



**ACTUALIDAD  
ECONOMICA**

Nacional Economía  
Mensual

Tirada: **34.734**  
Difusión: **23.074**  
(O.J.D)  
Audiencia: **80.759**  
**01/04/2011**

Sección: -  
Espacio (Cm\_2): **471**  
Ocupación (%): **95%**  
Valor (€): **5.916,00**  
Valor Pág. (€): **6.200,00**  
Página: **45**



Imagen: **Si**

# POR QUÉ ESTA VEZ ES **TAMPOCO** DIFERENTE

**LAS CRISIS DE DEUDA SOBERANA HAN VENIDO SIENDO LA NORMA DESDE HACE AL MENOS OCHO SIGLOS. NO SE HAN LIBRADO NI RICOS NI POBRES, COMO EXPLICA KENNETH ROGOFF. ¿POR QUÉ SIEMPRE NOS CONVENCEMOS DE QUE ESTA VEZ VA A SER DIFERENTE? ¿LLEVAMOS EL 'DEFAULT' INSCRITO EN LOS GENES?**

**MI TRAYECTORIA COMO** especulador es breve y desconcertante. A finales de los 80, animado por mi entrañable tía Conchita, meti mis escasos ahorros en Fórum Filatélico. Aquello sucedió antes de que se descubriera todo el pastel, así que me fue bastante bien. Luego, a mediados de los 90, debidamente asesorado esta vez por un director de sucursal, contraté un fondo indiciado al Nikkei. Por fortuna, el capital estaba ga-



**POR MIGUEL  
ORS VILLAREJO  
FOTOGRAFIA  
MÁXIMO GARCÍA**

rantizado, porque la bolsa japonesa no dejó de caer todos y cada uno de los años que duró la inversión.

En mi descargo he de señalar que mi talento para los negocios parece tener un componente genético. He estado haciendo memoria y creo que mi padre no se ha perdido ninguno de los grandes expolios de nuestra historia económica reciente: la ampliación de Banesto, Terra, Afinsa, el negocio de las lombrices... Le han faltado los pagarés de Nueva Rumasa y poco más.

Mucha gente está convencida de que estos contratiempos sólo les ocurren a

incautos como mi padre o como yo, pero la relación de damnificados incluye también a algunos listos eximios. A bote pronto se me ocurren John Maynard Keynes, que se arruinó tres veces, y John Allen Paulos, un científico que en 1990 publicó una condescendiente denuncia de la incultura estadística (*El hombre anumérico*) y en 2004 confesó su ruinosa experiencia con las puntocom (*Un matemático invierte en la bolsa*).

Con los países pasa igual. Hasta esta última recesión estábamos convencidos de que las tormentas financieras eran fenómenos propios del mundo subdesarrollado, pero las oleadas de bancarrotas han sido la norma en todas las regiones del planeta al menos desde hace ocho siglos. Y digo al menos porque la serie que han reunido los economistas Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart en su libro *This time is different* [Esta vez es diferente] no llega más atrás.

Rogoff y Reinhart han detectado un patrón recurrente. Los precursores de una crisis son siempre los mismos: balanzas de pagos deficitarias, inflaciones de activos (vivienda, acciones, tulipanes), endeudamiento excesivo de empresas y hogares... Sin embargo, una y otra vez nos las arreglamos para pensar que esta vez va a ser diferente. A finales del siglo XX, la productividad de las nuevas tecnologías justificaba las disparatadas cotizaciones del Nasdaq, a pesar de que, como observó Robert Solow, la productividad de las nuevas tecnologías aparecía en todas partes menos en las estadísticas. Y a comienzos del XXI era la eficiencia de los derivados la que había neutralizado el riesgo, canalizándolo hacia los agentes que estaban en mejor disposición de soportarlo.

"Existe la idea de que los países y los acreedores han aprendido de sus errores", escribían Rogoff y Reinhart en abril de 2008, antes de que estallaran los recientes episodios de deuda soberana. "La celebración puede resultar prematura. Los ciclos de bancarrota llevan entre nosotros desde 1800, si no antes. La tecnología cambia y la moda evoluciona, pero la capacidad de Gobiernos e inversores para engañarse a sí mismos se mantiene intacta". Y concluían: "La arraigada convicción de que esta vez es diferente impide justamente ▶

	Tirada: <b>34.734</b>	Sección: -	
	Difusión: <b>23.074</b> (O.J.D)	Espacio (Cm_2): <b>490</b>	
Nacional	Audiencia: <b>80.759</b>	Valor (€): <b>6.155,00</b>	
Economía		Valor Pág. (€): <b>6.200,00</b>	
Mensual	01/04/2011	Página: <b>46</b>	Imagen: <b>Si</b>

## MACROECONOMÍA

### POR QUÉ ESTA VEZ TAMPOCO ES DIFERENTE

que esta vez sea diferente y hace inevitable la catástrofe".

**PROBLEMAS DEL CORAZÓN.** "Me parece curioso que se eche ahora la culpa de la crisis española al Fondo Monetario Internacional", dice Rogoff mientras acaricia un ejemplar de su libro. Estamos en la Fundación Rafael del Pino y acabo de comentarle que Xavier Sala-i-Martin ("un hombre brillante", puntualiza) achaca las tribulaciones de las economías periféricas a la expansión del gasto que aconsejó el FMI. "Los planes de rescate explican una parte muy modesta de la deuda estadounidense o española", dice Rogoff. "Después de una oleada de quiebras bancarias es lógico que venga una crisis soberana. Siempre ha sido así. El colapso del crédito frena la actividad, hunde la recaudación fiscal, aumenta el gasto en subsidios y dispara el déficit".

En resumen: lo único sorprendente es

la falta de transparencia y el descontrol de los derivados. Era un diagnóstico perfecto, pero no volvió a insistir".

¿Por qué? "Bueno, es el gobernador y no va a estar todo el día anunciando desastres. En el peor de los casos, porque puede precipitarlos y, en el mejor, porque arruina su reputación. Acuérdesse de Alan Greenspan y su comentario sobre la exuberancia irracional de los mercados". (Cuando lo realizó, en diciembre de 1996, el Dow Jones estaba en 6.000 puntos. Tres años después, había alcanzado los 11.000 y seguía subiendo).

Otro problema es que las advertencias no dejaban de ser disparos aislados que rebotaban contra el paradigma dominante de la Gran Moderación. "Mucha gente muy influyente creía que, gracias a la pericia de los banqueros centrales y a la sofisticación de la industria financiera, la volatilidad se había reducido", recuerda Rogoff. "Robert Lucas [Nobel en

ble de Michael Burry, el gestor del multimillonario fondo Scion. Su historia la cuenta Michael Lewis en *The Big Short*. Burry no sólo no se dejó seducir por la industria de las *subprime*, sino que se dio cuenta del despropósito que era y diseñó un modo de beneficiarse de su inevitable colapso. (En la jerga técnica, esta operación de especular a la baja se llama *ponerse corto*; de ahí el título de Lewis.)

Los beneficiarios de muchas de aquellas hipotecas eran los famosos *ninja*, gente sin ingresos, trabajo ni patrimonio (*No Income, No Job or Assets*). Burry eligió pacientemente a los peores de todos. Luego llamó a los bancos y les ofreció una especie de seguro: estaba dispuesto a pagarles una prima a cambio de garantizarse el cobro de una cantidad en el caso de que los préstamos se declararan fallidos.

Hoy sabemos que era una apuesta ganadora, pero en aquel momento muy pocos entendieron lo que hacía. Algunos bancos ni se dignaron contestarle, y los pocos que lo hicieron se mostraron encantados: las *subprime* ya habían sido un negocio obscuro y ahora aparecía un chalado que les ofrecía encima pagarles una prima...

Los bancos no fueron los únicos que cuestionaron la salud mental de Burry. Sus propios socios se asustaron cuando les explicó lo que estaba haciendo y lo obligaron a reducir su exposición a las *subprime*. El tiempo le dio, sin embargo, espectacularmente la razón. En febrero de 2007, bastante antes de lo que había previsto, la morosidad hipotecaria se disparó, haciéndolo literalmente de oro.

¿Cómo se las arregló Burry para culminar la travesía del desierto en medio de la incompreensión general? Lewis da la clave al final de su relato. Resulta que Burry padece el síndrome de Asperger, un trastorno que se caracteriza por una grave falta de empatía. Los Asperger tienen serias dificultades para captar las emociones ajenas y ponerse en el lugar de otro. También manifiestan conductas obsesivas. Por suerte para Burry, le dio por analizar balances en vez de coleccionar catálogos de cortacéspedes.

"*The Big Short* es un libro fantástico", dice Rogoff. También coincide con Lewis en que la enfermedad de Burry le pudo

### "LOS ECONOMISTAS TENEMOS QUE SER HUMILDES", COMENTA ROGOFF. "CREÍAMOS QUE HABÍAMOS PENETRADO LA REALIDAD, PERO APENAS HEMOS COMENZADO A ARAÑAR LA SUPERFICIE"

que nos sigamos sorprendiendo. ¿Cómo es que nunca vemos venir los problemas?

"Hay varias razones", responde. "La primera tiene que ver con la memoria. Las crisis no se presentan seguidas. Entre medias hay largos periodos de bonanza en los que nos olvidamos y bajamos la guardia. Otra razón es la imposibilidad de anticipar una fecha. El macroeconomista es como un cardiólogo. Puede informar a un paciente con hipertensión de que, si no vigila su dieta y hace ejercicio, sufrirá un infarto. Lo que no puede decirle es el día y la hora".

El propio Rogoff denunció reiteradamente los desequilibrios globales. "No teníamos toda la fotografía, pero el aspecto general era malo. El problema es que, cada vez que abrimos la boca, nos decían: 'Ya, pero ¿cuándo va a ser?' Y teníamos que responder que no lo sabíamos: en cinco, diez años... Jean-Claude Trichet, el presidente del Banco Central Europeo, fue de los pocos que nos tomó en serio. Recuerdo una ponencia suya en el Foro de Davos de 2007 en la que criticó

1995] sostenía que los mercados se habían vuelto tan sofisticados, que corregían los riesgos excesivos que asumía gente que ni siquiera sabía que asumía riesgos excesivos". Según esta Hipótesis del Mercado Eficiente, millones de ojos escrutan día y noche los precios y, en cuanto detectan cualquier anomalía, compran o venden y restablecen el equilibrio. "Se trata de una hermosa teoría, pero puede llegar a ser muy desorientadora, porque los mercados distan mucho de ser perfectos".

Lo mismo sucede con la suposición de que el comportamiento de las personas es racional. "Es una simplificación muy conveniente, porque de otro modo los modelos se volverían inmanejables", dice Rogoff. "Pero los economistas tenemos que ser humildes. Creíamos que habíamos penetrado la realidad y apenas hemos comenzado a arañar la superficie".

**HISTORIA DE UN CHALADO.** Mi conversación con Rogoff aún dura un rato más, pero antes de volver sobre ella déjenme que les ha-

<b>ACTUALIDAD ECONOMICA</b>	Tirada: <b>34.734</b>	Sección: -	
	Difusión: <b>23.074</b> (O.J.D)	Espacio (Cm_2): <b>494</b>	
Nacional	Economía	Audiencia: <b>80.759</b>	Valor (€): <b>6.200,00</b>
Mensual		01/04/2011	Valor Pág. (€): <b>6.200,00</b>
			Página: <b>47</b>
			Imagen: <b>Si</b>



## UN LISTO Y SU DINERO (DE USTED)

Hace unas semanas, al término de una mesa redonda, una señora mayor se acercó a uno de los conferenciantes y le explicó con visible satisfacción que había colocado todos sus ahorros en pagarés de Nueva Rumasa. "Se me heló la sonrisa", contaba el ponente, "pero tampoco me atreví a decirle nada, porque habría sido inútil. Se trata de un activo completamente ilíquido, para el que no iba a encontrar comprador".

La Comisión Nacional del Mercado de Valores avisó hasta siete veces de los riesgos que entrañaba la oferta de José María Ruiz Mateos. Animaba a informarse sobre "la situación jurídica y económico-financiera de la entidad", pero parece que resulta mucho más sugestiva la imagen del incombustible empresario y su numerosa prole. ¿Qué madre va a resistirse a la llamada de un padre rodeado de esos hijos tan trajeados y tan formales, que invoca

nuestra "bondad" y "confianza", en vez de nuestra codicia, y que garantiza el préstamo no con un frío aval, sino con la promesa de pegarse "un tiro en la cabeza" si no devuelve "hasta el último euro"?

En realidad, lo raro es que estas cosas no pasen más, y no sólo porque seamos unos sentimentales sin remedio. Es una cuestión de economía de recursos. La vida es breve, está llena de cosas tentadoras y no podemos andar documentándonos sobre todas las cuestiones que nos afectan. Además, siempre hay alguien dispuesto a leer folletos e informarse sobre "la situación jurídica y económico-financiera de la entidad". ¿Para qué duplicar esfuerzos? Los demás seguimos jugando a la canasta y luego nos fijamos en lo que hace.

Esta estrategia ahorra energía, pero presenta lagunas. Los embaucadores las conocen bien. Como decía Bernie Madoff, "un tonto y su dinero no están mucho tiempo juntos".



dar ventaja como inversor. Sólo un perfeccionista patológico se sumerge en el análisis exhaustivo de tediosos contratos mercantiles como las hipotecas *subprime*. Y sólo alguien un poco autista puede mantener la cabeza fría en medio de la histeria general. Un mundo de Asperger sería probablemente un mundo sin burbujas, aunque Rogoff no cree que saliéramos ganando con el cambio.

"Fijese en la agitación que sacude el norte de África", apunta. "Hay un montón de comportamiento gregario ahí. Pero si no lo hubiera, tampoco tendríamos revoluciones. La misma debilidad que nos hace vulnerables al pánico o a las fiebres especulativas nos ha proporcionado muchas cosas buenas". Incluso la arrogancia

resulta útil. "Para sobrevivir es esencial ser optimista".

**EL HOMBRE PERFECTO.** Miguel Ángel Ariño es profesor del IESE y autor de *Iceberg a la vista*, un libro en el que enseña a sortear algunos de los sesgos cognitivos que nublan nuestra racionalidad. La lista es larga: subestimamos las consecuencias de nuestros actos, asumimos riesgos excesivos, filtramos la realidad para adecuarla a nuestro interés... Ariño cuenta que, cuando Apple sacó el Macintosh, IBM declaró que "no había motivos para que alguien quisiera tener un ordenador en casa". Y un ejecutivo de Hollywood estaba seguro de que "la gente no quería oír a los actores hablar en el cine".

Los filósofos del siglo XVIII creían que la aplicación metódica de la razón erradicaría el sufrimiento y la injusticia. El *homo oeconomicus* compendia todas las virtudes de ese ideal ilustrado: es una criatura fría y analítica, que actúa tras sopesar los costes y beneficios de cada opción. Su único defecto es que no existe.

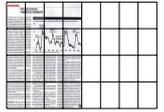
Daniel Kahneman y Amos Tversky lo demostraron a mediados de los 70. En un célebre experimento giraban una ruleta delante de unos sujetos y luego les pedían que les dijeran cuántos países había en África. Su hipótesis era que, cuando la gente no tiene ni idea, se agarra a cualquier pista (o ancla), aunque proceda de un instrumento aleatorio. La confirmaron plenamente. Las estimaciones de los sujetos estaban estrechamente correlacionadas con la cifra que arrojaba la ruleta.

El psicólogo Dan Ariely, otro experto en economía conductual, publicó en 2003 las conclusiones de una prueba similar. Preguntó a 55 estudiantes si pagarían por una serie de artículos (chocolate, vino, un ratón inalámbrico) una cantidad igual a los dos últimos dígitos de su número de la Seguridad Social y comprobó que el impacto de esa ancla era muy significativo. "Los sujetos cuyo número de la Seguridad Social estaba por encima de la media presentaron valoraciones entre un 57% y un 107% superiores".

La *Harvard Magazine* recoge también la experiencia de un banco que quería ampliar su cuota en créditos y que, en vez de limitarse a ofrecer un tipo agresivo, decidió hacer algo más imaginativo. Imprimió distintos folletos. En algunos ofrecía un interés bajo, pero en otros incluía la foto de algún empleado sonriente o sorteaba teléfonos. Lo que descubrió fue sorprendente. Cuando la foto era de una empleada atractiva, la demanda crecía tanto como cuando se abarataba el precio del préstamo cinco puntos. De hecho, el precio del préstamo fue sólo el tercer factor más relevante.

No es lo que cabría esperar de un auténtico *homo oeconomicus*.

**QUERIDO CEREBRO REPTIL.** Muchos de los sesgos que ha documentado la psicología conductual poseen una sólida justificación evolutiva. Ariño coincide con Rogoff en que no podemos prescindir de 



**MACROECONOMÍA**

**POR QUÉ ESTA VEZ  
TAMPOCO ES DIFERENTE**

las emociones. "La realidad es demasiado compleja", dice, "y si hubiera que tener una certeza absoluta antes de tomar una decisión, no moveríamos un dedo".

El neurólogo Antonio Damasio ilustra esta dependencia de nuestra parte más animal en *El error de Descartes*. Relata el caso de un funcionario al que llama Elliot y que se dedicaba a evaluar peticiones de subsidio. Después de que le extirparan un tumor cerebral, Elliot se mostraba siempre "sereno" y "desapasionado". La lobotomía no había menguado su inteligencia ni su memoria. Afectó sólo a la conexión entre la corteza frontal, la región más evolucionada de la mente, y el sistema límbico, la zona más emocional. Pero Elliot se pasaba las horas muertas manoseando los expedientes, sin saber qué hacer. Sin el empujoncito del cerebro reptil, era incapaz de decidir.

También tiene mucho sentido que saltemos como gacelas cuando vemos correr a nuestros vecinos. Esta reacción gregaria no es sólo práctica en la sabana. Nadie realiza una investigación de campo para averiguar cuál es la mejor discoteca: se mete en la que ve más llena, porque, al fin y al cabo, si toda esa gente está ahí será por algo (aunque seguramente haya acabado ahí después de seguir un razonamiento similar).

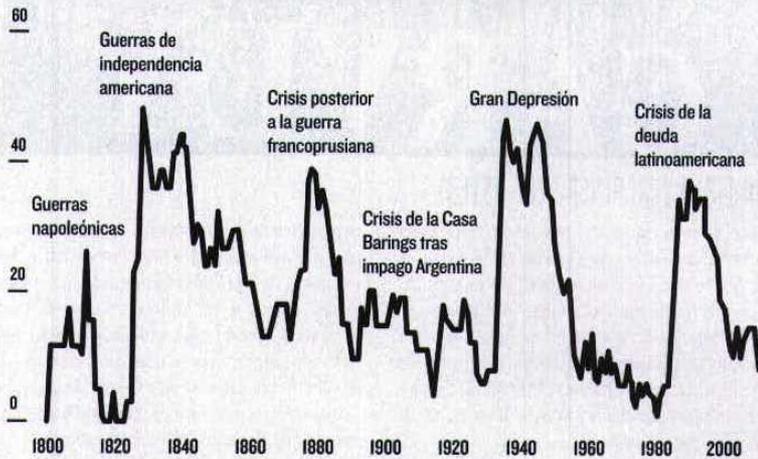
Las conclusiones que pueden sacarse con vistas al funcionamiento de la bolsa no son alentadoras. Si nos dejamos influir por la foto de una señorita a la hora de contratar un crédito o somos incapaces de acertar el precio de un artículo tan corriente como un ratón de ordenador, no se nos puede dar mejor valorar productos financieros. De hecho, tendemos a movernos como bandadas de estorninos, y no sólo en los países calientes del sur. Un estudio ha demostrado que los finlandeses compran más acciones cuando tienen vecinos que han ganado dinero especulando en bolsa.

¿Estamos condenados a sufrir burbujas? ¿Nos impide nuestra propia naturaleza aprender de los errores pasados? ¿Llevamos la crisis inscrita en los genes?

**VIDA IMPERFECTA.** Antonio Cabrales enseña Economía en la Carlos III y coordina *Nada Es Gratis*, el blog de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada. Hace

**LA HISTORIA SE REPITE**

Las grandes oleadas de crisis soberanas desde 1800. En la escala vertical, porcentaje de países.



Fuente: 'This time is different', Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, Abril 2008.

unos días colgó un *post* en el que explicaba que algunos de los expolios de los que he hablado al principio de este reportaje se habrían evitado con un poco de educación financiera. Nadie habría medido todos sus ahorros en Terra si en el colegio le hubieran explicado las ventajas de diversificar el riesgo. Y si se enseñaran los retornos históricos de los distintos tipos de activos, muy pocos se habrían fiado de la rentabilidad de Afinsa.

—La burbuja inmobiliaria habría sido menor si la gente tuviera claro que los pisos acaban bajando —me dice Cabrales—. Sólo con el manejo de cuatro conceptos básicos se habrían evitado muchos excesos. Y no digamos ya lo de los pagarés de Nueva Rumasa. Es un fallo de educación tan elemental...

—Pero el epicentro de la crisis actual ha sido Wall Street, que es donde en teoría están los economistas más brillantes y sofisticados.

—Bueno, bueno —repite—, allí también hay de todo. Además, el problema no habría surgido si muchos americanos no se hubieran comprometido a comprar una casa que no podían pagar.

—Pero a esos *ninja* les hicieron una oferta que no podían rechazar: un piso sin dar entrada y pagando la cuota mensual que buenamente pudieran...

—Ya, pero han acabado en una situa-

ción muy complicada, con su historial crediticio arruinado. Si hubieran sabido todo lo que ha venido después, no habrían aceptado.

Cabrales no niega la existencia de sesgos cognitivos, pero tampoco cree que sean insuperables. "La prueba es que vamos a mejor", dice. "El propio libro de Rogoff contribuirá a atenuar las próximas crisis, aunque nunca acabemos de erradicarlas. Porque está claro que algo surgirá. Siempre se lo digo a mis alumnos: las bacterias van a seguir mutando y planteando nuevos desafíos, pero eso no anula el progreso que supuso la erradicación de la tosferina o la viruela".

También Ariño está convencido de que se puede educar la capacidad de tomar buenas decisiones. Incluso Rogoff deja abierto un resquicio para la esperanza. "Si alguna conclusión hemos sacado mi estimada coautora Carmen Reinhart y yo es que la condición humana no cambia", explicó durante su conferencia en la Rafael del Pino. "Tendemos a creer que somos los más listos, que no nos van a pasar las cosas que les pasan a los demás y que viviremos mejor que nuestros abuelos. Esta arrogancia ignorante es parte de nuestra naturaleza. Pero", añadió, "algo hemos aprendido en ocho siglos de crisis, porque también hemos evitado que se repita la Gran Depresión".