

La confianza y sus multiplicadores

Uno de nosotros, Akerlof, recuerda una conversación que tuvo lugar durante una cena hace algunos años, cuando se produjo el *boom* de la vivienda en Estados Unidos. En una boda coincidió con un pariente lejano de Noruega al que lo unían intrincados lazos familiares. Este individuo se había comprado una casa en Trondheim por la que había pagado más de un millón de dólares. Era mucho dinero, quizá no para Nueva York, Tokio, Londres, San Francisco, Berlín e incluso Oslo, pero sí lo era para Trondheim, una población situada en el límite habitado de la costa noruega que ostenta el título de ciudad más septentrional del mundo. Entonces, como ni siquiera se trataba de una gran mansión, la idea quedó registrada en la mente de Akerlof como una mera observación sobre lo elevados que eran los precios inmobiliarios en Escandinavia.

Hace poco Akerlof contó al coautor, Shiller, que se había estado planteando si no debería haber meditado más sobre el precio de la casa en Trondheim y discutieron el tema. Al parecer, su mente solo había registrado una historia de escasa relevancia sobre precios elevados, lo cual constituye un lapsus mental. Ahora Akerlof creía, en cambio, que debería haber considerado que, a pesar de que le había parecido una incongruencia, merecía una reflexión objetiva en el contexto de una visión más amplia de los mercados inmobiliarios.

Nos pareció que esta pequeña historia merece una reflexión más profunda por la comprensión que aporta sobre los patrones de pensamiento que subyacen en los *booms* y las bancarrotas que caracterizan los ciclos financieros y, en particular, las crisis simultáneas de confianza y crédito que actualmente se extienden por todo el mundo.

Confianza

Cuando la economía cae en la recesión, los periódicos y los expertos nos dicen que es necesario «restaurar la confianza». Esta intención tenía J. P. Morgan después de la caída del mercado de valores de 1902, cuando creó un fondo de banqueros para invertir en él. En 1907 volvió a utilizar la misma estrategia.¹ Franklin Roosevelt consideró la Gran Depresión en términos similares. «Lo único que debemos temer –declaró en 1933 durante su discurso inaugural–, es al mismo miedo.» Más adelante, durante el mismo discurso, añadió: «No es una plaga de langostas lo que nos está atacando». Desde la fundación de la república norteamericana, los altibajos financieros se han atribuido a pérdidas de confianza.

Los economistas interpretan a su modo el significado de la palabra *confianza*. Muchos acontecimientos se caracterizan por tener dos (o más) puntos de equilibrio. Por ejemplo, si en Nueva Orleans nadie vuelve a reconstruir su casa después del huracán Katrina, los demás tampoco querrán hacerlo, ya que ¿quién desea vivir solo en un páramo desolado, sin vecinos ni tiendas? Pero si en Nueva Orleans mucha gente vuelve a construir su casa, las demás personas también desearán hacerlo. De este modo habrá un buen equilibrio (reconstrucción), en cuyo caso puede decirse que existe confianza. Pero también podría existir un equilibrio negativo (falta de reconstrucción) en el que no hubiera confianza. Bajo esta perspectiva, la con-

1. «*Attitude of Waiting*» (Disposición de espera). Ver también *A Twenty-Five Million Pool* (Un fondo de veinticinco millones).

fianza no es más que un pronóstico, que en este caso está relacionado con el hecho de si los demás construyen o no. Un pronóstico con confianza pinta el futuro de color de rosa, mientras que un pronóstico sin confianza lo pinta negro.

Pero si buscamos la palabra *confianza* en el diccionario, veremos que no significa lo mismo que pronóstico. El diccionario dice que significa «seguridad» o «creencia absoluta». Se trata de una palabra que procede del latín, *fido*, que significa «confío». La crisis de confianza que atravesamos actualmente también se denomina *crisis crediticia*. La palabra crédito deriva del latín *credo*, que significa «creo».

Partiendo de estos matices adicionales de significado, desde el punto de vista de los economistas basado en el equilibrio dual, es decir, de pronósticos de color de rosa contra pronósticos de color negro, parece que falta algo.² Los economistas solo han captado parte del significado de la palabra *seguridad* o *fe*. Su punto de vista indica que la confianza es racional, ya que la gente utiliza la información de que dispone para efectuar pronósticos racionales y luego tomar decisiones racionales basadas en estos. Por descontado, la gente suele tomar decisiones, confiadamente, de este modo. Pero en ello hay algo que va más allá de la noción de *confianza*. La palabra *fe* significa en realidad que se sobrepasa lo racional. De hecho, las personas realmente confiadas o con auténtica fe suelen rechazar o descartar cierta información. Incluso pueden no procesar la información racional que tie-

2. Cooper y John (1988) han señalado principalmente el papel del equilibrio dual en macroeconomía. En este capítulo, el tema de la confianza sobrepasa esta interpretación. Nuestra descripción de la confianza coincide con la que presentó Benabou (2008) en su influyente publicación. Para Benabou, el concepto de confianza corresponde a un estado psicológico de la gente en que ésta no utiliza lo suficiente la información disponible. Es demasiado confiada y su estado de ánimo la impulsa a invertir en exceso. Blanchard (1993) tiene un punto de vista similar sobre la naturaleza de los espíritus animales. En cuanto al Índice del Sentimiento del Consumidor de Michigan, establece la diferenciación entre si predice cambios futuros de los ingresos debido a que reflejan las previsiones de los consumidores sobre el futuro o la confianza de los consumidores. Blanchard interpreta esta confianza del consumidor como *espíritus animales*.

nen a su disposición y, aunque la hayan *procesado* racionalmente, son capaces de actuar de manera irracional. Actúan de conformidad con lo que *creen* que es cierto.

Si esto es lo que queremos decir con *confianza*, veremos en seguida por qué, si varía con el tiempo, debería representar un papel principal en el ciclo de la economía. ¿Por qué? Durante las buenas épocas, la gente tiene confianza y toma sus decisiones con espontaneidad. Saben por instinto si algo tendrá éxito. Suprimen temporalmente sus recelos. El precio de los activos será elevado e incluso aumentará. Mientras la gente conserve la confianza, su impulsividad no será evidente. No obstante, si su confianza se esfuma, las cosas cambiarán y sus decisiones se pondrán de manifiesto en toda su desnudez.

El mismo término *confianza*, que implica que una conducta sobrepasa un acercamiento racional en la toma de decisiones, indica por qué representa un papel principal en la macroeconomía.³ Cuando las personas sienten confianza salen de compras, pero cuando desconfían, se recluyen y venden. La historia de la economía está llena de ciclos de confianza a los que sigue una recesión. Todos hemos salido a pasear alguna vez y nos hemos encontrado, por ejemplo, con las vías abandonadas de un ferrocarril que quizá fueron el sueño de alguien que deseaba riquezas y fortuna.

3. Varios estudios sobre resultados deportivos indican la relación entre los acontecimientos que se puede prever que afectarán a la confianza y, por lo tanto, al comportamiento económico. Los estudiantes de los institutos suelen creer que su propio rendimiento mejorará después de una victoria de su equipo de baloncesto, pero no después de una derrota (Hirt *et al.* 1992). La venta de billetes de lotería aumenta durante los días siguientes a una victoria del equipo local (Arkes *et al.* 1988). Además, se ha demostrado que estas repercusiones de los acontecimientos deportivos sobre la confianza afectan a los beneficios económicos. Un estudio sobre partidos internacionales de fútbol en cuarenta y dos países desde 1973 a 2004 ha revelado que el beneficio medio total de las inversiones en los mercados bursátiles de dichos países era del 0,06% (un 15,6% anual). Pero los beneficios medios del mercado en un país determinado el día siguiente a una derrota frente a otro país era del -0,13%, y las ganancias obtenidas el día que un país era eliminado de un torneo eran del -0,23% (Edmans *et al.* 2007).

¿Quién no ha oído hablar de la primera burbuja especulativa, la crisis de los tulipanes? Se produjo en el siglo xvii en Holanda, un país renombrado por los fornidos burgueses de Rembrandt y porque se suele considerar la patria de la gente más prudente del mundo. ¿Hay alguien que no sepa que el propio Isaac Newton, padre de la física moderna y del cálculo, perdió una fortuna en la burbuja de los mares del Sur del siglo xviii?

Todo esto nos conduce de nuevo a Trondheim. Akerlof había registrado en un lugar erróneo de su cerebro las ideas que le había suscitado la casa de un millón de dólares de su pariente. Debería haberse dado cuenta de que los sorprendentes precios de la vivienda en Trondheim, además de indicar que en Escandinavia eran excesivamente elevados, formaban parte de una burbuja inmobiliaria mundial: había sido demasiado confiado.

Retrocedamos un poco y volvamos al párrafo de Keynes sobre los espíritus animales. Según Keynes, cuando la gente decide invertir, debe basarse en la confianza aunque la teoría económica estándar indique otra cosa y describa el proceso formal para tomar decisiones racionales: la gente tiene en cuenta todas las opciones disponibles y evalúa los posibles resultados y las ventajas que podría obtener de cada una de estas opciones. Las analiza desde todas las perspectivas y luego toma una decisión.

Pero ¿se puede actuar realmente así? ¿Es cierto que disponemos de un método que define cuáles son estas probabilidades y resultados? O, por el contrario, las opciones de inversión e incluso las numerosas decisiones personales que tomamos sobre qué activos vamos a comprar y suscribir, ¿no las solemos tomar basándonos en la confianza? El proceso de toma de decisiones que seguimos, ¿no se parece más a lo que hacemos cuando le damos la vuelta a una *crêpe* en la sartén o golpeamos una pelota de golf? La mayoría de las decisiones que tomamos, y sobre todo algunas de las más importantes de nuestra vida, las tomamos porque «nos parecen bien». John F. *Jack* Welch, que fue presidente de General Electric durante muchos años y uno de los ejecutivos de mayor éxito del mundo, sostiene que estas decisiones se toman «directamente con las tripas» (más adelante volveremos a hablar de él).

Sin embargo, en el ámbito de la macroeconomía, en conjunto, la confianza va y viene. A veces está justificada, pero otras veces no. No consiste

únicamente en un pronóstico racional, sino que se trata del primero y el más crucial de nuestros espíritus animales.

El multiplicador de confianza

El elemento fundamental de la teoría económica keynesiana es su concepto de *multiplicador*. Esta noción la había presentado primero Richard Kahn como una especie de sistema de retroalimentación, pero Keynes la adoptó y la convirtió en el eje de su teoría económica.⁴ Al cabo de un año de que Keynes hubiera publicado su *Teoría general*, John R. Hicks publicó una interpretación cuantitativa sobre Keynes en la que destacaba un multiplicador rígido y la interacción de sus efectos con los tipos de interés. La versión de Hicks pronto superó a la inicial de Keynes y se consideró que tenía más autoridad que la propia teoría keynesiana.⁵ Mientras Keynes resultaba caviloso, prolijo, inconexo e impenetrable, pero provocador y divertido, Hicks era ordenado, eficiente y su lógica era rotunda. La versión ganadora fue la de Hicks, aunque hoy no sea tan famoso como Keynes y a menudo se le considere un mero intérprete del genio de este último. Si se considera en términos de historia del pensamiento, la «revolución keynesiana» es en realidad una «revolución hicksiana».

Sin embargo, opinamos que la representación hicksiana de los conceptos de Keynes es demasiado limitada. En lugar del multiplicador sencillo en el que se centró Hicks, buscaremos un concepto afín que denominaremos *multiplicador de confianza*.

El multiplicador keynesiano, que han estudiado durante generaciones millones de universitarios, funciona del modo siguiente: cualquier incentivo inicial del gobierno, por ejemplo, un programa gubernamental para incrementar el gasto, pone dinero a disposición de la gente con la finalidad de

4. Kahn (1931).

5. Hicks (1937).

que lo gaste. El incentivo inicial constituye la primera fase. Cada dólar que gasta el gobierno acaba convirtiéndose en renta para algunas personas que, una vez que la han recibido, se gastan una parte. Esta fracción se denomina *propensión marginal al consumo* (PMC). De este modo, el incremento inicial del gasto alimenta una segunda fase del gasto que efectúa la gente, no el gobierno. A su vez, esta fase alimenta la renta de otras personas con una cantidad igual al importe en dólares del PMC. A su vez, estas personas gastan una fracción del PMC, denominado dólares PMC al cuadrado. Esta es la tercera fase. Pero la historia no termina aquí, sino que una fase de gastos sigue a otra, de manera que la suma del resultado del gasto inicial de un solo dólar del gobierno se puede representar mediante $\$1 + \$PMC + \$PMC^2 + \$PMC^3 + \$PMC^4 \dots$ La suma de todas las fases no es infinita, sino que es igual a $1/(1 - PMC)$, una cantidad que se denomina *multiplicador keynesiano*. No obstante, la suma puede ser mucho mayor que el incentivo inicial del gobierno. Si el PMC es, digamos, de 0,5, el multiplicador keynesiano es 2, y si el PMC es de 0,8, el multiplicador keynesiano es 5.

En 1936, cuando Keynes formuló esta idea en su libro, mucha gente consideró que era muy interesante y Hicks la recuperó en 1937. Entonces se creyó que constituía una explicación al misterio de la Gran Depresión. Para la gente había resultado enormemente desconcertante debido a que no se podía detectar una causa coherente capaz de explicar un acontecimiento tan trascendental. La teoría del multiplicador explicaba que una disminución ligera del gasto podía tener unos efectos muy magnificados. Si el gasto de los consumidores experimentaba un descenso reducido, pero sustancial, debido a que la reacción de la gente era excesiva por temor a un crac del mercado de valores, como el de 1929, actuaría como un incentivo *negativo* del gobierno. Por cada dólar que disminuyera el consumo de la gente, habría otra fase de recorte de gastos y luego otra y otra más, y el descenso que se produciría de la actividad económica sería mucho mayor que el que se pudiera haber atribuido al crac inicial. Una depresión podía aparecer al cabo de varios años, ya que las múltiples fases del impacto causado por el gasto negativo provocaban el aumento continuado de los números rojos de las empresas. La teoría tuvo una gran aceptación, aunque no su aplica-

ción inmediata como política económica, ya que parecía ser lo que había estado sucediendo exactamente entre 1929 y 1933 en las empresas a medida que la depresión iba agravándose.

Asimismo, la teoría keynesiana del multiplicador alcanzó una gran popularidad entre los expertos en econometría dado que se podía cuantificar y modelar. Más o menos en la época en que se publicó por primera vez la *Teoría general* de Keynes y la interpretación de Hicks de la misma, se pudo disponer de estadísticas fidedignas sobre consumo y renta interior que proporcionaron conjuntos de datos para análisis. En 1934, la Institución Brooking publicó las primeras estimaciones sobre consumo interior.⁶ A comienzos de la década de 1940, Milton Gilbert desarrolló las cuentas sobre la renta y el producto interior y les asignó un marco conforme a la teoría keynesiana-hicksiana.⁷ Hasta la fecha, el gobierno de Estados Unidos, igual que el de los principales países, sigue obteniendo datos sobre renta interior y consumo de conformidad con los requisitos de esta teoría. Por sorprendente que pueda parecer debido al enorme volumen de bibliografía económica que existe, no hay ningún otro modelo macroeconómico basado en el de Hicks que tenga la misma autoridad para establecer cambios importantes en el método de recogida de datos interiores. En cierto sentido, son los datos los que establecen la teoría que sirve de base al modelo formal, ya que los datos que hoy existen se obtuvieron pensando en una única teoría.

La creación de conjuntos de datos originó el desarrollo de modelos de simulación informática a gran escala destinados a sistemas económicos de países de todo el mundo. Este modelo se inició en 1936 cuando Jan Tinbergen desarrolló un modelo econométrico de la economía holandesa y en 1938 un modelo de 48 ecuaciones de la economía de Estados Unidos. En 1950, Lawrence Klein desarrolló un nuevo modelo de la economía de Estados Unidos, que durante las décadas siguientes se convirtió en el gigantes-

6. Leven *et al.* (1934).

7. Carson (1975).

co Proyecto Link, que reunía los modelos econométricos de los principales países del mundo y estaba formado por miles de ecuaciones. Estos modelos solo conceden un papel mínimo a los espíritus animales y el propio Keynes manifestó su escepticismo al respecto.⁸

No obstante, estos modelos permiten conceder un papel a la confianza. Solemos pensar en los multiplicadores solo con respecto a variables convencionales que se pueden medir con facilidad. Pero el concepto se puede aplicar igualmente a las variables no convencionales que no se pueden medir con tanta facilidad. Por consiguiente, no existe solo un multiplicador de consumo, un multiplicador de inversión y un multiplicador del gasto del gobierno, los cuales representan el cambio de renta que se produce cuando existe un cambio de un dólar en el consumo, la inversión o los gastos gubernamentales, respectivamente. Existe, además, un multiplicador de confianza que representa el cambio de renta que se obtiene del cambio de una unidad de confianza, indistintamente de cómo haya sido concebido o medido.

También se puede considerar que el multiplicador de confianza, como el multiplicador de consumo, procede de diferentes fases de gasto. En este caso, la retroalimentación es más interesante que en el sencillo ejemplo anterior sobre fases de gastos de consumo. Los cambios de la confianza producirán cambios de la renta y la confianza en la fase siguiente, y cada uno de estos cambios afectará a su vez a la renta y a la confianza de las fases posteriores.

Hace tiempo que existen encuestas para medir la «confianza». Entre otras, la más conocida es el Índice Michigan del Sentimiento del Consumidor. Varios expertos en estadística han desarrollado modelos que utilizan estos datos para comprobar la respuesta a la confianza del producto inte-

8. Con respecto a Jan Tinbergen y sus trabajos sobre modelado, Keynes (1940, pág. 156) escribió: «Aun no estoy muy seguro de que en la actual etapa exista alguien en quien confiar o que esta rama de la alquimia estadística esté lo suficientemente madura como para convertirse en una rama de la ciencia. Sin embargo, Newton, Boyle y Locke jugaron con la alquimia. Dejémosle continuar, pues».

rior bruto (PIB). Prácticamente no existen dudas de que la medición de la confianza sea un método útil para pronosticar el gasto futuro. Las pruebas de causalidad de varios países indican que la «confianza» medida alimenta el futuro PIB y este resultado parece confirmar la retroalimentación implícita del multiplicador de confianza.⁹ Otros expertos en estadística han preparado análisis similares utilizando hojas de cálculo de la calidad del crédito, que se mide como la diferencia entre los tipos de interés de las deudas de riesgo

9. Podemos comprobar si una variable de la confianza *afecta al* PIB utilizando los métodos econométricos que aplicaron por vez primera Clive Granger (1969) y Christopher Sims (1972). Matsusaka y Sbordone (1995) descubrieron que el Índice Granger del Sentimiento del Consumidor de Michigan afecta al PIB en Estados Unidos; Berg y Bergström (1996) hallaron que un indicador Granger de la confianza del consumidor provoca consumo en Suecia, y Utaka (2003) encontró que otro indicador Granger de la confianza del consumidor afecta al PIB en Japón. Sin embargo, estas pruebas solo contienen dos variables, la confianza y el PIB. En otras pruebas se ha incluido la confianza en un marco más amplio de vector autorregresivo (VAR), con diferentes niveles de éxito. Cuando el VAR incluye muchas variables y relativamente pocas observaciones, los resultados suelen ser irregulares. Según Bernanke *et al.* (2005, pág. 388): «Para mantener niveles de libertad, el VAR pocas veces utiliza más de seis u ocho variables. Este número reducido de variables probablemente no abarca todo el conjunto de información que utilizan los bancos centrales, que suelen usar literalmente cientos de series de datos, o por los participantes en los mercados financieros u otros observadores». Estos autores no incluyen las variables de la confianza en sus análisis. El VAR puede precisar otras variables para sanear un índice de errores mal calculado sobre la confianza, o tomar en consideración otros factores, como las variables de la política monetaria, que guardan correlación con la confianza, pero están separadas de la misma. Se ha intentado un enfoque de expansión del VAR e imponer bayesianos *a priori* sobre los coeficientes para reducir el problema de la dimensionalidad, pero también aquí los resultados son solo tan buenos como los *a priori*. Leeper *et al.* (1996) han podido ampliar la lista de las variables que se incluyen hasta dieciocho, pero entre ellas siguen sin incluir los indicadores de la confianza. Inevitablemente, aunque dispusiéramos de indicadores correctos y exhaustivos de la confianza, cuando se trabaja en macroeconomía existirán más datos de variables que deseáramos incluir que observaciones de series temporales, y los *a priori* de los analistas deberán comenzar a tener una gran influencia en el análisis. Nuestra tarea aquí debería considerarse como una ayuda al desarrollo de nuestros *a priori* bayesianos usando una amplia gama de información que resulta de difícil cuantificación.

y los tipos de interés de las deudas de riesgo menor, interpretándolas como medidas de la confianza y comprobando si alimentan y ayudan a pronosticar el PIB.¹⁰ Pero creemos que en realidad estas pruebas tienen un valor limitado. Aunque estos resultados sean muy importantes, ello no implica necesariamente que los espíritus animales representen un papel en ellos. ¿Por qué no? Porque la medición de la confianza quizá no los contempla y, en cambio, quizá solo refleja las expectativas de los consumidores en cuanto a renta presente y futura.¹¹

Por descontado, se debería poder esperar que puedan pronosticar el gasto y la renta futuros. Igualmente, es difícil medir los efectos de la confianza en la renta porque se considera que en ciertos momentos este medio tiene más importancia que en otros. Creemos que la relación entre los cambios de la confianza y los cambios de la renta es particularmente amplia y crítica cuando las economías van a experimentar una caída, aunque no sea tan importante en otros momentos. Olivier Blanchard ha definido en estos términos la recesión de 1990-1991 de Estados Unidos (que a veces se denomina recesión de Kuwait a causa del papel que representó el incremento del precio del petróleo después de la invasión de Kuwait por Saddam Hussein). Blanchard opina que el índice de la confianza indica que ocurrió precisamente esto. Antes de la recesión había descubierto la existencia de un impacto de grandes dimensiones, por lo demás impredecible, en el Índice Michigan del Sentimiento del Consumidor y lo interpretó como una ola de pesimismo después de la invasión de Kuwait. A continuación de esta pérdida de confianza se produjo una reducción considerable del consumo.¹²

10. Davis y Fagan (1997).

11. Fair (1994, págs. 303-311).

12. Blanchard (1993). Las opiniones de Blanchard han suscitado una gran cantidad de bibliografía sobre si las repercusiones sobre los índices de confianza del consumidor miden en efecto el estado de la confianza del consumidor o si se limitan a reflejar las previsiones futuras de los consumidores. Ludvigson (2004) ha presentado un informe sobre su bibliografía y Barsky y Sims (2006) han llegado a la conclusión de que las repercusiones en el índice de la confianza del consumidor en realidad son básicamente informativas.

La presencia de la confianza tiene una implicación adicional en los multiplicadores. Además, algunos dependen mucho de su nivel. Un gráfico de la economía de noviembre de 2008 revela el motivo. El nivel bajo de la confianza ha provocado la congelación de los mercados de crédito. Las entidades de crédito no confían en que conseguirán cobrar. En las circunstancias actuales, los que desean gastar encuentran dificultades para obtener el crédito que necesitan y a los suministradores de bienes les cuesta obtener el capital circulante que requieren. El resultado es que los multiplicadores fiscales habituales, procedentes del incremento del gasto gubernamental o de la reducción de impuestos, serán seguramente mucho menores.

En el comentario al capítulo 7 recomendamos al gobierno que persiga dos objetivos para tratar la crisis actual. El primero de ellos, y el único que se debería precisar en una recesión normal, deberían ser políticas monetarias y fiscales que, unidas, bastaran para recuperar el pleno empleo. Pero debido a la gravedad de la restricción del crédito, producida por el bajo nivel de confianza, este incentivo no basta. De hecho, en lo que concierne a la restricción del crédito, para alcanzar el pleno empleo podría ser necesario un incremento muy elevado del gasto gubernamental o de la reducción de impuestos. Por consiguiente, afirmamos que la política macroeconómica del gobierno debería disponer de un segundo objetivo intermedio. Asimismo, el flujo de crédito debería tener como objetivo el nivel que debería predominar normalmente con el pleno empleo. En el comentario al capítulo 7 se describen los acertados planes que ha desarrollado la Reserva Federal para facilitar el cumplimiento de dichos objetivos en estos tiempos tan nefastos. El logro de este objetivo reemplazaría el flujo de crédito que se ha esfumado debido a la disminución súbita de la confianza.