

GUERRA, CRISIS, DEPRESIÓN*

Mientras las políticas de austeridad se extienden por todo el mundo occidental, los mercados esperan el próximo *shock* y los movimientos de los banqueros centrales dictan los titulares, los pensamientos se dirigen de manera natural hacia comparaciones con el último gran cataclismo global. El éxito de ventas de Liaquat Ahamed, *Lords of Finance*, es sin duda la más interesante de las narrativas del periodo previo al *Crack* de 1929 que ha aparecido en los últimos años. Los elementos que Ahamed sintetiza en su libro no son especialmente novedosos. Como Peter Temin, en *Lessons from the Great Depression* (1989), y Barry Eichengreen, en *Golden Fetters* (1992), Ahamed atribuye a la Primera Guerra Mundial los desequilibrios de las décadas de 1920 y 1930. Conforme al relato del periodo que hacen Milton Friedman y Anna Schwartz en su *Monetary History of the United States* (1963), el determinante decisivo se encuentra en la política monetaria: los problemas de la producción capitalista internacional permanecen alejados de la acción. Y como para Eichengreen, de nuevo, el papel central lo desempeña el disfuncional patrón oro del periodo de entreguerras.

Pero *Lords of Finance* es diferente en dos aspectos. Primero, porque éste no es un trabajo de erudición económica, sino una narrativa histórica al estilo de Barbara Tuchman. Como narrador, Ahamed reúne una certera comprensión del ritmo y de la estructura con un ojo cinematográfico para vestuarios y escenarios. Su objeto de atención son los puestos de mando del sistema financiero internacional y sus principales *dramatis personae* son los presidentes de los bancos centrales de Estados Unidos, Gran Bretaña, Francia y Alemania. Capítulo tras capítulo, la acción vuela entre las grandes capitales financieras –Londres, París, Berlín, Manhattan, con ocasionales viajes a Washington– mientras que los personajes, los contextos y las relaciones personales están hábilmente entretnejidos. No sorprende que *Lords of Finance* haya encabezado las lecturas de vacaciones de los banqueros, ganando el premio de «libro del año» que conceden Goldman Sachs y el *Financial Times*, así como un premio Pulitzer. Ben Bernanke se lo re-

* Liaquat Ahamed, *Lords of Finance. The Bankers Who Broke the World*, Nueva York, Penguin Books, 2009, 576 pp.

comendó al comité de investigación del Congreso sobre la crisis financiera, y Lawrence Summers al Consejo de Asesores Económicos de Obama.

La segunda diferencia es que, al contrario de las historias económicas estándar, el trabajo de Ahamed lleva un inequívoco mensaje de consuelo y apoyo para los actuales señores de las finanzas. De hecho, los círculos en los que se mueve el autor no están muy distantes de los círculos en que ellos se mueven. Nacido en Kenya en 1953, Ahamed se trasladó a Inglaterra para estudiar economía en el Trinity College de Cambridge, después cruzó a Estados Unidos para realizar un máster en Harvard y pasar una temporada en el Banco Mundial. Desde mediados de la década de 1980 ha sido un gestor de inversiones profesional con estrechos lazos personales con funcionarios de la Administración de Clinton; muestra su gratitud hacia Strobe Talbott y su mujer como «mentores, promotores, consejeros y editores» del libro. Como Ahamed explica, la inspiración de *Lords of Finance* vino de una portada de la revista *Time*, en las postrimerías de la crisis asiática de 1997, mostrando a Alan Greenspan, Robert Rubin y Lawrence Summers bajo el titular: «El comité para salvar al mundo». La función del libro es la de apología: condenar al cuarteto de banqueros centrales de la década de 1920 para así realzar mejor la sabiduría del trío de la de 1990, y la de sus sucesores desde 2008: Bernanke, Mervyn King y demás salvadores.

Dicho esto, la narración puede contener otros paralelismos, y Ahamed la desarrolla con brío. Su musa de principio a fin es John Maynard Keynes, que aparece en casi todos los capítulos para proporcionar un análisis o allanar el sendero narrativo. Sobre los dos problemas principales a los que se enfrentaban los banqueros centrales y los políticos del momento —la aplastante carga de la deuda y de las reparaciones de la guerra, y el restablecimiento de esa «bárbara reliquia», el patrón oro— las posiciones de Keynes no pueden parecer a los actuales señores de las finanzas sino inteligentes y con visión de futuro. El núcleo del libro investiga las relaciones entre los jefes de los bancos centrales —según la prensa de la década de 1920, los miembros del «club más exclusivo del mundo»— y Ahamed proporciona un vívida descripción de cada uno de ellos. Montagu Norman, nacido en 1871, se unió al Banco de Inglaterra en 1915 y cinco años después fue nombrado gobernador. Sus antepasados habían sido durante generaciones banqueros de la City, aunque Norman, algo inadaptado, había tenido escauceos con la filosofía especulativa y buscado la ayuda psicoanalítica de Jung. El anglófilo Ahamed se queda claramente encantado por la vida y personalidad de Norman: con su amplio sombrero y su barba en punta, «ni parecía ni vestía como un banquero», sino «más bien como un noble sacado de un velázquez o un cortesano de la época de Carlos II».

A finales de la década de 1920, el homólogo de Norman en el Banco de Francia era Émile Moreau. Nacido en 1868 en Poitiers, en el seno de una familia de terratenientes de segundo orden, fue una persona ajena a la aristocracia financiera; un sobresaliente graduado del Institut d'Études Politiques de París, rápidamente impulsado a través del Ministerio de Economía,

su carrera estuvo sometida a los vaivenes de los ministros de la Tercera República. Orgullosamente provinciano, Moreau era un hombre de pocas palabras, «franco y casi rudo», que no hizo ningún intento por entrar en los salones de la sociedad parisina, prefiriendo emplear el tiempo en cazar con distinguidos compañeros en Poitou. En el Reichsbank, Hjalmar Schacht también era un intruso social. Nacido en Schleswig del Norte en 1877, hijo de un médico rural, combinaba «una fuerte ética del trabajo con una ambición descarada». El único de los principales banqueros centrales que se doctoró en Economía Política para luego entrar a trabajar en la sede del Dresdner Bank en Berlín. Para Ahamed, Schacht era «un típico producto del Kaiserreich: conformista, incuestionablemente nacionalista y fieramente orgulloso de su país y de sus logros materiales e intelectuales».

En contraposición a ellos, Benjamin Strong, el primer presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, aunque no era personalmente superrico, era un hombre del sistema. Nacido en Hudson Valley en 1872, procedía de una familia de puritanos que habían desembarcado en Massachusetts en 1630 y «rezumaba la seguridad de una atlética estrella de la Ivy League», aunque de hecho fuera un tísico que tuviera que retirarse largas temporadas a un sanatorio en Colorado. Strong se dedicó a la especulación en Wall Street después de que un revés en la fortuna familiar le negara su plaza en Princeton. Henry Davison, una figura clave en J. P. Morgan, le tomó bajo su protección y la pareja tuvo un papel fundamental en el rescate del sistema bancario estadounidense que realizó Pierpont Morgan después del pánico de 1907. Cuando en 1913 se crearon los bancos de la Reserva Federal, la elite financiera de Nueva York consideró a Strong como la persona en la que evidentemente «se pude confiar».

Ahamed también proporciona perfiles de cada uno de los bancos centrales, que a su vez eran completamente diferentes como instituciones nacionales. El Banco de Inglaterra era el más antiguo y, como sus homólogos europeos, un producto de la guerra. Se fundó en 1694 durante la Guerra de la Liga de Augsburgo contra Francia, cuando un grupo de banqueros de la City ofrecieron al Tesoro público financiación para el esfuerzo militar a cambio de autoridad para emitir papel moneda –y, por lo tanto, para regular el precio del crédito mediante sus tipos de interés– y de un monopolio sobre los negocios del gobierno. Pronto se convirtió en un banco de banqueros que controlaba los depósitos de otros bancos; responsable ante sus directores, pagando dividendos a sus accionistas, pero, sin embargo, con un gran ascendencia sobre la economía británica y mundial. En 1914 dos tercios del crédito comercial global y más de la mitad de las inversiones mundiales a largo plazo fluían a través de la City de Londres. Sus poderes eran enormes, aunque nunca fueron formalizados; en el punto álgido del Imperio, el Banco de Inglaterra se dirigía como un club de caballeros.

El Banco de Francia fue fundado en 1800 por banqueros suizos y de Rouen que, a cambio de financiar las guerras del Directorio, arrancaron ese mismo estatus de manos de Napoleón: un monopolio sobre la emi-

sión de pagarés en París. Pero cuando, después del desastre de Trafalgar, el banco estuvo a punto de fracasar en financiar la campaña de Austerlitz, Napoleón abrió fuego contra sus directores. A partir de entonces, el gobernador y sus dos vicegobernadores serían nombrados por el gobierno: «El banco no pertenece solamente a sus accionistas, sino también al Estado». Por último, el Reichsbank fue, célebremente, la creación de Bismarck y de su banquero, Bleichröder, en 1871. Legalmente era propiedad de sus accionistas privados, pero por consejo de Bleichröder, el gobernador y los altos directivos tenían que responder ante el Canciller y los representantes de los principales estados alemanes.

Ahamed se deleita contando la reunión celebrada en Jekyll Island en 1910 que diseñó el sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos: Strong, Davison, Paul Warburg y otros viajando de incógnito a una supuesta cacería de patos con el senador Nelson Aldrich en una retirada isla privada de la costa de Georgia para no despertar sospechas de que un conciliábulo de altos banqueros se estaba reuniendo para rehacer el sistema monetario estadounidense. Ahamed muestra con claridad cómo la Fed de Nueva York –con diferencia el mayor de los doce bancos regionales reunidos por el Consejo Federal– dominó el sistema de la Reserva desde su mismo comienzo. Aunque Washington luchó por nombrar su consejo, Nueva York se convirtió en su pilar y Strong en la fuerza dominante para la formulación de la política monetaria.

Sin embargo, a pesar de sus diferentes orígenes y culturas, los bancos centrales de los países sujetos al patrón oro compartían las mismas responsabilidades: intervenir para calmar pánicos financieros y mantener suficientes reservas de lingotes para garantizar sus monedas, convertibles en oro según la demanda. Como explica Ahamed, las regulaciones nacionales variaban en la exacta relación del oro con el papel: en el Banco de Inglaterra, los primeros 75 millones de dólares de pagarés en libras que emitió estaban exentos, pero cualquier moneda por encima de esa cantidad tenía que ser completamente igualada con lingotes, mientras que a la Reserva Federal se le exigía tener en oro el 40 por 100 de todos los billetes de dólar que emitía. Todas las monedas vinculadas al oro fueron, como corolario, vinculadas las unas a las otras: la libra esterlina a 113 granos de oro y el dólar estadounidense a 23,22 granos, se establecieron en 1 libra por 4,86 dólares. La disponibilidad de crédito mundial quedó así ligada a la oferta mundial de lingotes, que crecía por los nuevos hallazgos –las fiebres del oro de las décadas de 1850 y 1890– y se retrayó entre medias, ejerciendo una atracción gravitacional sobre los precios. Dentro de estas restricciones, los bancos centrales de las principales potencias cooperaban para elevar o bajar los tipos de interés buscando mantener el equilibrio, con el Banco de Inglaterra actuando normalmente, según una imagen de Keynes, como el «director de la orquesta internacional».

Lords of Finance comienza con el advenimiento de la Gran Guerra que determinaría el legado de cada uno de los bancos centrales. Los cuatro

compartían la expectativa generalizada de que, si realmente llegaba a producirse, el conflicto sería de corta duración. (Ahamed cita el emotivo ruego de Walter Cunliffe, el predecesor de Norman como gobernador del Banco de Inglaterra y más conocido por sus feroces exigencias de reparación en las conversaciones de paz de París: «¡Evitemos la guerra! ¡Iremos a la ruina si nos vemos arrastrados!».) 11 millones de combatientes murieron y 21 millones más fueron heridos en los cuatro años siguientes; 9 millones de civiles perecieron a causa de epidemias, hambre o frío. Las arcas públicas europeas quedaron vacías, sus ahorros e inversiones exhaustos y sus poblaciones desesperadas. Para pagar la guerra las naciones pidieron prestado e imprimieron dinero; la convertibilidad con el oro quedó suspendida desde agosto de 1914. Todos esperaban pasar la factura a los vencidos en forma de reparaciones de guerra. Aquí, como en todas partes, Ahamed sigue *The Economic Consequences of the Peace* de Keynes para la conversión de todas las monedas en su equivalente en dólares: práctico para las comparaciones. Calcula que Gran Bretaña (financieramente «la más responsable» de los beligerantes) se gastó 43 millardos de dólares en la guerra: de ellos aproximadamente 9 millardos recaudados mediante impuestos, 27 en préstamos de Estados Unidos y del propio país, y el resto imprimiéndolo; la oferta monetaria se multiplicó por dos. Francia (la «más irresponsable») se gastó 30 millardos: 1,5 procedentes de impuestos, 10 en préstamos de Estados Unidos o Gran Bretaña, y 15 millardos recaudados en bonos gubernamentales comprados por los «frugales ahorradores» del país, mientras que la impresión triplicó la oferta monetaria del país. Alemania, que no poseía «ni aliados ricos ni un mercado financiero sofisticado», estaba en la peor posición: se gastó 47 millardos de dólares en la guerra, de los cuales menos de 5 se recaudaron mediante impuestos y gran parte del resto por medio de la impresión; cuando llegó el armisticio, la oferta monetaria alemana se había multiplicado por cuatro.

De todos es conocido que, como financiero y suministrador de armas para los combatientes, Estados Unidos fue el gran beneficiado de la guerra. Los 20 millardos de dólares que Washington (con una economía tres veces más grande que la de Gran Bretaña) se gastó en la guerra en 1917-1918, se recaudaron mayoritariamente mediante los Bonos de la Libertad, mientras que Wall Street prestaba unos 12 millardos a los aliados. La guerra produjo un «cambio radical» en los flujos mundiales de capital. En vísperas de la Gran Guerra, el Banco de Inglaterra tenía 200 millones de dólares en lingotes de oro en sus sótanos, el Reichsbank 500, el Banco de Francia 800, y Estados Unidos, con su economía mucho mayor, alrededor de 2.000, o aproximadamente el 40 por 100 de la oferta mundial. En 1923 Estados Unidos tenía cerca del 70 por 100 del oro mundial en lingotes, mientras que las arcas alemanas estaban casi vacías. La concentración de Ahamed en el cuarteto de banqueros centrales ofrece algunas perspectivas interesantes sobre la historia que vino a continuación: la Conferencia de Paz de París, la hiperinflación alemana, el crédito de Dawes en 1924, el regreso de la libra esterlina al patrón oro en 1925, el galopante mercado de valores estadounidense, la contracción de los tipos de interés por parte de

la Fed en 1928, la recesión alemana, los impagos de América Latina, el *Crack* de 1929 y finalmente la crisis bancaria, que explotó como una cadena de fuegos artificiales desde Austria a Alemania y Gran Bretaña y de allí a Estados Unidos, y que ayudó a transformar un deterioro económico en la Gran Depresión.

Siguiendo a Keynes, Ahamed no tiene nada que ver con el mito de un magnánimo Tío Sam cuyo consejo previsor y desinteresado, en la Conferencia de Paz de París y después, se ve rechazado por las riñas y estrechez de miras de los europeos. En un capítulo titulado «El tío Shylock» describe cómo la delegación de Estados Unidos en París «reaccionó con energía» contra las sugerencias francesas y británicas de que, si Estados Unidos accediera a perdonar parte de los 12 millardos de dólares que le debían los aliados, ellos a su vez moderarían sus exigencias de reparaciones de Alemania. El secretario de Estado de Wilson, Robert Lansing, fue categórico en que no podía producirse esa vinculación: los préstamos estadounidenses tenían que ser completamente devueltos. Francia y Gran Bretaña dependían, pues, de la extracción de grandes sumas de Alemania para reembolsar los préstamos de Estados Unidos. En la Conferencia de Reparaciones que siguió al Tratado de Versalles, Inglaterra, no Francia, pidió las mayores sumas, reclamando inicialmente 100 millardos de dólares; en 1921 la cifra final se estableció en 12,5 millardos de dólares; Ahamed calcula que en la actualidad una deuda equivalente alcanzaría los 2,4 billones de dólares. Como señalaba Keynes en *The Economic Consequences of the Peace*, mientras las firmas todavía estaban secándose sobre el Tratado, Alemania tendría que obtener un superávit comercial para pagar las multas punitivas mediante la consecución de parte de la cuota del mercado mundial de sus principales rivales.

Alemania había perdido 700.000 kilómetros cuadrados de territorio, quizá seis millones de habitantes y por lo menos una octava parte de su potencial económico. En 1914 el marco se había mantenido a 4,2 por dólar; en 1920 se había debilitado hasta los 65. Con un Partido Socialdemócrata de masas y un joven y militante Partido Comunista respaldado por la Rusia bolchevique a los que hacer frente, la nueva República alemana se vio obligada a mantener niveles relativamente altos de provisión social: pensiones de guerra para viudas y veteranos, seguro de desempleo, jornada laboral de ocho horas. Ahamed cita la observación del banquero de Hamburgo Max Warburg para explicar la hiperinflación: el dilema del Reichsbank era o «detener la inflación y desencadenar la revolución», o continuar imprimiendo dinero. Como es conocido, el presidente del Reichsbank, von Havenstein, continuó con la impresión, realizando la «mayor destrucción de valor monetario de la historia de la humanidad». En agosto de 1923, el marco estaba a 620.000 por dólar; en noviembre de 1923, a 630 millardos. Fue en este momento cuando Hjalmar Schacht fue nombrado por Stresemann como nuevo comisario de Divisas. Introdujo el Rentenmark respaldado por un impuesto sobre la tierra y fijado en uno a 1 billón de marcos, poniendo en circulación una oferta rigurosamente limita-

da: un «puente entre el caos y la esperanza», como señaló. Respaldo por las despiadadas medidas de política fiscal de Stresemann, incluyendo el despido del 25 por 100 de los empleados gubernamentales, para elaborar un presupuesto equilibrado, Schacht buscó atraer de nuevo el oro a Alemania en suficientes cantidades como para regresar al nivel anterior a la guerra. Aclamado por la prensa como «El Mago», Schacht fue nombrado, como era de esperar, presidente del Reichsbank en diciembre de 1923. Al mes siguiente estaba en Londres, donde Norman le presentó a las fuerzas clave de la City, al mismo tiempo que informaba a Strong de que Schacht «parece conocer la situación [de Alemania] de la A a la Z, y tener, temporalmente, más control sobre ella de lo que yo me hubiera imaginado posible».

La solución estadounidense para el problema alemán se plasmó en el Plan Dawes: un préstamo de 200 millones de dólares para estabilizar el Rentenmark, condicionado a la aceptación de Berlín de un agente-general nombrado por Estados Unidos que se encargaría de gestionar el fondo de reparaciones: los pagos se reducirían durante cinco años para subir en 1929. Ahamed describe la escena en la *belle époque* del Hotel Astoria, próximo al Arco del Triunfo: Charles Dawes era un banquero de Chicago que había servido como general de brigada en la Fuerza Expedicionaria estadounidense en Francia, «un personaje del Medio Oeste de lenguaje directo, facciones alargadas, que fumaba una pipa al estilo de Sherlock Holmes y salpicaba su conversación con expresivas palabrotas». Un frente de banqueros de Estados Unidos y Gran Bretaña encabezado por Norman y el representante de la Casa Morgan, Thomas Lamont, insistió en la retirada francesa del Rhur como condición previa para lanzar los 200 millones de dólares del crédito de Dawes. *The New York Times* informó que muchos franceses estaban convencidos de que «el único propósito de Estados Unidos es sacar más dinero a costa de los infortunios de Europa», mientras que el periódico de Springfield, *The Republican*, comentaba, «en los años de escasez que siguen a una guerra agotadora, los financieros están por encima de los generales». En agosto de 1924 la Conferencia de Dawes presentó a la delegación alemana un acuerdo de todo o nada, y le dio una noche de plazo para decidirse. Solo Schacht habló en contra con su «duro acento frisón»: «No podemos aceptar estos términos; nunca podremos cumplirlos». Stresemann insistía en lo contrario: «Tenemos que liberar Renania. Tenemos que aceptar». El crédito Dawes puso en marcha un acelerado flujo de capital caliente hacia Alemania, y por fin pareció que se producían las primeras señales de una recuperación europea. Keynes resumió el Plan: «Estados Unidos presta dinero a Alemania, Alemania transfiere su equivalente a los aliados, los aliados se lo devuelven al gobierno de Estados Unidos». El malhablado Dawes pronto se convirtió en el compañero de candidatura de Silent Cal [Calvin Coolidge] y en el ganador de un Premio Nobel.

La receta de los banqueros centrales para la «normalidad» y la estabilización fue el regreso a la disciplina del oro, idealmente a las paridades anteriores a la guerra. Para lograrlo, las debilitadas monedas europeas te-

nían dos vías: la deflación –elevar los tipos de interés para fortalecer la moneda a expensas de las exportaciones y de las empresas– o la devaluación –aceptar una valoración más baja de la moneda y así castigar a los ahorradores e inversores–. Strong y Norman estaban a favor de la primera vía, Moreau y Schacht de la segunda. En Estados Unidos, la deflación no era especialmente dificultosa, ya que la economía estaba en un equilibrio mucho más sólido; se había convertido en el mayor acreedor del mundo y guardaba unas enormes reservas de oro. Sin embargo, Strong intervino para evitar el funcionamiento «normal» del patrón oro: la expansión del crédito conjuntamente con las entradas de oro, que finalmente alentarían al capital a buscar otras monedas con mayores tipos de interés. En vez de ello, se aseguró de que la Reserva Federal mantuviera los tipos de interés relativamente elevados, «esterilizando» así la creciente reserva de oro. Si hubiera permitido que el dólar se devaluase o bajara, hubiera sido más probable que el oro circulase de vuelta a Europa.

El Banco de Inglaterra estaba en una posición mucho menos ventajosa, pero Norman era categórico en cuanto a regresar a la paridad con el oro anterior a la guerra como una cuestión de «civilización», vital para el prestigio de la libra esterlina y para la posición de Londres como el centro financiero del mundo. En 1920 la Fed y el Banco de Inglaterra habían elevado los tipos de interés hasta el 7 por 100 para enfriar la oleada de consumo inflacionario de la posguerra; la economía estadounidense se había recuperado en un año, mientras que Gran Bretaña permaneció atada a la recesión durante toda la década de 1920, con dos millones de trabajadores despedidos. Sin embargo, Norman continuó llevando a la libra hacia su valor anterior a la guerra de 4,86 dólares. Ahamed señala con indulgencia que los problemas económicos británicos no eran «el resultado de la ineptitud o el precio del pecado financiero», como era el caso de Francia o Alemania, sino simplemente «el desafortunado efecto colateral de un elevado grado de piedad y rectitud financiera». Al mismo tiempo, su relato ilumina el papel de la Fed de Nueva York y de la Casa Morgan para sostener la política del fetiche-oro. Strong sostenía que si la libra esterlina fracasaba en regresar al patrón oro, eso solo podía llevar a un «largo periodo de inestabilidad demasiado grave como para considerarlo»:

Ello significaría violentas fluctuaciones de los tipos de cambio, con un probable deterioro progresivo del valor de las monedas extranjeras frente al dólar; sería un incentivo para todos aquellos que están aventurando nuevas ideas sobre panaceas y recursos distintos al patrón oro para vender sus mercaderías; e incentivaría a que los gobiernos se muestren en ocasiones inclinados a recurrir a la emisión de papel moneda y a la inflación; podría incluso hacer que Estados Unidos vaciara el mundo de oro [...] un terrible periodo de privaciones, sufrimiento y desorden social y político [...] [que culminaría] en una crisis monetaria.

En enero de 1925 Norman se pasó dos semanas como invitado en el apartamento de Strong en Park Avenue, donde –a pesar de la línea oficial es-

tadounidense sobre Europa de «manos fuera»— fue sometido a una «intensa campaña» por su anfitrión y por los banqueros de Morgan para hacer regresar a la libra esterlina al patrón oro tan pronto como fuera posible. Strong dispuso un préstamo de la Fed por valor de 200 millones de dólares y otro de Morgan de 300 millones para el Banco de Inglaterra, con la condición de que Norman permaneciera al mando y se aprobara «por *force majeure*» una política de *shock* sobre reducción de salarios y beneficios. Churchill, entonces ministro de Hacienda, titubeó, pero finalmente en abril de 1925 hizo regresar a la libra al patrón oro con una paridad de 4,86 dólares, declarando grandilocuentemente que si «la libra inglesa no va a ser el patrón que todo el mundo conoce y en el que todo el mundo confía, los negocios, no solo del Imperio británico sino de toda Europa, quizá deban ser negociados en dólares». Como señaló Keynes en «The Economic Consequences of Mr. Churchill», la libra quedó revaluada en más del 10 por 100. Los obreros de las industrias exportadoras sufrieron un duro golpe, especialmente los trabajadores de los puertos, los mineros y los del sector textil. El año siguiente, las exigencias de los propietarios de minas de recortar los salarios y aumentar la jornada provocaron los diez días de huelga general.

Entre tanto, en Francia, Moreau y el Banco de Francia apuntaban con gran éxito hacia la política opuesta: mantener bajo el franco y estimular las exportaciones, creando con ello incluso mayores problemas de competitividad para la industria británica, mientras que pronto atraía entradas de oro. Las relaciones entre los dos banqueros centrales eran tensas. Ahamed describe el contraste que se produjo en su primer encuentro en 1926: «Norman, alto, distinguido y cosmopolita, con su cuidada barba y sus elegantes trajes; Moreau, bajo, rechoncho y calvo, con aspecto de notario de provincias sacado de una novela de Flaubert». Frente a su homólogo galo, «el famoso encanto de Norman pareció abandonarle. Se mostró gratuitamente paternalista y a pesar de hablar francés con fluidez, insistió en hablarle a Moreau, que no hablaba idiomas, todo el rato en inglés». Moreau anotó en su diario: «Norman no ahorra esfuerzos para halagar a Strong o para ganar influencia sobre él. Se marchó a pasar varios días en Antibes solamente porque Strong estaba allí».

En el verano de 1927, por consiguiente, ya estaban actuando muchos de los desequilibrios que se encontrarían detrás del *Crack* y de la Gran Depresión; el recién reconstituido patrón oro internacional no se autocorregía, como lo había hecho el sistema anterior a 1914; el dinero caliente estaba provocando un *boom* de la construcción en Alemania; la libra esterlina estaba congelada a un tipo de cambio demasiado elevado y el franco a uno demasiado bajo. En julio de 1927 los principales banqueros centrales se reunieron en cóncave en una mansión privada digna del «mundo del Gran Gatsby» de la «Costa de Oro» de Long Island, para debatir los problemas a los que se enfrentaban: por encima de todo, la necesidad de fortalecer las reservas de oro europeas y de alentar los flujos procedentes de Estados Unidos. Strong solo veía una opción: un recorte de

los tipos de interés estadounidenses, aunque reconocía que esto daría a las bolsas «*un petit coup de whisky*», como dijo a los franceses. Cuando el Dow rompió la barrera de los 200 y las transacciones basadas en el endeudamiento empezaron a dispararse, con los préstamos de los corredores de bolsa pasando de 3,3 millardos de dólares en 1927 hasta 4,4 en 1928, Strong, al timón de la Reserva Federal de Manhattan, fue acusado –por el propio Herbert Hoover– de alentar así la especulación en la burbuja.

En esta situación, las consecuencias de la decisión de la Fed de elevar los tipos de interés para controlar la burbuja desde finales de 1928 se amplificaron enormemente. La reversión de los flujos de capital, a medida que el dinero caliente era aspirado desde Alemania y América Latina de vuelta a Estados Unidos, dejó expuesta la debilidad de los países endeudados y dañó las inversiones británicas en esos países. La competencia económica y la desconfianza nacionalista continuaron combinándose para erosionar las «reglas» de cooperación que se suponía que aseguraban la función equilibradora del patrón oro. Ahamed sostiene que, en esta etapa, el mercado de valores alcista era «lo suficientemente violento e intenso como para matar». Es más, Strong, que falleció en octubre de 1928, con su salud minada por la tuberculosis y la neumonía, no había considerado el papel de las economías no financieras a la hora de socavar un sistema monetario internacional profundamente defectuoso, en el que Gran Bretaña era uno de sus eslabones más débiles. Las relaciones personales reflejaron la fractura de los lazos internacionales. En su último encuentro con Norman, cuatro meses antes de su muerte, Strong rugió contra el gobernador del Banco de Inglaterra «con el lenguaje más vehemente», declarando una «estupidez más allá de toda comprensión» el que Norman buscara pleitos con Moreau sobre quién debería proporcionar un préstamo a Rumanía, cuando la acumulación de libras esterlinas de Moreau dejaban a los ingleses «completamente dependientes del Banco de Francia».

En febrero de 1929, según lo acordado, los estadounidenses incrementaron sus exigencias de pago en concepto de reparaciones que debía hacer Alemania. (Ahamed proporciona el menú del banquete de inauguración de la conferencia de París que estableció el tristemente célebre Plan Young: ostras con un Chablis de 1921, langosta *à l'américain* con un Pouilly de 1919, venado con un Château Rothschild de 1881 y tres platos más por el estilo para acabar con un coñac Napoleón de 1820 después del café.) Schacht presentó su dimisión del Reichsbank en protesta contra las abusivas multas y empezó a moverse hacia la extrema derecha (regresaría unos años después, con Hitler, como presidente del Reichsbank y ministro de Economía). En el verano de 1929, con «Alemania tambaleándose al borde del impago, la escasez de oro, la caída de los precios de las materias primas, la locura del mercado de valores de Estados Unidos y una libra esterlina crónicamente débil cautiva del Banco de Francia», resultaba difícil decir cuál era el factor más explosivo. Los inversores afluyeron a los refugios de los mercados estadounidenses y franceses, mientras la caída de los precios aplastaba las esperanzas del sector exportador.

Cuando los gobiernos recortaron las provisiones sociales y elevaron las barreras arancelarias y los tipos de interés, se desencadenó un ciclo de retroalimentación negativa: la demanda se ahogó aunque los precios caían. La recesión bullía ya en muchas áreas de la economía mundial, antes de que el mercado de valores de Nueva York se derrumbase.

A partir del Martes Negro, los banqueros centrales fueron zarandeados de un lado a otro por sus economías nacionales. En 1930 la producción industrial había descendido un 20 por 100 en Gran Bretaña, el 25 por 100 en Alemania y el 30 por 100 en Estados Unidos. Muchos millones más se habían quedado sin trabajo y los precios internacionales de las materias primas —algodón, café, caucho, trigo— habían caído un 50 por 100. En mayo de 1931 el colapso de Credit Anstalt, el banco más grande y acreditado de Viena, fue la perdición final del comercio de entreguerras y de los sistemas de endeudamiento y monetario. La confianza de los inversores en el Reichsbank se resquebrajó. Una oferta estadounidense efectuada en el último minuto para suspender los pagos en concepto de reparaciones de Berlín fue echada por tierra por las reclamaciones políticas de los franceses. La subsiguiente crisis bancaria alemana desató oleadas de pánico por todo el globo. Chile se unió a Bolivia y Perú en el impago de la deuda. El capital abandonó Londres, gravemente implicado tanto en Alemania como en América Latina. A finales de julio, Norman se marchó pronto del Banco, anotando en su diario «me encuentro indispuerto». Sus médicos diagnosticaron un colapso nervioso producto de la excesiva tensión y le prescribieron reposo absoluto. El gobierno laborista se dividió en torno a las condiciones del préstamo de la Casa Morgan, que incluían recortes salvajes de las prestaciones de desempleo. En septiembre de 1931, Ramsay MacDonald suspendió la convertibilidad con el oro; en los tres meses siguientes la libra esterlina cayó un 30 por 100 en relación al dólar.

Con las puertas británicas con el cerrojo echado, los temores se centraron en una devaluación del dólar. El contagio se extendió por todo Estados Unidos, produciendo una retirada de depósitos de los bancos que diezmó al sistema bancario. La situación se vio agravada por regulaciones mal formuladas de la Reserva Federal, que la obligaron a elevar los tipos de interés, al compás del descenso de las reservas de oro, justo cuando la economía se sumergía en una espiral deflacionista. Solamente con la decisión de Roosevelt de salirse del patrón oro y devaluar el dólar, la economía de Estados Unidos tocó fondo y empezó a estabilizarse. En el frente internacional, un dólar en descenso rompió finalmente el compromiso francés con el patrón oro, cuando sus exportaciones ya no podían competir. Cuando en 1933 se reunió en Londres la Conferencia Económica Mundial, de nuevo las preocupaciones nacionales echaron por tierra cualquier acuerdo para estabilizar las monedas. Los banqueros centrales habían estado cerca de alcanzar un acuerdo entre bastidores cuando Roosevelt envió una repentina misiva frustrando el trato. Durante el resto de la década se produciría un imparable proceso de competitivas devaluaciones destinadas a empobrecer al vecino. Haría falta esperar a los acuerdos

de Bretton Woods de 1944 para que se estableciera –temporalmente por lo menos– un sistema monetario internacional estable.

El juicio final de Ahamed es un sucinto ejemplo de la teoría de la historia del «gran hombre»: la Gran Depresión fue «el resultado directo de una serie de juicios erróneos de los que toman las decisiones sobre política económica», empezando por las decisiones sobre endeudamiento y reparaciones de guerra tomadas en la Conferencia de París, seguidas por la determinación de los banqueros centrales por regresar al patrón oro y por su fracaso en responder de manera adecuada y coordinada a la crisis bancaria de 1931. Después de la muerte de Strong, el liderazgo de la Fed quedó en manos de «oportunistas sin experiencia y mal informados», mientras que Moreau en el Banco de Francia estaba «más decidido a utilizar la recién encontrada fortaleza francesa para fines más políticos que económicos». Como resultado, «lo que empezó como modestas y correctivas recesiones en Estados Unidos y Alemania se transformó, por auténtica locura y falta de visión, en una catástrofe mundial». Ahamed sostiene que, aunque Strong fue responsable de la desastrosa política del patrón oro, si hubiera estado al timón en 1931 habría actuado «con mayor vigor y mayores resultados» que su sucesor. Y, desde luego, si Keynes hubiera estado al mando desde 1918 en adelante, la economía mundial habría tomado un rumbo completamente diferente. El final feliz de *Lords of Finance* describe a Keynes y a Harry Dexter White estableciendo la arquitectura del FMI-Banco Mundial del orden de la posguerra, en medio del bucólico lujo de Bretton Woods, «componiendo el escenario para uno de los periodos más largos de crecimiento económico sostenido que el mundo ha visto nunca». (Aunque Ahamed no lo dice, también sería una época donde los banqueros centrales desempeñarían un papel mucho más reducido; el nombramiento de Paul Volcker como presidente de la Reserva Federal en 1979 señalaría la recuperación de su estatus en el mundo.)

Como era de esperar, la visión de *Lords of Finance* sobre las causas de la Gran Depresión es la de una vigorizante polémica más que una adjudicación equilibrada de un abanico de factores complejos, menos aún una tentativa de un modelo de su intercalación. Durante el propio periodo, muchos economistas pensaron que las raíces del problema estaban en la sobreinversión de las décadas previas, que tuvo por resultado el descenso de la demanda agregada cuando se presentaron menos oportunidades para realizar nuevas inversiones. Rexford Tugwell, uno de los consejeros más influyentes de Roosevelt, sostenía en 1933 en su «Diseño de gobierno» que el problema subyacente era «una capacidad actual para una producción mayor de la que se puede consumir, por lo menos bajo un sistema que reduce la capacidad adquisitiva mientras aumenta la capacidad de producir». El economista laborista Charles Persons sugirió en 1930 que «la depresión actual se debía esencialmente a la gran oleada de expansión del crédito de la década pasada»; la juerga de consumo había concluido en «un gran exceso de capacidad competitiva», con grandes cantidades de inversiones «colocadas sin esperanza en fábricas ociosas». Hoover recalca-

ba el problema de superproducción en Europa, y de los endeudamientos y déficits que se producían allí, pero también se quejaba de que el fracaso del sistema financiero «había sido la causa principal de la mayor parte de la desmoralización de nuestros sistemas de producción y distribución». Investigadores posteriores también han señalado los papeles desempeñados por la desigualdad de ingresos y el infraconsumo (Paul Sweezy), el desequilibrio comercial entre el productor de materias primas y las naciones industrializadas (Charles Kindleberger), los ciclos económicos y el estancamiento (Simon Kuznets y Moses Abramovitz), inversiones desacertadas, junto al cambio desde los bienes de capital a la producción para el consumo (Josef Steindl y Michael Bernstein), o las espirales deflacionistas y la pobre intermediación del crédito (Ben Bernanke).

La economía real se encuentra casi por completo ausente en *Lords of Finance*, como también lo está el amplio mundo más allá de las cuatro grandes potencias: apenas se menciona a la Unión Soviética, América Latina o a los imperios coloniales sobre los que se apoyaban la libra esterlina y el franco. Keynes está presente, pero el dramatismo de su visión del mundo de alguna manera queda neutralizado. «El último de los grandes liberales ingleses», en palabras de su biógrafo Robert Skidelsky, introdujo el Estado solamente porque lo vio como «el último recurso» para corregir los defectos de la sociedad. *The Economic Consequences of the Peace* es en última instancia un apasionado llamamiento a las armas para salvar el orden capitalista liberal de «esa guerra civil final entre las fuerzas de la reacción y las desesperadas convulsiones de la revolución, frente a las que los horrores de la última guerra alemana se desvanecen en la nada». Asimismo, la mayor profundidad política del planteamiento de Keynes a la cuestión de las reparaciones de guerra —el endeudamiento como motor del préstamo estadounidense, que carga sobre Europa el yugo de los banqueros de Nueva York— no es captada por Ahamed. Todo lo que se encuentra es la sugerencia de Skidelsky de que Keynes, inquieto por el traslado del poder financiero desde Londres a Nueva York, pretendió hacer de Alemania un socio para resistir la «americanización del mundo».

¿Qué comparaciones se pueden hacer entre la concatenación de crisis que inaugurara la Gran Depresión y los problemas económicos el mundo en la actualidad? En un llamativo epílogo, Ahamed esboza tres distinciones. La primera, la escala del cataclismo de la década de 1930: durante un periodo de tres años, el PIB real de las principales economías cayó más del 25 por 100, el precio de las materias primas lo hizo a la mitad, los salarios un tercio y la cuarta parte de la mano de obra masculina estaba desempleada; prácticamente todos los deudores soberanos cayeron en el impago, incluyendo a Alemania, la tercera economía más grande del mundo. En segundo lugar, las crisis de 1929-1931 llegaron «en cascada una tras otra en un mismo periodo concentrado en dos años»; por el contrario, aquellas que han sacudido la economía mundial desde finales de la Guerra Fría «han golpeado, convenientemente, de una en una con intervalos decentes entre ellas». Aquí, Ahamed propone un interesante conjunto de paralelismos

mos entre los componentes de las crisis de 1929-1933 y los de nuestra propia era. Sostiene que la interrupción en 1928 del flujo de capital estadounidense hacia Europa, que arrojó a Alemania a la recesión, tiene su contrapartida en la crisis del peso mexicano de 1994. El *Crack* se empareja con el estallido de las empresas puntocom en 2000, «ambas seguidas por una desenfundada burbuja en la que las acciones perdieron por completo el contacto con la realidad económica», quedando sobrevaloradas entre un 30 y un 40 por 100. La evaporación de la confianza en los bancos alemanes y centroeuropeos en 1931 tiene su analogía con las crisis de los «mercados emergentes» de 1997-1999, que afectaron no solamente a Tailandia, Indonesia, Corea del Sur y Rusia, sino también a Argentina y Brasil. Finalmente, la secuencia de pánicos bancarios de 1931-1933 está hermanada con la contracción del crédito y la crisis global de 2007-2010:

La turbulencia actual también ha conducido a un pánico generalizado en el sistema financiero; esta vez no de individuos presos del miedo, sino de banqueros e inversores aterrorizados retirando su dinero no solo de los bancos comerciales, sino también de los bancos de inversión, de los fondos del mercado monetario, de los *hedge funds* y de todos esos misteriosos «vehículos para propósitos especiales fuera del balance» que han surgido en la década pasada. Todas las instituciones financieras que dependen de una financiación a gran escala de sus iguales se han visto amenazadas en mayor o menor grado.

Ahamed sostiene que, en algunos aspectos, la actual crisis es «incluso más virulenta» que los pánicos bancarios de principios de la década de 1930. En aquellos días, los ahorradores tenían que ponerse físicamente en fila a la puerta de su banco para obtener su dinero, mientras que ahora «se trasvasan ingentes cantidades de dinero con el clic de un ratón». Además, el sistema financiero mundial es ahora mucho mayor, en relación al PIB, y mucho más complejo e interconectado, con un apalancamiento y un apoyo sobre fuentes de financiamiento a corto plazo que operan a gran escala, las cuales pueden «evaporarse en una noche». Ahmed concluye que el sistema bancario internacional es por ello mucho más vulnerable en la actualidad.

Sin embargo, en compensación —y esta es la tercera gran diferencia que se puede señalar con las décadas de 1920 y 1930— tenemos la admirable respuesta de los banqueros centrales y las autoridades del Tesoro a la crisis de 2008. Sin sus medidas carentes de precedentes para «inyectar gigantescas sumas de liquidez en el mercado del crédito y para proporcionar capital a los bancos», no hay duda de que el sistema financiero mundial «habría colapsado tan espectacularmente como lo hizo en la década de 1930». Esta vez, los señores de las finanzas han «evitado una catástrofe»; en palabras de la revista *Time*, han salvado al mundo. Sin embargo, una lectura menos complaciente sugiere que, lejos de ser felizmente diferente, la estrategia de los actuales banqueros centrales ha sido en general demasiado equiparable a la de Norman, Strong y colegas: apuntalar un sistema financiero roto, en sí mismo producto de profundos problemas

subyacentes de la economía real. Alan Greenspan y Ben Bernanke en la Reserva Federal, Mervyn King en el Banco de Inglaterra y Jean-Claude Trichet en el BCE, todos comparten una inclinación por la regulación «ligera» del hipertrofiado sector financiero. Greenspan alentó deliberadamente la inflación de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos y su extensión al territorio *subprime*, después de la quiebra de las puntocom. Bernanke y King se aseguraron de que Wall Street y la City de Londres dictasen las «soluciones» para la crisis. Todos apoyan ahora medidas procíclicas de austeridad; ninguno ha cuestionado el diseño fundamental del sistema bancario. Como Norman, King se propuso mantener una libra esterlina fuerte, potenciando el papel de Londres en las finanzas internacionales pero destruyendo la producción nacional.

El propio Greenspan ha sostenido recientemente que la actual crisis tiene sus raíces en la enormemente dilatada fuerza de trabajo que produce para la exportación, haciendo subir el PIB en el mundo «en desarrollo» y creando así un ahorro superior a «las intenciones globales para invertir»; por ello, un tipo de interés en Estados Unidos históricamente bajo es el resultado de una falta de otras oportunidades de inversión. De hecho, Greenspan y Bernanke, como Strong, aún siendo conscientes de la importancia de las decisiones de la Fed en el sistema monetario internacional, en última instancia basaron sus acciones en las necesidades de la economía doméstica. De ahí el regreso del juego nacional de echar la culpa a otros, tan evidente en las décadas de 1920 y principios de la siguiente. La prensa financiera anglófona no ahorra sus críticas sobre el excesivo ahorro de las naciones asiáticas, especialmente de China, y de Alemania. Los políticos británicos se han visto atacados por abstenerse de la promesa realizada por la UE-FMI de mantener unido el agrietado euro. El Congreso de Estados Unidos ha encabezado la campaña para presionar a la RPCh para que permita el fortalecimiento de su moneda frente al dólar; el mayor consumo chino que supuestamente vendría a continuación es propuesto como el tónico perdido para la desfalleciente economía estadounidense.

Los problemas sistémicos causados por el descenso de la rentabilidad del núcleo capitalista avanzado, la hiperexpansión de su sector financiero y la desestabilizadora aparición de un nuevo «taller del mundo» en el Lejano Oriente son de una escala diferente, tanto moral como económica y políticamente, a la devastación ocasionada por la Primera Guerra Mundial. Sin embargo, muchos de los actuales síntomas de disfuncionalidad tienen un asombroso parecido con los de finales de la década de 1920: excesiva capacidad de sobreinversión en las mismas líneas de producción; niveles insostenibles de endeudamiento personal, empresarial y soberano; altos niveles de desigualdad; intensificación en la repetición de los fracasos del mercado financiero; y, quizá por encima de todo, una ausencia de liderazgo intelectual y político en las naciones más ricas que propiciara los enormes cambios estructurales necesarios para «salvar al mundo».