hi ha un marc d'actuació, un context i uns antecedents. Donat que podríem retrocedir molt en el temps, haurem de triar un punt. Un possible punt podria ser podria ser l'any 1997-1998, amb la crisi del sud-est asiàtic, primera pretesa crisi del món globalitzat, on es van desencadenar diverses crisis, i les economies emergents s'ensorren. Aquesta situació es va estendre cap a Rússia, posteriorment a Argentina amb l'anomenat "Corralito", l'FMI es veu desbordat... Així arribem a l'any 2000. La meravella que havia de ser les .com, resulta ser un desastre incommensurable.

Tant aquesta crisi com les anteriors, les pal·lia el senyor Greenspan, president de la Reserva Federal dels Estats Units (FED), el Banc Central nord-americà. Aquest ha controlat l'economia mundial durant molt de temps, i la ha salvada de moltes crisis; el que passa és que ara ens ha conduït a una per haver fet el que va fer. Les mesures emprades van ser el control de l'oferta monetària, és a dir, la reactivació de l'activitat econòmica davant la davallada del PIB que suposa una crisi, mitjançant la disminució del tipus d'interès, la relació del qual amb el PIB és sempre negativa: quan augmenta un, disminueix l'altre.

Amb aquesta reducció del preu dels diners, s'augmenta la capacitat d'endeutament de la població i, per tant, de consum augmentant el PIB. Aquest control del tipus d'interès comporta, també, el control de la inflació.

Així doncs, el mètode que va utilitzar el senyor Alan Greenspan per solucionar diverses crisis consecutives va ser la injecció de diners al sistema en el moment en què el PIB dequeia. Aquesta injecció de líquid suposava un augment dels diners

disponibles de les economies domèstiques, i, destinat al consum, suposava, novament, l'augment del PIB.

Tanmateix, la repetició dels entrebancs econòmics, que venien de lluny, amb la recessió mundial del 92, la crisi de Mèxic l'any 94, l'esmentada del sud-est asiàtic, la decepció de les .com, i tot això sumat a l'11S de 2001, que encara va empitjorar les coses, va provocar el refugi al "totxo".

Contextualitzant, cal recordar que el tipus d'interès es troba a nivells irrisoris, assolint l'1% l'any 2003, el que significa la concessió pràcticament gratuïta de diners.

Aquesta defugida al "totxo", doncs, considerat un sector segur, que teòricament creix de manera molt més lenta que inversions d'alt risc, però de forma constant, no perdent mai, o pràcticament mai, valor, provocarà, lògicament, per les lleis d'oferta i demanda, que el "totxo" vegi incrementat el seu preu progressivament. Aquest mercat, donat que els diners són gratis a causa del baix tipus d'interès, augmentarà de manera exponencial. Això desencadena una sèrie de factors: per una banda, provocarà que els bancs concedissin els seus préstecs a individus altament solvents, que compraran les seves cases i les aniran pagant a poc a poc. Però, per altra banda, i degut al sistema d'incentius de la banca que prioritzava la venda d'hipoteques enlloc de prioritzar la venda d'hipoteques a gent altament solvent, provoca l'aparició dels denominats i famosos NINJAS (No Income, No Job, No assets).

Això s'explica amb el fet de què, donat l'augment constant del valor del mercat immobiliari, si algú no pot pagar el crèdit el banc ven la casa que en pocs mesos ha vist incrementat el seu valor de forma sensible, i no només recupera la inversió sinó que n'obté un benefici.

Per un altre cantó, cal tenir present un parell de conceptes vitals en l'economia anomenats efecte riquesa i efecte pobresa. L'efecte riquesa és l'efecte que provoca en les teves decisions de compra el saber que, en un futur, seràs més ric. Per exemple, si qualsevol persona és advertida que a partir del mes següent passarà a cobrar 3.000€ més mensualment, aquell mateix dia començarà a modificar els seus patrons de consum. Avui pot gastar tot el que vulgui perquè al mes següent cobrarà prou diners per poder-ho pagar. Aquestes són, doncs, decisions presents de compra basades en expectatives futures. Lògicament, aquest mateix efecte es pot donar en cas contrari, anomenant-se efecte pobresa.

Doncs bé, si qualsevol persona és conscient de què la seva casa està augmentant de valor, creu que és més rica, amb la qual cosa canvia les decisions de compra. Donat que la seva casa ha augmentat de valor, pot augmentar el seu endeutament, i així doncs, ara pot anar al banc i, al·legant que la seva casa ja no val "x" sinó que val "2x", pot demanar "x" $ o € més de préstec. Formalment és un préstec hipotecari, però a l'hora de la veritat no és un préstec per comprar una altra casa, és un préstec al consum.

Aquesta situació, sobretot a l'economia nord-americana, ajudarà a consolidar l'elevat grau d'endeutament de les famílies, que és molt, molt elevat. Aquest factor, en un context d'expansió econòmica, on l'efecte riquesa té un gran pes donat l'augment constant del valor dels habitatges i la percepció de les economies domèstiques de l'augment de la seva capacitat de tenir més diners, i per tant de gastar més, va generant una espiral, un efecte bola de neu, que cada cop es fa més gran.

Òbviament, aquesta embranzida del sector immobiliari afectarà la inflació, que es pot començar a disparar. A partir de l'any 2004, doncs, els senyors de la Reserva Federal, en previsió del possible risc, comencen a apujar el tipus d'interès, per tal de controlar l'economia. Així és com de 2004 a 2006, el preu dels diners augmenta d'un 1% a un 5,25%, més de cinc vegades més car en dos anys. Aquesta mesura cal entendre-la, també, tenint en compte el deute exterior que comporta el dèficit de la balança comercial nord-americana, i els beneficis que alhora genera un augment del preu dels diners en aquest sentit.

Evidentment, la quota que les economies domèstiques pagaven d'hipoteca ha augmentat bastant, fins al punt que moltes famílies ja no poden pagar-la, amb el doble efecte que això provoca: la gent no només ja no compra pisos, sinó que a més a més ja no consumeix, perquè s'estava utilitzant aquest augment de valor de la vivenda com a préstec al consum. Això degenera fins a tal punt que les famílies no només no poden seguir consumint, sinó que fins i tot, en molts casos, no els permet fer front a la hipoteca, i les obliga a entregar les claus al banc, a declarar-se en fallida de pagaments. Aquesta situació que primer afecta als NINJAS, posteriorment s'estén a altres sector de la població que simplement no arriben.

Això, conseqüentment, provoca una caiguda del preu de la vivenda, perquè la gent no només ja no les vol comprar sinó que a més a més les vol vendre. Per tant, totes les hipoteques que estaven basades en un valor determinat, ara ho estan en un valor molt

més baix. Així doncs, si els bancs intenten materialitzar aquests préstecs de les famílies que no poden pagar la seva casa, poden perdre diners.

Fins aquest punt, podríem concloure que es tracta d'una crisi complicada però mínimament controlable. Tot i això , aquesta es dóna al sector bancari, que és un dels més complexos, a la qual se li afegeix, a sobre, l'extensió internacional de la crisi.

A partir d'aquest moment, però, a més a més, s'aplica i s'afegeix a la qüestió la nova enginyeria financera. Citant al Sr. Galbraith, diríem que n'hi va haver uns quants que van pensar que eren més llestos que la resta, i que sabien guanyar diners quan els altres no en sabien. Aleshores, el que aquests van fer va ser agafar les hipoteques de la gent i dividir-les en trossets (procés que rep el nom de *Titulització d'hipoteques*). Així, mitjançant aquesta divisió, arreplegaven porcions d'una hipoteca *subprime* (deute de poca qualitat, d'alt risc), i les barrejaven amb altres trossos de deute de millor qualitat, feien un paquet, i el venien, obtenint un benefici de la venda.

A tot això, s'afegeix el problema del *rating.* Les agències de *rating,* a l'hora de valorar els paquets hipotecaris, per exemple, de Goldman Sachs, no qualificava el risc dels seus títols, sinó de Goldman Sachs, al qual li atribuïen AAA, és a dir, alta solvència. Ara bé, això no és real donat que aquest producte fabricat per Goldman Sachs conté, parcialment, hipoteques de NINJAS, que, lògicament, presenten un alt risc. La paradoxa d'això és que, el dia abans que Lehman Brothers fes fallida, segons l'agència de *rating* era AAA. Alguna cosa, doncs, sembla que estava fallant, perquè si en un dia és capaç de fer fallida un AAA, alguna cosa no es correspon.

Estirar d'aquest fil ens podria arribar a portar a Basilea 2, que és la normativa que regula el sector bancari pel que fa a riscos. Amb els exemples anteriors, sembla clar que les darreres modificacions no han servit per gaire. El gran debat teòric i acadèmic dins del món de les finances que es planteja ara és com s'avalua el risc, i quines garanties s'han de presentar. Perquè, darrerament, l'únic problema que es planteja és un problema de garanties. Davant d'aquestes titulitzacions fraudulentes, quines garanties hi ha recolzant? Perquè, al final, el que realment importa són els NINJAS que estan pagant les hipoteques i la qualitat de les seves garanties.

Cal recordar, alhora, que un dels problemes d'aquesta crisi és l'haver involucrat a dos tipus d'institucions: els bancs comercials i els *Hedge Founds*. Els bancs comercials, per la seva banda, tenen la gran avantatge d'anar rebent fons constantment. La gent hi

diposita la seva nòmina, fa pagaments... Per tant, sempre hi entren diners, i per tant, si tenen problemes d'impagaments, poden d'alguna manera tractar de controlar la situació. Per altra banda, però, als bancs que no són comercials, els fons d'inversió, l'entrada de diners és molt diferent. Aquests el que duen a terme són inversions a un risc molt més elevat que el terme mitjà, buscant rendibilitats molt més altes. El problema es planteja, però, quan fa fallida part d'aquest tipus de banc, donat que l'entrada de diners és molt més irregular, i pot desencadenar greus problemes de solvència. És aquest el motiu pel qual molts d'aquests bancs han estat els primers en acusar la falta de liquiditat, i ha estat necessària la capitalització de molts d'aquests per part dels governs, perquè no acabessin de fer fallida i disposessin de diners per fer rodar el sistema.

Tornant als mencionats paquets hipotecaris, els bancs els anaven col·locant per tot arreu, i aquests es venien i revenien. Són, però, actius molt complicats, el risc dels quals és complex de valorar; per tant, qui els comprava no sabia gaire bé a què s'estava exposant ni quin era el valor real vertader, perquè no se sap exactament què s'està comprant. Quan la gent del sistema real comença a deixar de pagar degut a l'augment del tipus d'interès, comencen a fallar coses. Això, doncs, en un món globalitzat, on els productes s'han repartit pertot arreu, comporta que la gent tingui coses als seus balanços que no sàpiga exactament què és, i si el que té és nociu o no ho és.

A tot això, és important recordar que els bancs tenen dos fonts d'adquisició de diners: o els compren al Banc Central Europeu, que en té una quantitat determinada, o els compren al que s'anomena mercat interbancari, que, lògicament, recull la compra-venda de diners entre els bancs. A aquest darrer se li aplica un tipus d'interès interbancari, que en condicions normals dista poc del tipus d'interès general. El problema ha arribat en el moment en que s'ha perdut la confiança, sentiment en el qual està basada l'economia, que és una de les pitjors situacions que es poden donar a l'economia.

Aquesta desconfiança es produeix, per un cantó, degut a que a causa de l'activitat regular del préstec interbancari, els bancs s'han col·locat mútuament una gran quantitat de tòxics, sabent-ho i sense saber-ho. Per altra banda, condiciona també el mencionat efecte pobresa, fins a l'extrem d'apilar-se la població a les sucursals bancàries, per exemple a Anglaterra, per tal de treure tots els seus estalvis, fet que,

òbviament, empitjora encara més la situació perquè redueix la capacitat de maniobra dels bancs.
Tot això, doncs, acabarà provocant un atur del crèdit interbancari. Aquesta constricció del crèdit, suposa la desaparició del crèdit disponible per por al que pugui passar, perquè les pèrdues per impagaments es poden aguantar fins a un punt, però més enllà els comptes de resultats es comencen a enfonsar.

Aquesta restricció del crèdit, evidentment, s'acaba traslladant a l'economia real, desencadenant una sèrie de conseqüències tant palpables com que les empreses no poden accedir a crèdits bancaris per manca de diners per prestar.

Així es passa d'una crisi financera a una econòmica, perquè donat que les empreses no poden finançar les seves operacions no en poden dur a terme més, i sovint han de tancar, i no per ineficiència econòmica sinó per falta de possibilitat de finançament.
La restricció del crèdit, doncs, suposa l'atur del motor econòmic.

En definitiva, i per tal de tractar d'extreure una visió global, aquest traspàs de la crisi del món financer a l'economia real ha suposat, d'alguna manera, el tancament d'aquest cercle viciós que ha provocat la percepció de l'impacte real de la crisi sobre la societat. Per aquest motiu, i per la diferència temporal entre el món financer i el de l'economia real, calculada aproximadament en sis mesos, és sonor i persistent el clam de diverses veus autoritzades que afirmen que la pitjor part d'aquesta crisi està encara per venir.

Quina ha estat la resposta governamental davant aquesta situació complexa de recessió mundial?

Els governs, fonamentalment, el que han de fer i han tractat de fer, és estimular la confiança. Quan la situació arriba fins el punt on ni tan sols els bancs confien els uns en els altres, la confiança de la gent es veu greument afectada. Els governs, doncs, han tractat d'establir marcs legals per garantir unes regles de joc que permetin que tothom es refiï del sistema.

D'aquesta manera, identificant el problema que suposa la manca d'aquesta confiança en el sistema, s'han aplicat una sèrie de mesures per tal de subvertir la situació.
Per un cantó, s'han tractat de garantir els dipòsits, perquè la gent no retiri massivament els diners del sistema bancari. Per altra banda, s'han establert mesures per tal de fer accessible el crèdit a la població. S'han iniciat, doncs, mesures com subvencions estatals, i l'estimul del consum, per exemple, a través de la reducció d'impostos indirectes.

Una altra de les mesures més importants ha estat l'entrada dels governs a la capitalització dels bancs. Aquesta, però, ha pres dues vies clarament diferenciades.
Per una banda, el senyor Poulson, als Estats Units, va proposar la compra estatal dels actius bancaris tòxics. Dit d'un altra manera, que l'Estat compri totes les *subprime,* aquestes es retiren del mercat, i, per tant, si es retira tota la porqueria del sistema aquest haurà de tornar a funcionar. Més fàcil encara: es treu la poma podrida del cistell.

La idea, com a solució, és vàlida, però la gent no va estar gaire d'acord amb la norma que aquesta comporta de capitalització dels beneficis i socialització de les pèrdues. Si els directius d'aquestes institucions han estat cobrant uns salaris immorals i indecents, i han muntat un sistema d'incentius immoral i indecent, i si, com es diu popularment, han allargat més el braç que la màniga, ara han de carregar amb les responsabilitats.

Amb tot això, cal tenir present que ara per ara tenim el sistema que tenim, que està muntat com està muntat, i que si s'enfonsa el sistema financer tota l'economia se'n va en orris. Per tant, s'ha de salvar d'alguna manera, malgrat que a la gent no li agradi.

Apareix així doncs, en contraposició a la solució nord-americana, la solució del senyor Gordon Brown, laborista anglès. Aquest proposa no comprar els actius tòxics de

l'economia, sinó capitalitzar els bancs, entrant a l'accionariat d'aquells que estiguin a punt de fer fallida, la qual cosa els hi haurà de suposar una injecció de diners que els permetrà superar els problemes de solvència. Part d'aquests bancs, així, hauria de passar a mans de l'Estat.

Aquesta és una mesura que planteja el viatge contrari al que es venia emprant durant els darrers anys, durant els quals s'ha apostat per la contínua privatització en detriment de la nacionalització, o participació dels Estats al mercat.

Val a dir, però, que la proposta de Brown planteja la retirada de l'Estat de l'accionariat bancari un cop solucionada i estabilitzada la situació. És a dir, l'Estat no es fa càrrec dels deutes, als quals hauran de fer front els bancs, sinó que els ajuda a tirar endavant fins que el mercat s'estabilitzi, i, un cop això succeeixi, vendrà les seves participacions, possiblement, fins i tot guanyant diners.

Sembla, doncs, que és aquesta postura adoptada pel primer ministre anglès la més lloada i la que més èxit està tenint, fet que ve a demostrar i que ensenya que, d'alguna manera, Keynes encara és viu.

Com s'explica, doncs, arran de la cita a John Maynard Keynes, que errors en teoria històricament superats s'hagin repetit estrepitosament? Dit d'una altra manera, com es pot errar en qüestions sobre les quals es té un precedent tan contundent com el *crack del 29*?

Aventurar-se a respondre això és ser molt taxatiu i seria molt agosarat per part meva. Tot i això, puc tractar de deixar alguna reflexió o algunes línies de reflexió.

Per un costat, hi ha un tema d'ideologia pura i dura. L'equilibri, si se'm permet, entre liberalisme i, per posar una postura contraposada, socialisme, és la disputa entre llibertat i igualtat. El liberalisme aposta per la llibertat de la gent, mentre que el socialisme aposta per la igualtat. La gran decisió és, doncs, on situar la balança, què pesa més. Perquè només es pot aconseguir llibertat prescindint d'igualtat, i només es pot aconseguir igualtat en detriment de llibertat. Per tant, s'ha de triar un equilibri.

El que succeeix doncs, al cap i a la fi, és que les decisions econòmiques es prenen en base a una ideologia. De forma simplificada, els neo-liberals diran que l'Estat molesta perquè és ineficient, i els socialistes diran que l'Estat és necessari perquè regula i dóna marc. Dins d'aquestes dues postures, però, hi ha molts matisos i hi ha relectures més actuals.

El que ha passat, ha estat, doncs, que Keynes, després del *crack del 29*, crea una sèrie d'organismes com era el Fons Monetari Internacional i el Banc Mundial, que havien de vetllar pel bon funcionament de l'economia mundial, per tractar de prevenir crisis econòmiques, i per vetllar pel creixement econòmic del món, respectivament. Superada, però, la postguerra, i a l'entrada d'un període d'estabilització econòmica, aquestes dues institucions ja havien finançat el creixement i havien conduït l'economia mundial a una certa estabilitat. Així, a finals dels anys 80, s'arriba al que s'anomena el *Consens de Washington,* on es refunda la funció d'aquests organismes i es produeix un gir des de postures keynesianas que vetllaven pel control i la igualtat, a postures molt més liberals. Es liberalitzen els mercats, es redueix el pes dels Estats i es canvia l'enfocament general.

Certament, però, aquestes doctrines han funcionat correctament durant molt de temps, però ha arribat un moment en el qual s'ha fet fallida, demostrant que la reducció excessiva del paper de l'Estat només funciona en un marc molt teòric. I el model teòric és bo, el problema és que el propi model teòric reconeix l'existència d'unes falles, que anomena falles de mercat. Aleshores, tenint en compte això, per a aconseguir un

funcionament eficient del mercat a nivell tècnic, ja no a nivell ideològic, el que es necessita és posar una sèrie de marcs al mercat que garanteixin el seu bon funcionament i que no permetin l'aprofitament d'aquestes les falles que s'hi donen per definició.

Aquest no ha estat, però, l'argument que s'ha mantingut durant els darrers anys, sinó aquell que defensa que el mercat s'autoregula. Es planteja així, doncs, la discussió regulació o autoregulació del mercat. Els neo-liberals defensen que el mercat s'autoregula però no és cert, perquè ho diu el propi manual. Alhora, el manual està basat en la concepció racional de les decisions econòmiques de les persones, quan tots convindrem, en un acte de sinceritat, que això no és cert. Perquè en les nostres decisions intervenen unes expectatives que sovint són irracionals, o, com a mínim, perquè no tots tenim la mateixa informació, la qual cosa ens fa parlar de casos d'informació asimètrica, que ens poden portar a prendre decisions racionals però basades en errors.

Per tant, amb aquests dos casos en tenim prou per saber que la teoria no s'acomplirà i no es pot complir.

Per tant, aquesta crisi, personalment, ha servit per demostrar que l'Estat és molt necessari en l'economia, perquè el mercat falla. I això ja es sabia, però ho hem pogut comprovar una vegada més.

Quina és la postura, doncs, actualment, dels neo-liberals davant la crisi? Amb quins arguments es segueix defensant el neo-liberalisme?

Doncs bé, la postura de molts neo-liberals és la de proclamar la fallida d'un dels sectors més regulats. És mentida. El sector bancari sí està molt regulat, però el sector dels bancs d'inversió, dels *Hedge Founds,* està molt poc regulat. Un dels grans problemes que ha tingut ha estat, precisament, una regulació molt laxa que els ha permès actuar lliurement, i no pas com haguessin hagut de fer-ho.

Una prova d'això és que, als Estats Units, darrerament tots aquests bancs d'inversió han estat reconvertits o comprats per bancs comercials, perquè és un sector molt més controlat i regulat, cosa que assegura que funcioni adequadament.

Alhora, seguint les regles del lliure mercat, postulen que el que cal fer és deixar caure el sistema bancari, totalment o parcial, és a dir, la no intervenció per part de l'Estat, fins que el mercat es torni a regular per si mateix.

Atenent a la diversitat de postures respecte al tema, pel Dr. Marc Correa, quin paper hauria de jugar l'Estat a partir d'ara?

Respecte això, si se'm permet dir el que dirà, per exemple, el senyor Luis de Sebastián, amb qui jo estic molt d'acord, i que representa, d'alguna manera, una lectura bastant moderna de la postura keynesiana, és que l'Estat ha d'intervenir plenament a l'economia, perquè ha de ser el garant del seu bon funcionament.

Que tingui un pes molt important, però, no vol dir que hagi de ser molt gran. La gran crítica a la intervenció de l'Estat a l'economia és que l'Estat és ineficient, i en molts casos és cert. En d'altres, simplement, ho ha de ser, com en sanitat o ensenyament. Però, en ocasions, com ara les empreses públiques, introdueix ineficiències que no només no sumen sinó que resten.

Que l'Estat, de totes maneres, sigui més petit pel que fa al nombre d'empreses que controla no ha de voler dir que hagi de perdre pes o importància. Per tant, hauríem de ser capaços, entre tots, tot i que és una feina molt complicada, de construir un sistema financer on l'Estat tingui un paper important i on, sense introduir ineficiències a l'economia, sigui capaç de controlar i regular l'activitat econòmica.

El gran problema es presenta davant la realitat d'un món globalitzat caracteritzat per la superació dels Estats-nació. Avui dia les grans empreses són transnacionals, i qui mana sobre elles? Els experts asseguren, a més a més, que no hi ha lloc per un altre organisme mundial per regular això. Sigui com sigui, però, el que sembla clar és que és necessari crear un model que permeti governar aquestes situacions.

Quan es parla, doncs, del repensament del capitalisme, les idees segueixen una mica aquesta línia. A problemes globals, tractar de trobar solucions globals i el mètode per aplicar-les, decidir quin paper se li hauria de tornar a atorgar a l'Estat, que segurament haurà de ser més gran del que ara té, però sense que aquest introdueixi ineficiències.
El que queda definitivament clar, de qualsevol de les maneres, és que sense la intervenció de l'Estat en aquesta crisi, el sistema financer s'hagués anat avall.

Plantejat el tema del repensament del capitalisme, i donada la importància dels Estats Units dins l'economia mundial, quina és la postura del President electe Barack Obama al respecte?

Barack Obama ara mateix s'està començant a posicionar, perquè fins ara havia estat molt callat, actitud bastant lògica, per altra banda; primerament perquè ho ha estat pensant, i en segon lloc perquè encara no manava. De fet, quan hi va haver darrerament la cimera a Washington, Barack Obama va fer tot el possible per treure notícies paral·leles per tal de restar-li importància.

Serà a partir dels propers mesos quan es començarà a veure realment el que fa. Personalment, penso que seguirà una mica més la línia europea iniciada per Gordon Brown en aquest sentit, però caldrà veure finalment què acaba succeint. És cert, també, que ha apostat per un gabinet d'experts en aspectes econòmics, amb molta experiència en crisis i demés, que tendeixen a seguir aquesta línia. Personalment, però, apostaria per una probable iniciativa d'augment de la despesa pública enfocada al propi país, per part del gabinet Obama.

Tractant el tema Obama, i relacionat amb el que parlàvem anteriorment, dins una crisi de confiança, el factor Obama és un factor de confiança positiva. Per tant, segurament, això ajudarà a que els Estats Units surti més ràpidament de la crisi del que potser ho hagués fet.

Lògicament, aquesta expectativa és purament irracional, perquè ningú sap què farà, i si ho farà bé o malament, però cal tenir present que el sistema econòmic és format per persones, per éssers humans, amb tot el que això implica. El problema de modelitzar l'economia és que dins una equació no es pot introduir el factor racional/irracional. Bé, sí, és l'error. Però aquest error, de vegades, és molt gran, perquè som persones. Sovint, doncs, per arribar a un resultat correcte, hi ha més possibilitats d'èxit tirant un dau a l'aire.

De qualsevol manera, la resposta correcte a aquesta pregunta només la pot donar el temps.

I quant de temps durarà aquesta crisi?

Doncs segurament, i segons l'opinió dels experts, la pitjor part està encara per arribar. Bàsicament, i recordant una mica el que comentàvem anteriorment, l'economia financera funciona amb una diferència de sis mesos respecte l'economia real. És a dir, quan hi ha un problema a borsa, no es tradueix fins al cap de sis mesos al sistema econòmic.

Així, si durant el darrer semestre de l'any hi ha hagut la crisi més dura a les borses, durant el primer semestre de l'any 2009 això s'espera que es tradueixi a l'economia real. Amb l'agreujant que suposa el canvi d'any. Perquè, recordant l'efecte pobresa, les empreses han elaborat els seus pressupostos de 2009 en plena crisi, per tant, han pres decisions per a tot un any en base a una depressió financera molt profunda, que serà o no serà, però que ha portat a prendre mesures molt conservadores respecte a la despesa que llastraran la seva activitat durant tot l'any.

Hi ha gent però, contrariant tot això, que assegura que es sortirà de la crisi en un any. Que cadascú triï el que més li agradi, perquè realment ningú avui dia té prou elements per decidir què passarà. De fet, en relació a aquest tema, hi ha tantes postures com gent escriu als diaris.

Personalment penso que pel bé de tots acabarem sortint, perquè sinó tindrem un problema. De fet, considero que en un any o un any i poc, els Estats Units haurà sortit de la crisi. Als europeus ens acostuma a costar un mig any més que als americans, a causa de la rigidesa del nostre mercat en relació amb el nord-americà.

Alhora, és tant cert com esperançador que el préstec interbancari sembla que mostra símptomes de recuperació, en part gràcies a l'aportació estatal. Tot i que, per quan l'interbancari estigui mínimament recuperat, arribarà el sotrac de la crisi a l'economia real, i caldrà veure com reacciona el sistema.

En definitiva, i de la mateixa manera que en la qüestió anterior, per a la resposta correcte només es pot esperar.

Qui paga, pagarà o haurà pagat les conseqüències d'aquesta crisi?

Bé, per un cantó, i enllaçant amb l'aportació de l'Estat a aquesta crisi, si l'Estat té dèficit perquè es gasta els diners en una cosa que no tenia pressupostada, algú ho haurà de pagar, a llarg plaç, i aquest algú són els ciutadans.

D'altra banda, i d'entrada, hi ha moltes persones que la pagaran directament i que ja l'estan pagant ara. Concretament al cas espanyol, tal i com es veia venir, sobretot amb el tema de la crisi immobiliària, que ha seguit a la dels Estats Units, amb efectes encara més desastrosos si cap.

Tal com dèiem, però, la davallada de la bombolla immobiliària ja es veia des de fa més d'un any. L'economia espanyola ha viscut durant molts anys d'aquest sector immobiliari, la recessió del qual ha incidit directament sobre la creació de PIB, i indirectament sobre la població que hi era empleada, no només perquè ara disposin de menys renda i per tant hagin reduït el consum, sinó perquè a més a més ara consumeixen més recursos de l'Estat. Tota aquesta gent, doncs, i sobretot grans capes de mà d'obra no qualificada i població immigrada, s'està trobant amb que no té feina.

A llarg termini, però, tots els estrats de la població es veuran afectats, perquè tot el dèficit en què incorri l'Estat s'ha de pagar, i al cap i la fi, l'única manera de pagar-ho és via impostos, que són els ingressos de l'Estat.

Quina incidència han tingut, si es que n'ha tingut cap, sobre aquesta crisi els conflictes bèl·lics en els quals Estats Units ha estat involucrat?

Les xifres exactament no les recordo. El senyor Joseph Stiglitz acaba de publicar un llibre on analitza les conseqüències econòmiques de la guerra d'Irak en bitllets i monedes una per una. Òbviament la despesa bèl·lica ha representat una part molt gran sumada a la despesa històrica que ja tenia. Els Estats Units presenta el que s'anomenen els dèficits bessons, és a dir, dèficit en el compte comercial de la balança de pagaments; en altres paraules, que consumeix més del que produeix, i per tant li deu diners al món, i, alhora, l'Estat gasta més del que entra. Això només ho poden mantenir perquè són els Estats Units, qualsevol altre país no podria.

De totes maneres, una indústria molt forta dins els Estats Units és la indústria militar; el que passa és que aquesta només esperona un sector molt determinat de l'economia. Els Estats Units, doncs, potser ha invertit massa en això deixant de banda altres aspectes, com per exemple el sector social, que hauria de cobrir.

Un efecte relacionat amb tot això, per altra banda, es que no n'han sortit ben parats de la guerra d'Irak, no han tingut l'èxit que esperaven. I aquest fet incideix directament, tornant al que dèiem anteriorment, en la confiança. Que un país que es presenta com a potència mundial no sigui capaç de vèncer militarment un exèrcit molt inferior en tots els aspectes, no transmet gaire confiança per part del seu govern.

Cal emfatitzar, doncs, que la desconfiança, provingui d'on provingui, és altament nociva per l'economia.

Finalment, suposarà aquesta crisi un punt d'inflexió? S'acabarà realment refundant el capitalisme o només es retocarà?

Refundar una cosa és molt complicat i els canvis de sistema són molt lents, tot i que el president Sarkozy s'ompli molt la boca. Alhora, però, també és veritat que sembla haver-hi un mar de fons que comença a estar ja cansat de les doctrines neo-liberals, cosa que està passant ara però que potser fa deu anys no passava. Així, hi ha gent que comença a plantejar-se pensar-hi una mica i amb ganes. Hi ha models teòrics alternatius, models alternatius escrits i publicats.

El punt d'inflexió, de totes maneres, s'ha produït en el moment en el que es diu, i la gent s'ha adonat, que el sistema no funciona: el manual té raó, el mercat falla i l'Estat és la manera d'arreglar-ho. De qualsevol manera, a curt plaç no passarà res. A curt plaç l'objectiu és sortir de la crisi. El que segurament acabarà succeint també serà algun tipus de *Basilea III* que aprovarà una nova normativa bancària que tractarà de controlar el risc d'una manera més intel·ligent que la que tenim actualment.

A llarg termini, però, aquest malestar davant el capitalisme no sé si podria arribar a canviar el sistema, però sí crec que suposarà un intent o un replantejament. Respecte això hi farà molt, també, el pes que pugui tenir els Estats Units respecte a l'economia mundial. La situació que sembla que es presenta és una situació de balançament de poders: Xina, o Xindia, augmentarà notòriament el seu paper mundial, per tant el poder s'equilibrarà molt més; alhora augmentarà també la participació d'Europa, per tant, no hi haurà un predomini clar nord-americà com fins ara. Aquest equilibri de poders ha de comportar necessàriament moviments ideològics en quant a la manera d'enfocar el món. Però, reitero, els canvis sistèmics són molt lents, i ningú no sap què vol dir això en anys. Dissortadament això només ho pot dir el temps.

El problema amb el sistema capitalista és que ha tingut l'habilitat de tocar la fibra de les persones, incidint allà on més mal fa: a la voluntat inherent de les persones d'aconseguir més diners a costa de què i qui sigui. Aleshores, fins que no s'aconsegueixi reconduir aquest desig mitjançant un marc ètic de referència que obligui a la gent a prendre decisions tenint en compte les conseqüències no variarà significativament la situació. Perquè en aquesta crisi sí que han tingut molta culpa els *Hdge Founds* i els NINJAS, però també n'han tingut molta l'inversor normal i corrent que s'ha dedicat a l'especulació "pura i dura". Ha estat molta la gent que s'ha

endeutat, ha comprat un pis, i l'ha pretés vendre pel triple de diners, vàries vegades, aprofitant l'eufòria financera. Tant condemnable és una cosa com l'altre.

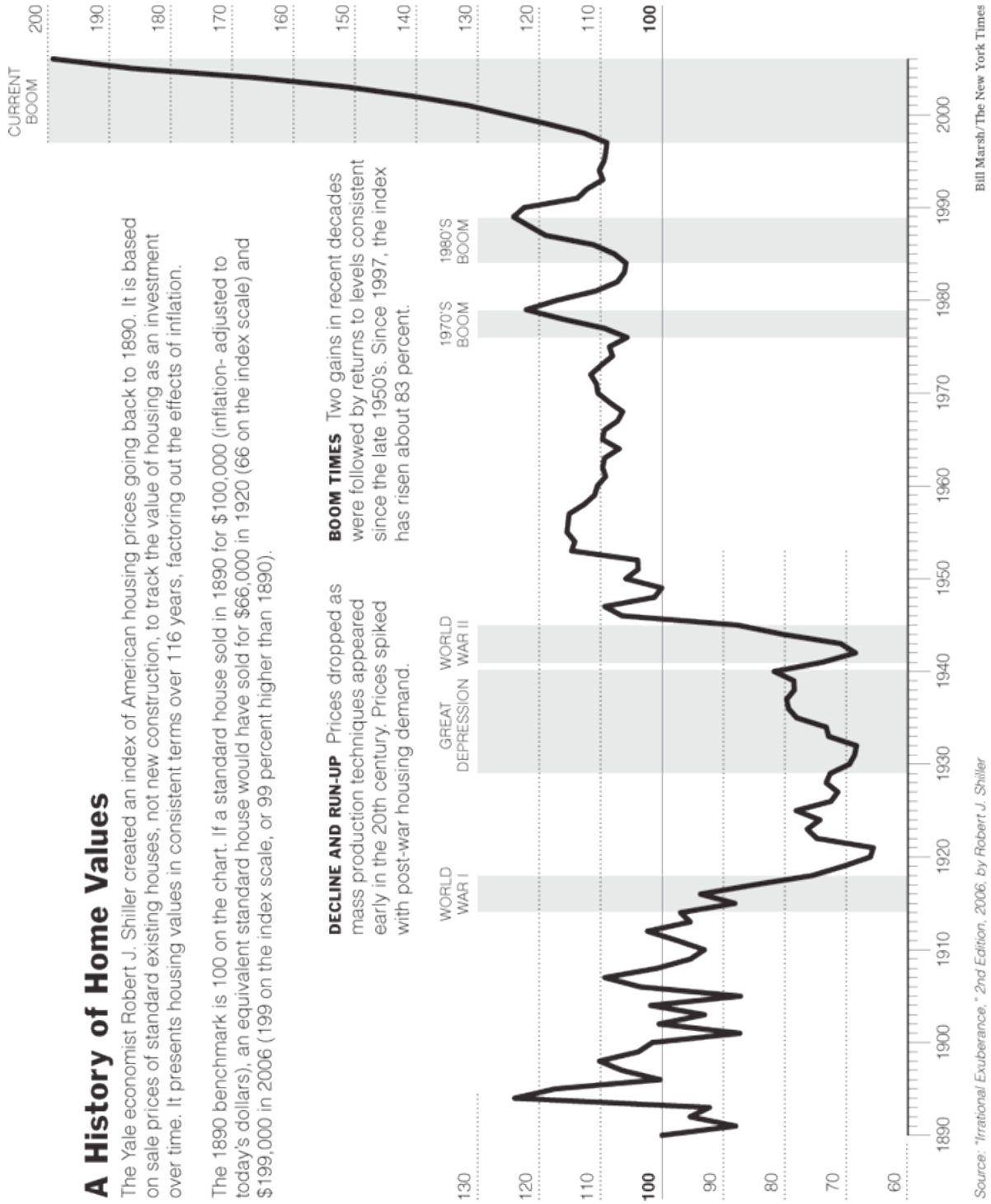
Al cap i a la fi, el sistema, com el mercat, i com hisenda, som tots. El sistema no existeix. Som persones que prenem decisions.

Canviar el sistema comença, doncs, per canviar els nostres patrons d'actuació. Però, és clar, això demana d'entrada esforç i reflexió. Demana ser més conscients del que fem, d'on posem els diners i de les conseqüències que té. Tots tenim els nostres plans d'inversió i de pensions, i tots volem la màxima rendibilitat; però a costa de què?

La gran pregunta torna a sorgir respecte a la balança entre llibertat i igualtat, i cal tenir present que els extrems mai poden ser sostenibles.

Què i com és realment el repte.

2. Gràfic de l'habitatge usat als E.E.U.U



3. Groucho Marx i el *Crack* de 1929

Muy pronto un negocio mucho más atractivo que el teatral atrajo mi atención y la del país. Era un asuntillo llamado mercado de valores. Lo conocí por primera vez hacia 1926. Constituyó una sorpresa muy agradable descubrir que era un negociante muy astuto. O por lo menos eso parecía, porque todo lo que compraba aumentaba de valor. No tenía asesor financiero, ¿quién lo necesitaba? Podías cerrar los ojos, apoyar el dedo en cualquier punto del enorme tablero mural y la acción que acababas de comprar empezaba inmediatamente a subir. Nunca obtuve beneficios. Parecía absurdo vender una acción a treinta cuando se sabía que dentro del año doblaría o triplicaría su valor.

Mi sueldo semanal era de unos dos mil, pero esto era calderilla en comparación con la pasta que ganaba teóricamente en Wall Street. Disfrutaba trabajando en la revista pero el salario me interesaba muy poco. Aceptaba de todo el mundo confidencias sobre el mercado de valores. Ahora cuesta creerlo, pero incidentes como el que sigue eran corrientes en aquellos días.

Subí a un ascensor del hotel Copley Plaza, en Boston. El ascensorista me reconoció y dijo: - Hace un ratito han subido dos individuos, señor Marx, ¿sabe? Peces gordos, de verdad. Vestían americanas cruzadas y llevaban claveles en las solapas. Hablaban del mercado de valores y, créame, amigo, tenían aspecto de saber lo que decían. No se han figurado que yo estaba escuchándoles, pero cuando manejo el ascensor siempre tengo el oído atento. ¡No voy a pasarme toda la vida haciendo subir y bajar uno de estos cajones! El caso es que oí que uno de los individuos decía al otro: "Ponga todo el dinero que pueda obtener en United Corporation" […].

Le di cinco dólares y corrí hacia la habitación de Harpo. Le informé inmediatamente acerca de esta mina de oro en potencia con que me había tropezado en el ascensor. Harpo acababa de desayunar y todavía iba en batín. -En el vestíbulo de este hotel están las oficinas de un agente de Bolsa -dijo-. Espera a que me vista y correremos a comprar estas acciones antes de que se esparza la noticia. -Harpo -dije-, ¿estás loco? ¡Si esperamos hasta que te hayas vestido, estas acciones pueden subir diez enteros! De modo que con mis ropas de calle y Harpo con su batín, corrimos hacia el vestíbulo, entramos en el despacho del agente y en un santiamén compramos acciones de United Corporation por valor de ciento sesenta mil dólares, con una garantía del veinticinco por ciento. Para los pocos afortunados que no se arruinaron en 1929 y que no estén

familiarizados con Wall Street, permítanme explicar lo que significa esa garantía del veinticinco por ciento. Por ejemplo, si uno compraba ochenta mil dólares de acciones, sólo tenía que pagar en efectivo veinte mil. El resto se le quedaba a deber al agente. Era como robar dinero.

El miércoles por la tarde, en Broadway, Chico encontró a un habitual de Wall Street, quien le dijo en un susurro: -Chico, ahora vengo de Wall Street y allí no se habla de otra cosa que del Cobre Anaconda. Se vende a ciento treinta y ocho dólares la acción y se rumorea que llegará hasta los quinientos. ¡Cómpralas antes de que sea demasiado tarde! Lo sé de muy buena tinta. Chico corrió inmediatamente hacia el teatro, con la noticia de esta oportunidad.

Era una función de tarde y retrasamos treinta minutos el alzamiento del telón hasta que nuestro agente nos aseguró que habíamos tenido la fortuna de conseguir seiscientas acciones. ¡Estábamos entusiasmados! Chico, Harpo y yo éramos cada uno propietarios de doscientas acciones de estos valores que rezumaban oro. El agente incluso nos felicitó. Dijo: - No ocurre a menudo que alguien entre con tan buen pie en una compañía como la Anaconda.

El mercado siguió subiendo y subiendo. Cuando estábamos de gira, Max Gordon, el productor teatral, solía ponerme una conferencia telefónica cada mañana desde Nueva York, sólo para informarme de la cotización del mercado y de sus predicciones para el día. Dichos augurios nunca variaban. Siempre eran "*arriba, arriba, arriba*".

Hasta entonces yo no había imaginado que uno pudiera hacerse rico sin trabajar. Max me llamó una mañana y me aconsejó que comprara unos valores llamados Auburn. Eran de una compañía de automóviles, ahora inexistente. -Marx -dijo- es una gran oportunidad. Pegará más saltos que un canguro. Cómpralo ahora, antes de que sea demasiado tarde. Luego añadió: -¿Por qué no abandonas el teatro y olvidas esos miserables dos mil semanales que ganas? Son calderilla. Tal como manejas tus finanzas, aseguraría que puedes ganar más dinero en una hora, instalado en el despacho de un agente de valores, que los que puedes obtener haciendo ocho representaciones semanales en Broadway. -Max -contesté-, no hay duda de que tu consejo es sensacional. Pero al fin y al cabo tengo ciertas obligaciones con Kaufman, Ryskind, Irving Berlin y con mi productor Sam Harris.

Lo que por entonces no sabía era que Kaufman, Ruskind, Berlin y Harris también compraban a crédito y que, finalmente, iban a ser aniquilados por sus asesores financieros. Sin embargo, por consejo de Max, llamé inmediatamente a mi agente y le instruí para que me comprara quinientas acciones de la Auburn Motor Company.

Pocas semanas más tarde, me encontraba paseando por los terrenos de un club de campo, con el señor Gordon […]. El día anterior, las Auburn habían pegado un salto de treinta y ocho enteros. Me volví hacia mi compañero de golf y dije: -Max, ¿cuánto tiempo durará esto? Max repuso, utilizando una frase de Al Jolson. -Hermano, ¡todavía no has visto nada!

Lo más sorprendente del mercado, en 1929, era que nadie vendía una sola acción. La gente compraba sin cesar. Un día, con cierta timidez, hablé a mi agente acerca de este fenómeno especulativo. - No sé gran cosa sobre Wall Street - empecé a decir en son de disculpa - pero, ¿qué es lo que hace que esas acciones sigan ascendiendo? ¿No debiera haber alguna relación entre las ganancias de una compañía, sus dividendos y el precio de venta de sus acciones?

Por encima de mi cabeza, miró a una nueva víctima que acababa de entrar en su despacho y dijo: - Señor Marx, tiene mucho que aprender acerca del mercado de valores. Lo que usted no sabe respecto a las acciones serviría para llenar un libro.

- Oiga, buen hombre -repliqué-, he venido aquí en busca de consejo. Si no sabe usted hablar con cortesía, hay otros que tendrán mucho gusto en encargarse de mis asuntos. Y ahora, ¿qué estaba usted diciendo? Adecuadamente castigado y amansado, respondió: - Señor Marx, tal vez no se dé cuenta, pero éste ha cesado de ser un mercado nacional. Ahora somos un mercado mundial. Recibimos órdenes de compra de todos los países de Europa, de América del Sur e incluso de Oriente. Esta mañana hemos recibido de la India un encargo para comprar mil acciones de Tuberías Crane.

Con cierto cansancio pregunté: -¿Cree que es una buena compra? -No hay otra mejor - me contestó-. Si hay algo que todos hemos de usar son las tuberías (se me ocurrieron otras cuantas cosas más, pero no estaba seguro de que apareciesen en las listas de cotizaciones). -Eso es ridículo -dije-. Tengo varios amigos pieles rojas en Dakota del Sur y no utilizan las tuberías. -Solté una carcajada para celebrar mi salida, pero él permaneció muy serio, de modo que proseguí-. ¿Dice usted que desde la India le envían órdenes de compra de Tuberías Crane? Si en la lejana India piden tuberías,

deben de saber algo sensacional. Apúnteme para doscientas acciones; no, mejor aún, que sean trescientas.

Mientras el mercado seguía ascendiendo hacia el firmamento, empecé a sentirme cada vez más nervioso. El poco juicio que tenía me aconsejaba vender, pero, al igual que todos los demás primos, era avaricioso. Lamentaba desprenderme de cualquier acción, pues estaba seguro de que iba a doblar su valor en pocos meses.

En los periódicos actuales leo con frecuencia artículos relativos a espectadores que se quejan de haber pagado hasta un centenar de dólares por dos entradas para ver My Fair Lady (personalmente opino que vale esos dólares). Bueno, una vez pague treinta y ocho mil por ver a Eddie Cantor en el Palace […].

Cantor era vecino mío en Great Neek. Como era viejo amigo suyo, cuando terminó la representación fui a verle en su camerino. […]. Encanto -prosiguió Cantor-, ¿qué te ha parecido mi espectáculo? Miré hacia atrás, suponiendo que habría entrado alguna muchacha. Desdichadamente no era así, y comprendí que se dirigía a mí. Eddie, cariño - contesté con entusiasmo verdadero-, ¡has estado soberbio!

Me disponía a lanzarle unos cuantos piropos más cuando me miró afectuosamente con aquellos ojos grandes y brillantes, apoyó las manos en mis hombros y dijo: -Precioso, ¿tienes algunas Goldman Sachs? -Dulzura -respondí (a este juego pueden jugar dos) -, no sólo no tengo ninguna, sino que nunca he oído hablar de ellas. ¿Qué es Goldman Sachs? ¿Una marca de harinas? Me cogió por ambas solapas y me atrajo hacia sí. Por un momento pensé que iba a besarme. -¡No me digas que nunca has oído hablar de las Goldman Sachs! -exclamó incrédulamente-. Es la compañía de inversiones más sensacional de todo el mercado de valores.

Luego consultó su reloj y dijo: -Hoy es demasiado tarde. La Bolsa está ya cerrada. Pero, mañana por la mañana, nene, lo primero que tienes que hacer es coger el sombrero y correr al despacho de tu agente para comprar doscientas acciones de Goldman Sachs. Creo que hoy ha cerrado a 156… ¡y a 156 es un robo! Luego Eddie me palmoteó una mejilla, yo le palmoteé la suya y nos separamos.

¡Amigo! ¡Qué contento estaba de haber ido a ver a Cantor a su camerino! Figúrese, si no llego a ir aquella tarde al Teatro Palace, no hubiese tenido aquella confidencia. A la mañana siguiente, antes del desayuno, corrí al despacho del agente en el momento en

que se abría la Bolsa. Aflojé el veinticinco por ciento de treinta y ocho mil dólares y me convertí en afortunado propietario de doscientas acciones de la Goldman Sachs, la mejor compañía de inversiones de América.

Entonces empecé a pasarme las mañanas instalado en el despacho de un agente de Bolsa, contemplando un gran cuadro mural lleno de signos que no entendía. A no ser que llegara temprano, ni siquiera me era posible entrar. Muchas de las agencias de Bolsa tenían más público que la mayoría de los teatros de Broadway.

Parecía que casi todos mis conocidos se interesaran por el mercado de valores. La mayoría de las conversaciones se limitaban a la cantidad que tal y tal valor habían subido la semana pasada, o cosas similares. El fontanero, el carnicero, el panadero, el hombre del hielo, todos anhelantes de hacerse ricos, arrojaban sus mezquinos salarios -y en muchos casos sus ahorros de toda la vida- en Wall Street.

Ocasionalmente, el mercado flaqueaba, pero muy pronto se liberaba la resistencia que ofrecían los prudentes y sensatos, y proseguía su continua ascensión.

De vez en cuando algún profeta financiero publicaba un artículo sombrío advirtiendo al público que los precios no guardaban ninguna proporción con los verdaderos valores y recordando que todo lo que sube debe bajar. Pero apenas si nadie prestaba atención a estos conservadores tontos y a sus palabras idiotas de cautela. Incluso Barney Baruch, el Sócrates de Central Park y mago financiero americano, lanzó una llamada de advertencia. No recuerdo su frase exacta, pero venía a ser así: "*Cuando el mercado de valores se convierte en noticia de primera página, ha sonado la hora de retirarse*".

Yo no estaba presente cuando la Fiebre del Oro del cuarenta y nueve. Me refiero a 1849. Pero imagino que esa fiebre fue muy parecida a la que ahora infectaba al todo el país. El presidente Hoover estaba pescando y el resto del gobierno federal parecía completamente ajeno a lo que sucedía. No estoy seguro de que hubiesen conseguido algo aunque lo hubieran intentado, pero en todo caso el mercado se deslizó alegremente hacia su perdición.

Un día concreto, el mercado comenzó a vacilar. Unos cuantos de los clientes más nerviosos fueron presos del pánico y empezaron a descargarse. Eso ocurrió hace casi treinta años y no recuerdo las diversas fases de la catástrofe que caía sobre nosotros,

pero así como al principio del auge todo el mundo quería comprar, al empezar el pánico todo el mundo quiso vender. Al principio las ventas se hacían ordenadamente, pero pronto el pánico echó a un lado el buen juicio y todos empezaron a lanzar al ruedo sus valores, que por entonces sólo tenían el nombre de tales. Luego el pánico alcanzó a los agentes de Bolsa, quienes empezaron a chillar reclamando garantías adicionales. Esta era una broma pesada, porque la mayor parte de los accionistas se habían quedado sin dinero, y los agentes empezaron a vender acciones a cualquier precio. Yo fui uno de los afectados.

Desdichadamente, todavía me quedaba dinero en el Banco. Para evitar que vendieran mi papel empecé a firmar cheques febrilmente para cubrir las garantías que desaparecían rápidamente.

Luego, un martes espectacular, Wall Street lanzó la toalla y sencillamente se derrumbó. Eso de la toalla es una frase adecuada, porque por entonces todo el país estaba llorando. Algunos de mis conocidos perdieron millones. Yo tuve más suerte. Lo único que perdí fueron doscientos cuarenta mil dólares (o ciento veinte semanas de trabajo, a dos mil por semana). Hubiese perdido más pero era todo el dinero que tenía. El día del hundimiento final, mi amigo, antaño asesor financiero y astuto comerciante, Max Gordon, me telefoneó desde Nueva York. [...]. Todo lo que dijo fue: "¡la broma ha terminado!". Antes de que yo pudiese contestar, el teléfono se había quedado mudo...se suicidó.

En toda la bazofia escrita por los analistas del mercado, me parece que nadie hizo un resumen de la situación de una manera tan sucinta como mi amigo el señor Gordon. En aquellas palabras lo dijo todo. Desde luego, la broma había terminado. Creo que el único motivo por el que seguí viviendo fue por el convencimiento consolador de que todos mis amigos estaban en la misma situación. Incluso la desdicha financiera, al igual que la de cualquier otra especie, prefiere la compañía.

Si mi agente hubiese empezado a vender mis acciones cuando empezaron a tambalearse, hubiese salvado una verdadera fortuna. Pero como no me era posible imaginar que pudiesen bajar más, empecé a pedir prestado dinero del Banco para cubrir las garantías. Las acciones de Cobre Anaconda se fundieron como las nieves del Kilimanjaro (no creas que no he leído a Hemingway), y finalmente se estabilizaron a 2 7/8. La confidencia del ascensorista de Boston respecto a United Corporation se saldó a 3,50. Las habíamos comprado a 60. La función de Cantor en el Palace fue magnífica,

¿Goldman Sachs a 156 dólares? Cuando la máxima depresión del mercado, podía comprárselas a un dólar por acción.

El ir al desahucio financiero no constituyó una pérdida total. A cambio de mis doscientos cuarenta mil dólares obtuve un insomnio galopante, y en mi círculo social el desvelamiento empezó a sustituir al mercado de valores como principal tema de conversación.