

Escuchen a magos y prepárense para el desastre

TIMOTHY GARTON ASH

EL PAÍS - Opinión - 26-06-2010

Pensé que había llegado el momento de conocer al todopoderoso. Me refiero, por supuesto, a eso que se denomina los mercados de deuda. Porque, cuando ellos llaman, los Gobiernos de este mundo tiemblan. Ante ellos se hincan todas las rodillas. Para ahuyentar su ira, George Osborne [nuevo ministro de Hacienda británico] acaba de presentar el presupuesto más draconiano que se recuerda, una ofrenda en el altar de ese Dios al que llamamos simplemente "los mercados".

De modo que, durante las últimas semanas, he hablado con operadores, estrategas y analistas en el mercado de deuda de Londres. Empezaré por decir que soy un novicio y un total aficionado en este terreno. Si lo que buscan es experiencia, no sigan; váyanse a *The Financial Times* o a la columna de Larry Elliott en *The Guardian*. Ahora bien, si me aceptan como emisario de los ciudadanos corrientes al Monte Olimpo, continúen leyendo.

Lo primero que me llamó la atención fue el efecto Mago de Oz. Al retirar la cortina se ve, tras esa figura gigante de voz atronadora y misteriosa, a un hombrecillo que aprieta botones y tira de palancas. O, mejor dicho, a miles de hombres (y unas cuantas mujeres). En su mayoría, no solo no exhiben ninguna arrogancia olímpica y divina, sino que parecen incluso más aterrorizados que los demás. En parte, sin duda, es porque les pagan para estar nerviosos, pero también porque conocen mejor el lugar tan peligroso en el que nos encontramos. Y una razón por la que lo conocen mejor es que saben que el peligro procede también de ellos

mismos. Porque los mercados financieros son un ejemplo clásico de lo que los sociólogos llaman un problema de acción colectiva. Miles de operadores individuales toman decisiones que, una por una, son racionales, al menos a corto plazo, pero en conjunto son irracionales.

Una característica fundamental de los mercados financieros es que los que intervienen en ellos son al mismo tiempo actores y espectadores. George Soros, que ha pasado media vida tratando de explicar este fenómeno al mundo, dijo la semana pasada en Londres que "los mercados no reflejan muy bien los hechos, en parte porque ellos mismos crean esos hechos". Lo que Soros llama "reflexividad" consiste en que las tendencias del mundo real refuerzan una tendencia en la mente de los participantes en el mercado, que, a su vez, refuerza esas tendencias en "una relación reflexiva, de doble retroalimentación". Las realidades crean expectativas, pero las expectativas también crean realidades, y así sucesivamente.

Un analista con el que he hablado desarrolla una atractiva metáfora de los mercados de deuda, de pie como esquiadores ante la amenaza de una "avalancha soberana". La diferencia es esta: en las pendientes de Chamonix, aunque mil esquiadores miren con angustia hacia arriba, su miedo no tiene ninguna influencia en la probabilidad de avalancha. En los mercados financieros, es el miedo de los esquiadores el que desencadena la avalancha. Por supuesto, para que exista ese peligro de avalancha, primero tiene que haber montones de nieve tambaleándose en lo alto de la montaña. Aunque unos mercados financieros sobrecalentados y apalancados en exceso contribuyeron a amontonar la nieve, no fueron los principales responsables. Los Gobiernos, las empresas y, no se nos olvide, ustedes y yo -en nuestro doble papel de consumidores y

votantes- fuimos los principales amontonadores de nieve. Lo que los analistas del mercado de deuda muestran con una claridad asombrosa es, en la mayoría de los países desarrollados (no en todos), y sobre todo en muchos países europeos, una espantosa historia que se escribe con dos *des*: deuda y demografía.

Durante el último medio siglo, hemos acumulado un volumen asombroso de deuda empresarial, privada y pública. Después de la crisis financiera, se ha trasladado el énfasis de unos préstamos insostenibles del sector privado a unos préstamos insostenibles del sector público. Mientras los alegres banqueros se encaminan riéndose a sus yates, la crisis de la deuda en el sector privado se ha convertido en una crisis de la deuda soberana. Y, por cierto, las naciones exportadoras, virtuosas y ahorradoras, como China y Alemania ("*Chermany*", las llama Martin Wolff), dependen del carácter despilfarrador, fomentado por los créditos, de otros países que compran sus exportaciones.

Entre tanto, los miembros de la generación del *baby boom* están empezando a jubilarse y la proporción de la población por encima de 65 años está aumentando a toda prisa. Como no tengamos una inmigración juvenil masiva que logre integrarse plenamente, vamos a tener que trabajar todos más años, y nuestros Estados de bienestar tendrán que adelgazar y reducirse de forma escandalosa. El hacha de Osborne no es más que un aperitivo de lo que se nos avecina.

Los mercados financieros no son los principales responsables de este doble palo de la deuda y la demografía, pero tampoco son simplemente "el mensajero". Todos los *magos* con los que he hablado identifican varios problemas graves en la forma de funcionamiento de los mercados.

Hasta hace poco, se consideraba un axioma que la deuda pública carecía casi por completo de riesgos. Se decía que el rendimiento de los bonos del Tesoro era "el tipo de interés sin riesgos". Dentro de la eurozona, los mercados se equivocaron enormemente al calcular el riesgo en países como Grecia. Es cierto que el Gobierno griego tenía que pagar un poco más que Alemania para pedir prestado en los mercados, pero ni mucho menos lo que debería haber pagado.

Además, está el problema de la visión crónica y creciente a corto plazo. Los gestores de activos hoy miden el rendimiento por trimestres o, como mucho, por semestres, y las valoraciones se hacen a los precios de mercado del momento. Por lo tanto, si hay una burbuja, el gestor de fondos debe meterse en ella de un salto, aunque sepa que va a estallar. Si no lo hace, su pesimismo puede estar justificado a largo plazo, pero mientras tanto se quedará sin trabajo, porque los inversores se llevarán su dinero a otra parte.

Esto, a su vez, aumenta esa característica intrínseca de los mercados que es el efecto de reflexividad de Soros. Tanto si nos fijamos en la deuda pública como en la gestión de fondos de riesgo o en el crecimiento económico en sí (que en parte depende de lo rica que se considere la gente, que a su vez es un reflejo de la valoración actual de sus activos), vemos el mismo modelo de espirales ascendentes o descendentes que se refuerzan a sí mismas. En otras palabras, la nave es intrínsecamente inestable.

Si este análisis no está completamente descaminado (y agradeceré todas las explicaciones eruditas de por qué sí lo está), surgen varias preguntas. ¿Pueden corregir los mercados, hasta cierto punto, su forma de

funcionar, por ejemplo para abordar el problema de la obsesión crónica con el corto plazo? En ese caso, ¿cómo? ¿Pueden los Gobiernos, las organizaciones internacionales y las acciones coordinadas de los Estados regularlos de manera más eficaz? Este es un tema importante de la reunión del G-20 este fin de semana en Canadá.

No obstante, si los mercados de deuda tienen un problema de acción colectiva, los Estados también. Una idea muy clara que he sacado de mis conversaciones es que lo que verdaderamente causa impresión en los mercados es la actuación decidida, a gran escala, cueste lo que cueste, de "conmoción y espanto", de un Estado soberano serio, es decir, una potencia como los mercados de deuda nunca pueden llegar a ser. Hay ejemplos como Estados Unidos en la crisis financiera, China y quizá incluso el pequeño Reino Unido (veremos) en la actualidad. Una razón por la que todavía no les convence la reacción de la eurozona a su crisis es que no tiene ese soberano individual, serio y decidido. Ahora bien, si la eurozona, que está relativamente unida, no puede convencer, ¿cómo va a hacerlo una vaga constelación dispar de 20 Estados?

Espero lo mejor de la cumbre de este fin de semana del G-20; espero contra toda esperanza. Pero yo que ustedes, estén donde estén, me dispondría a seguir sufriendo, y estaría atento a una nueva avalancha.