

**Todas las respuestas a las dudas que la crisis económica nos ha generado**

“Las expectativas de los inversores o de los consumidores se forman basándose en el temor o la confianza comunes. Ese comportamiento son los Animal Spirits.”

**JOAQUÍN ESTEFANÍA, *El País***

“Este libro representa un severo y necesario correctivo.”

**ROBERT M. SOLOW, Premio Nobel de Economía**

“Akerlof y Shiller han sido los primeros en revisar la teoría económica actual. El esfuerzo en sí mismo convierte al libro en un hito (...). Un libro no sólo apto para economistas, sino para el público en general.”

**LOUIS UCHITELLE, *The New York Times***

“*Animal Spirits* es el libro a leer de la era Obama.”

**MICHAEL GRUNWALD, *Time***

**ECONOMÍA**

Gestión 2000  
Grupo Planeta  
www.gestion2000.com

ISBN: 978-84-9875-039-3



9 788498 750393

330.019  
AK35a

ANIMAL SPIRITS GEORGE A. AKERLOF · ROBERT J. SHILLER

**GEORGE A. AKERLOF**

Premio Nobel de Economía, 2001

**ROBERT J. SHILLER**

Autor de *El estallido de la burbuja* y *Exuberancia irracional*

# ANIMAL SPIRITS

Cómo influye la psicología humana en la economía







**GEORGE A. AKERLOF** es Catedrático de Economía de la Universidad de California, Berkeley. Fue galardonado con el Premio Nobel de Economía en el año 2001.

Fotografía cortesía de Peg Skorpinski.



**ROBERT J. SHILLER** es autor de los éxitos *Exuberancia irracional* y *El estallido de la burbuja* (Gestión 2000) y Catedrático de la Universidad de Yale. Escribe una columna en el *New York Times* y es cofundador y presidente de MakroMarkets LLC.

Fotografía cortesía de Michael Marsland, Yale University.

Diseño de cubierta:  
El taller interactivo, S.L

© Imagen de cubierta:  
Edward Koren, 2008

Animal Spirits



GEORGE A. AKERLOF

ROBERT J. SHILLER

# Animal Spirits

Cómo influye la psicología humana  
en la economía

Si está interesado en recibir información sobre libros empresariales,  
envíe su tarjeta de visita a:

**GESTIÓN 2000**  
**DEPARTAMENTO DE PROMOCIÓN**  
Av. Diagonal, 662-664, 2 B  
08034 Barcelona  
Tel. 93 492 6970  
Fax 93 492 6975

Y la recibirá sin compromiso alguno por su parte.

Visite nuestra web:  
[www.GESTION2000.COM](http://www.GESTION2000.COM)

 **Gestión 2000**

George Akerlof es profesor de economía, cátedra Koshland, de la Universidad de California en Berkeley, codirector del Programa sobre Interacción Social, Identidad y Bienestar del Instituto Canadiense de Investigación Avanzada y miembro del consejo de administración del Departamento de Investigación Económica. Robert Shiller es profesor de economía, cátedra Arthur M. Okun, de la Fundación Cowles para la Investigación Económica, profesor de recursos financieros del Centro Internacional de Recursos Financieros de la Universidad de Yale, adjunto de investigación del Departamento de Investigación Económica y director cofundador de dos compañías que se dedican a la gestión de la seguridad en Estados Unidos, MacroMarkets LLC y Macro Financial LLC. Las opiniones expresadas en este libro corresponden únicamente a sus autores y no reflejan las de las antedichas instituciones.

Traducción y producción editorial: EdiDe, S.L.

Título original: *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*

© Princeton University Press, 2009

© Ediciones Gestión 2000

Planeta DeAgostini Profesional y Formación, S.L.

Barcelona, 2009

ISBN: 978-84-9875-039-3

Depósito legal: M-32469-2009

Impresión: Brosmac, S.L.

Impreso en España - Printed in Spain

Quedan rigurosamente prohibidas, sin la autorización escrita de los titulares del *copyright*, bajo las sanciones establecidas en las leyes, la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier medio o procedimiento, comprendidos la reprografía y el tratamiento informático, y la distribución de ejemplares de ella mediante alquiler o préstamo públicos.

## Índice

Prólogo.....	7
Introducción.....	17

### Primera parte. Espíritus animales

1 • La confianza y sus multiplicadores.....	31
2 • Equidad.....	43
3 • Corrupción y mala fe.....	55
4 • Ilusión monetaria.....	77
5 • Historias.....	93

### Segunda parte. Ocho preguntas y sus respuestas

6 • ¿Por qué los sistemas económicos caen en la depresión?.....	105
7 • ¿Por qué los principales bancos influyen en la economía (si es que lo hacen)?.....	129
<b>Comentario al capítulo 7 • La crisis financiera actual y cómo debe tratarse.....</b>	147
8 • ¿Por qué hay gente que no puede encontrar trabajo?.....	165
9 • ¿Por qué a largo plazo se produce un equilibrio entre la inflación y el desempleo?.....	181
10 • ¿Por qué ahorrar para el futuro es tan arbitrario?.....	195
11 • ¿Por qué los precios financieros y las inversiones corporativas son tan volátiles?.....	219

12 • ¿Por qué los mercados inmobiliarios experimentan ciclos?.....	247
13 • ¿Por qué la pobreza se produce especialmente entre las minorías?.....	259
14 • Conclusión .....	275
Agradecimientos .....	289
Bibliografía .....	291
Índice alfabético.....	313

## Prólogo

En la vida hay momentos que constituyen una revelación. En *La copa dorada*, de Henry James, a la heredera americana le basta una sola mirada para comprender que sus sospechas son fundadas y que su marido y la mujer de su padre mantienen relaciones íntimas.<sup>1</sup> Para la economía mundial, el 29 de septiembre de 2008 fue uno de estos momentos decisivos. El Congreso de Estados Unidos rechazó (aunque más tarde cambió su decisión) aprobar el plan de rescate de 700.000 millones de dólares propuesto por Henry Paulson, secretario del Tesoro. El índice Dow Jones del mercado de valores descendió 778 puntos y los mercados bursátiles cayeron en todo el mundo. De repente, una posibilidad que solo parecía remota, la repetición de la Gran Depresión, era una perspectiva real.<sup>2</sup>

1. James (1981 [1904]). Para el uso de Akerlof de esta imagen en un contexto diferente, ver a Warsh (2006).

2. En 1982, Hyman Minsky escribió *Can «It» Happen Again?* (¿Puede volver a suceder?) El «It» de Minsky se refería, por supuesto, a la Gran Depresión. Como nosotros, estaba especialmente interesado en los rasgos psicológicos de la burbuja especulativa. Nuestra ideología en este libro coincide con Minsky.

La Gran Depresión fue la tragedia del siglo pasado. Durante la década de 1930 generó desempleo en todo el mundo. Por si fuera poco, además del daño que causó, se creó un vacío de poder que condujo a la Segunda Guerra Mundial, la cual provocó la muerte prematura de más de cincuenta millones de personas.<sup>3</sup>

Actualmente existe la posibilidad de que se repita la Gran Depresión porque durante los últimos años los economistas, los gobiernos y el público en general se han vuelto muy confiados y han olvidado las lecciones aprendidas en los años treinta. En aquellos tiempos tan duros el mundo aprendió cómo funcionaba realmente la economía. También comprendió cuál era el papel que tenía que representar el gobierno en una economía capitalista sólida. Este libro rescata aquellas lecciones y les proporciona un enfoque actual. Para poder entender por qué la economía mundial se ha sumergido en semejante embrollo es necesario comprender las lecciones de antaño. Y lo que es aún más importante, hay que comprenderlas para saber lo que se debe hacer a partir de ahora.

En plena Gran Depresión, John Maynard Keynes publicó su *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*. En esta obra maestra de 1936, Keynes expone que los gobiernos solventes, como el de Estados Unidos o el del Reino Unido, pueden obtener crédito e invertirlo para lograr que los desempleados recuperen el trabajo. Se trata de una fórmula que nunca se aplicó de manera sistemática durante la propia Depresión y solo cuando esta hubo terminado, los economistas fueron capaces de comenzar a aconsejar con precisión a los políticos. De este modo, los líderes políticos consiguieron arreglárselas. En Estados Unidos, por ejemplo, tanto Herbert Hoover como Franklin Roosevelt aplicaron el gasto deficitario. Casi siempre tuvieron intuiciones acertadas y, aunque estaban tremendamente desconcertados, las políticas que siguieron apuntaron en la dirección correcta. Pero al carecer de directrices, les faltó la confianza para seguir ampliando el desarrollo de dichas políticas.

3. Según las fuentes, la estimación sobre el número de víctimas mortales fue de 52.199.262. Ver <http://www.historyplace.com/worldwar2/timeline/statistics.htm>.

Cuando finalmente se siguió la política keynesiana de tomar prestado para gastar, que se utilizó para financiar la guerra, el desempleo desapareció. Durante los años cuarenta, la fórmula de Keynes se convirtió en una norma que adoptaron muchos países de todo el mundo, llegando incluso a establecerse como ley. En América, la normativa del empleo de 1946 hizo que el mantenimiento de la plena ocupación se convirtiera en una responsabilidad federal.

Los principios keynesianos sobre el papel que representa la política fiscal y monetaria para combatir la recesión se integraron por completo en el ideario de economistas, políticos, académicos y parte del público general. Milton Friedman llegó a declarar que «ahora todos somos keynesianos», aunque más tarde negara haber hecho tal afirmación.<sup>4</sup> Y la aplicación de las políticas macroeconómicas keynesianas ha sido muy amplia, aunque, por supuesto, con sus más y sus menos. Incluso se han producido grandes perturbaciones, como la de Japón en la década de 1990, la de Indonesia en 1998, y la de Argentina en 2001. Pero una apreciación a vista de pájaro de la economía mundial sugiere que todo el período posterior a la guerra ha sido un éxito y lo sigue siendo. Muchos países han conseguido mantener algo similar al pleno empleo. Y ahora que China e India han moderado sus tendencias socialistas, sus vastas poblaciones también han comenzado a experimentar prosperidad y crecimiento económicos.

Pero, aparte de la utilidad del déficit financiero para salir de la recesión, se había dejado de lado una enseñanza fundamental de la *Teoría general*. Se trata de un análisis profundo sobre el funcionamiento de la economía y el papel que representa el gobierno en ella. En 1936, cuando se publicó la *Teoría general*, en un extremo del espectro politicoeconómico se hallaban aquellos que creían que la antigua economía prekeynesiana funcionaba a la perfección. Según este tipo clásico de economía, los mercados, de común acuerdo y sin intervención del gobierno, «como

4. Se menciona a Friedman en el número del *Time* del 31 de diciembre de 1965, en cuya portada aparecía Keynes. El posterior descargo de responsabilidad de Friedman se debate en: <http://www.libertyhaven.com/thinkers/miltonfriedman/miltonexkeynesian.html>.

si se tratara de una mano invisible», podían garantizar el pleno empleo. Según la fórmula elemental de esta lógica clásica, si un trabajador deseaba trabajar por una retribución menor de lo que era capaz de producir, su empleador podía obtener beneficios dándole trabajo. Los que así lo creían reclamaban el equilibrio de los presupuestos e insistían en reducir al mínimo la regulación por parte del gobierno. En 1936 y en el otro extremo del espectro estaban los socialistas, que opinaban que la superación de la crisis en los años treinta solo se podría lograr si el gobierno se hacía cargo del tema y eliminaba el desempleo proporcionando puestos de trabajo.

Sin embargo, el enfoque de Keynes era más moderado. Su punto de vista se basaba en que la economía no está gobernada solo por actores racionales que, «como una mano invisible», desean emprender actividades comerciales destinadas a obtener un beneficio económico mutuo, como creían los economistas tradicionales. Keynes se había percatado de que, aunque la mayor parte de las actividades económicas suelen tener motivaciones racionales, también existen muchas otras actividades que están gobernadas por *espíritus animales*,\* ya que los estímulos que mueven a las personas no siempre son económicos ni su comportamiento es racional cuando persiguen este tipo de intereses. Según el punto de vista de Keynes, estos *espíritus animales* son la causa principal de la fluctuación de la economía y constituyen, asimismo, la causa principal del desempleo involuntario.

Por tanto, para comprender la economía conviene entender de qué modo se ve afectada por estos *espíritus animales*. Al igual que la *mano invisible* de Adam Smith representa la idea central de la economía clásica, los *espíritus animales* de Keynes constituyen la clave de otra visión diferente de la economía, una perspectiva que explica las inestabilidades que subyacen en el capitalismo.<sup>5</sup>

\*Si bien en el título del libro se ha mantenido el concepto original de «Animal Spirits», para el texto se ha decidido traducirlo por «espíritus animales». (N. del E.)

5. Smith (1776).

Las aseveraciones de Keynes sobre el modo en que los espíritus animales gobiernan la economía nos lleva a meditar sobre el papel que representa el gobierno en ella. Su punto de vista es muy similar a lo que nos explican los libros de consejos sobre el cuidado de los hijos.<sup>6</sup> Por una parte, nos advierten que no debemos ser demasiado autoritarios, ya que nuestros hijos serán obedientes en apariencia, pero se rebelarán cuando lleguen a adolescentes. Por otra parte, los mismos libros también nos dicen que no podemos ser demasiado tolerantes, ya que en este caso no les enseñaremos a establecer sus propios límites. A continuación, el libro de consejos nos explica que la crianza adecuada de un niño transcurre entre ambos extremos. El papel coherente que deben desempeñar los padres consiste en establecer límites para evitar que el pequeño abuse de su espíritu animal, pero estos mismos límites deberán permitir que aprenda a ser independiente y creativo. El papel de los padres es crear un *hogar feliz* que proporcione libertad al niño, pero que al mismo tiempo le proteja de su espíritu animal.

Este hogar feliz corresponde exactamente a la posición de Keynes (y también a la nuestra) sobre el papel adecuado del gobierno. Las sociedades capitalistas, según observa cabalmente la economía antigua, pueden ser muy creativas y el gobierno deberá intervenir lo menos posible en su creatividad. Por otra parte, *si se las abandona a sus propios recursos*, las economías capitalistas caerán en excesos, de lo cual hemos sido testigos estos últimos tiempos, y caerán en la *obsesión* a la que seguirá el *pánico*.<sup>7</sup> Se crea-

6. Ver especialmente a Levine (2006).

7. Además de Minsky (1982, 1986), también Galbraith (2005 [1955]) y Kindelberger (1978) ofrecen una versión histórica muy prestigiosa sobre burbujas y situaciones de pánico. *El crac del 29* (Ariel) de Galbraith presenta una versión de los acontecimientos concurrentes en el crac del mercado bursátil de 1929 que siguen la misma línea de análisis que este libro. Kindelberger ofrece una interesante historia sobre anteriores obsesiones y estados de pánico. La ubicuidad con que se producen sugiere, como afirmamos aquí explícitamente, que sus orígenes residen en la naturaleza humana, en los espíritus animales.

rá desempleo, la gente consumirá en exceso y ahorrará poco, las minorías sufrirán malos tratos y el precio de la vivienda, las acciones e incluso el petróleo experimentará un gran *boom* para después caer. El papel adecuado del gobierno, igual que el de los padres en los libros de consejos sobre la educación de los jóvenes, consiste en preparar el escenario y este deberá dar rienda suelta a la creatividad del capitalismo. Pero también deberá compensar los excesos que se produzcan debido a nuestros espíritus animales.

Ya que estamos hablando de excesos, veamos la astuta explicación que ha dado George W. Bush a la actual crisis económica: «Wall Street se ha emborrachado». Pero la explicación sobre las causas de la borrachera de Wall Street y de que el gobierno estadounidense haya permitido las precondiciones que la han provocado para luego cruzarse de brazos mientras cae en excesos, debe proceder de una teoría sobre la economía y su funcionamiento. Y esta procede de la mutilación continuada de la *Teoría general* de Keynes que se emprendió poco después de su publicación inicial para intensificarse luego durante las décadas de 1960 y 1970.

Después de la publicación de la *Teoría general*, los seguidores de Keynes erradicaron casi todos los espíritus animales (es decir, los motivos no económicos y las conductas irracionales) que subyacen en el núcleo de su explicación sobre la Gran Depresión. Solo dejaron los espíritus animales suficientes para promover una teoría del mínimo común denominador, que minimizara la distancia intelectual entre la *Teoría general* y la economía estándar clásica del momento. Esta teoría económica no contempla la existencia de espíritus animales, ya que en ella las personas solo actúan siguiendo motivos económicos y lo hacen de manera racional.

Los seguidores de Keynes adoptaron esta «trivialidad» (como la calificó Hyman Minsky) por dos buenos motivos.<sup>8</sup> El primero es que la Depresión seguía causando estragos y deseaban ganar adeptos a la causa keynesiana

8. Según palabras del propio Minsky (1982, pág. 138), la teoría keynesiana reconstruida se redujo a una «trivialidad», ya que «no explica cómo una economía consigue equilibrar el desempleo... No permite procesos dinámicos internos que sean negativos».

lo más rápidamente posible sobre el papel que debía representar la política fiscal. Cuanto más se acercaran a la teoría existente, mayor cantidad de conversiones obtendrían. Además, esta desviación mínima era útil por otro motivo, puesto que iba a permitir que los economistas de la época pudieran comprender la nueva teoría basándose en los términos de la antigua.

Pero esta solución a corto plazo ha tenido consecuencias a largo plazo. La versión rebajada de la *Teoría general* alcanzó aceptación universal durante los años cincuenta y sesenta. No obstante, esta versión abreviada de la economía keynesiana también era vulnerable a los ataques. Durante la década de 1970 surgió una nueva generación de economistas, denominada *nueva economía clásica*, cuya crítica postulaba que los escasos espíritus animales que conservaba el pensamiento keynesiano eran demasiado insignificantes como para que tuvieran algún peso en la economía. Mantenían que la categoría original keynesiana aún no había sido suficientemente diluida. Según su punto de vista, en la actualidad el eje de la macroeconomía moderna, los economistas no deberían tener en cuenta para nada los espíritus animales. Así que, no sin cierta ironía, se recuperó la antigua economía clásica prekeynesiana carente de desempleo involuntario. Los espíritus animales habían quedado relegados al cubo de la basura de la historia del pensamiento.

Este «nuevo» punto de vista clásico sobre el comportamiento de la economía pasó de los economistas a los gabinetes estratégicos, las élites políticas y los intelectuales y, finalmente, los medios de comunicación, convirtiéndose en un mantra político: «Creo en los mercados libres». La creencia de que el gobierno no debería intervenir en la búsqueda de los intereses particulares de las personas ha influenciado las políticas de numerosos países en todo el planeta. En el Reino Unido adoptó la forma del *thatcherismo* y en Estados Unidos la del *reaganismo* y desde estos dos países anglosajones se produjo su divulgación.

Esta noción de padre tolerante sobre el papel que debe representar el gobierno sustituyó el hogar feliz keynesiano. En la actualidad, tres décadas después de la elección de Margaret Thatcher y Ronald Reagan, estamos notando los problemas que puede generar, pues no se establecieron límites a los excesos de Wall Street, que se emborrachó desenfrenadamente. Y ahora, el mundo debe enfrentarse a las consecuencias.

Ha pasado mucho tiempo desde que se descubrió que era posible que un gobierno contrarrestara las repercusiones racionales e irracionales que pudieran tener lugar en las economías capitalistas. Pero mientras se cuestionaba el legado de Keynes y el papel del gobierno, se ha desgastado el sistema de seguridad que se desarrolló gracias a la experiencia de la Gran Depresión. Por consiguiente, es necesario que renovemos nuestra comprensión sobre el funcionamiento real de las economías capitalistas en las que las personas no solo tienen motivaciones económicas racionales, sino todo tipo de espíritus animales.

Este libro, que se basa en un ámbito emergente de la economía denominado *economía conductual*, describe cómo funciona realmente el mercado cuando las personas son realmente *humanas*, es decir, poseen espíritus animales muy humanos. Además, explica por qué el desconocimiento sobre su funcionamiento real ha conducido al estado actual de la economía mundial, en la que se han colapsado los mercados financieros y existe la amenaza de que se haya iniciado su descomposición.

Hoy, con la ventaja que suponen más de setenta años de investigación sobre ciencias sociales, podemos desarrollar el papel que representan los espíritus animales en la macroeconomía de una manera que los primeros keynesianos no podían. Además, gracias a nuestros conocimientos sobre la importancia que tienen los espíritus animales y a que les hemos otorgado un papel primordial en nuestras teorías en lugar de barrerlos debajo de la alfombra, no son vulnerables a los ataques.

Se trata de una teoría que resulta particularmente necesaria en el contexto de la recesión actual. Por encima de todo, los responsables de formular políticas tienen que saber lo que deben hacer. Pero la teoría también es adecuada para quienes ya tienen la percepción adecuada, como Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal. Solo su comprensión clara les permitirá tener confianza, además de autoridad intelectual, para seguir sus intuiciones sobre las medidas realmente violentas que es preciso tomar para enfrentarnos con la actual crisis económica.

## Animal Spirits

## Introducción

Para comprender el funcionamiento de las economías y cómo podemos gestionarlas para prosperar, debemos prestar atención a los patrones de pensamiento que influyen en las ideas y los sentimientos de las personas, es decir, sus *espíritus animales*. Solamente podremos llegar a comprender con certeza los acontecimientos económicos relevantes si sabemos enfrentarnos con el hecho de que sus causas son principalmente de carácter mental.

Resulta lamentable que muchos economistas y periodistas financieros no sepan apreciar, al parecer, los acontecimientos económicos y, por tanto, suelen caer en interpretaciones bastante enrevesadas y artificiales. Consideran que, en conjunto, las variaciones de los sentimientos, las impresiones y las pasiones individuales carecen de importancia y que los acontecimientos económicos están dirigidos por factores técnicos inescrutables o actos imprevisibles del gobierno. De hecho, como desvelará este libro, el origen de estos acontecimientos siempre resulta familiar y se puede detectar en nuestros pensamientos cotidianos. Comenzamos a trabajar en este ensayo durante la primavera de 2003. Desde entonces, el desarrollo de la economía mundial ha seguido trayectorias que solo se pueden comprender si se consideran en términos de espíritus animales. Hemos dado una vuelta en la montaña rusa: primero vino la elevación y a continuación, hace aproximadamente un año, comenzó la caída. Pero, por extraño que parezca, a diferencia de lo que suele suceder en el parque de atracciones, los

pasajeros no se han dado cuenta de que se habían montado en un aparato que estaba fuera de control hasta que la economía ha comenzado a caer. Y como consecuencia de su capacidad para la indolencia, la gestión del parque de atracciones no ha tenido en consideración que se debían haber establecido límites a la altura a la que podían subir los pasajeros. Tampoco les proporcionaron ningún equipo de seguridad que limitara la velocidad o el alcance de la caída subsiguiente.

¿En qué ha estado pensando la gente? ¿Por qué los ciudadanos no se han dado cuenta de lo que estaba ocurriendo hasta que no se les han venido encima los acontecimientos reales, como la caída de los bancos, la pérdida de puestos de trabajo y la ejecución de hipotecas? La respuesta es muy sencilla. El público, los gobiernos y numerosos economistas se sentían respaldados por una teoría económica que les decía que estaban seguros, que todo iba perfectamente y que no corrían ningún peligro. Pero esta teoría era incorrecta, ya que hacía caso omiso de la importancia que tienen las ideas en el comportamiento de la economía e ignora el papel que representan los *espíritus animales*. Encima, tampoco han sabido darse cuenta de que quizá la gente no era consciente de que se había montado en una montaña rusa.

### ¿En qué ha estado pensando la gente?

La economía tradicional predica las ventajas que ofrecen los mercados libres. Esta creencia no solo ha cuajado en los bastiones del capitalismo, como Estados Unidos y Reino Unido, sino que también lo ha hecho por todo el mundo, incluso en países con una tradición socialista bien arraigada, como China, India y Rusia. Según la economía tradicional, el capitalismo de libre mercado es básicamente perfecto y estable. Precisa escasa intervención, si es que la precisa, del gobierno. En cambio, el único riesgo presente o futuro de que aumente la depresión procede de la intervención del gobierno.

Este tipo de razonamiento se remonta a Adam Smith. La base del concepto de estabilidad fundamental de la economía descansa en el

planteamiento hipotético de la cuestión siguiente: ¿en qué consiste un mercado libre y perfecto? La respuesta es que si la gente persigue sus propios intereses económicos en estos mercados de modo racional, agotará las oportunidades de obtener beneficios mutuos para producir mercancías y dedicarse al intercambio. Este agotamiento de oportunidades para obtener beneficios mutuos produce pleno empleo. Los trabajadores que exigen sueldos razonables, es decir, los que aceptarían un salario inferior al valor que añaden a la producción, conseguirán empleo. ¿Por qué? Si este trabajador estuviera desempleado, se podría concertar con él una negociación que fuera mutuamente beneficiosa. Un empleador podría contratarle por el salario que exige y obtener un rendimiento extra por un beneficio mayor. Por supuesto, habría trabajadores que no conseguirían empleo, pero solo serían incapaces de encontrar trabajo en el caso de que estuvieran ocupados temporalmente en la búsqueda de empleo o insistieran en obtener un salario injustificadamente alto, superior al valor que añaden a la producción. Este tipo de desempleo es voluntario.

Existe un ámbito donde esta teoría sobre la estabilidad de la economía obtiene un éxito significativo. Por ejemplo, permite explicar por qué mucha gente que busca trabajo está empleada la mayor parte del tiempo, incluso durante los peores momentos de una depresión económica grave. Quizá no explica, por ejemplo, por qué el 25% de la fuerza laboral de Estados Unidos carecía de empleo en 1933 durante el peor momento de la Gran Depresión, pero sí explica por qué, incluso entonces, el 75% de los trabajadores que buscaban trabajo estaban empleados. Estaban ocupados en la producción y el comercio mutuamente beneficiosos que había pronosticado Adam Smith.

Por tanto, incluso en el peor de los casos, esta teoría merece mucha consideración, por lo menos según el criterio que una vez escuchamos en un restaurante en boca de un estudiante que se quejaba de que la clasificación C que había obtenido en una prueba de ortografía, a pesar de que sus respuestas habían sido correctas, era de un 70%. Además, durante doscientos años esta teoría ha funcionado muy bien incluso con los peores pronós-

ticos. Casi siempre, como ahora, cuando la tasa de desempleo de Estados Unidos continúa siendo del 6,7% (y va en aumento), sus pronósticos son notablemente atinados.

Volvamos a la Gran Depresión. Son pocas las personas que se preguntan por qué en 1933 el índice de *empleo* era tan *alto* (el 75%) cuando el planteamiento habitual que se suele hacer es el contrario, por qué el 25% de la fuerza laboral estaba *desempleada*. Según nuestra opinión, la macroeconomía comporta desviaciones del pleno empleo. La falta de obtención de pleno empleo podría proceder, por tanto, de una *desviación* del modelo clásico de Adam Smith.

Creemos –como la mayoría de nuestros colegas– que Adam Smith tenía razón, en especial sobre el motivo de que mucha gente tenga empleo. Igualmente, nos gustaría creer –con algunas reservas– que también tenía razón sobre las ventajas económicas del capitalismo. Pero creemos que esta teoría no acierta a describir por qué se producen tantas variaciones en la economía ni explica por qué experimenta los altibajos de una montaña rusa. El mensaje implícito de Adam Smith, sobre la mayor o menor necesidad de que intervenga el gobierno, también carece de justificación.<sup>1</sup>

## Espíritus animales

El planteamiento hipotético de Adam Smith toma debidamente en consideración el hecho de que la gente busca su propio interés económico de manera racional. Por descontado que lo hace, pero este planteamiento

1. En su libro *Who's Afraid of Adam Smith?* (¿Quién teme a Adam Smith?, 2002, pág. xi) Peter Dougherty afirma que «para el capitalismo democrático, las ideas sobre economía que siguen la tradición de Adam Smith son como el sistema operativo de un ordenador. Las posibilidades del capitalismo, como sucede en la informática, son extraordinarias según lo que se haga con ellas, pero no son mejores que las instrucciones que gestionan los sistemas pertinentes».

hipotético falla cuando se tiene en cuenta hasta qué punto la gente tiene, además, otras motivaciones que no son de índole económica. Tampoco es capaz de considerar hasta dónde estas motivaciones son irracionales o insensatas, pues desconoce los *espíritus animales*.

En cambio, John Maynard Keynes intentó explicar las desviaciones del pleno empleo y recalcó la importancia de los espíritus animales. Subrayó su papel fundamental en los cálculos de los hombres de negocios. «La base de nuestros conocimientos para evaluar el rendimiento durante los próximos diez años de una línea de ferrocarril, una mina de cobre, una fábrica textil, los cánones de una patente médica, un transatlántico o un edificio de la ciudad de Londres, es bien poca y a veces incluso nula», escribió. Si la gente está tan poco segura, ¿cómo toma sus decisiones? «Solo las puede tomar a través de sus espíritus animales», que son el resultado de «un impulso espontáneo hacia la acción». No son, como establece la teoría económica racional, «el resultado de la media ponderada de los beneficios cuantitativos multiplicado por sus probabilidades».<sup>2</sup>

En el uso inicial del término, *spiritus animalis* en su antigua forma de latín medieval, la palabra *animal* significaba «de la mente» o «que anima» y se refería a la energía mental primordial y a la fuerza vital.<sup>3</sup> Pero en la economía moderna, los *espíritus animales* han adquirido un significado diferente y actualmente es un término económico que se refiere al com-

2. Keynes (1998 [1936]).

3. El término *espíritus animales* se remonta a la antigüedad y siempre se han citado los escritos del médico Galeno (circa 130-200 d.C.) como su fuente principal. Se trata de un término que se utilizaba habitualmente en medicina durante la Edad Media hasta la publicación de la *Anatomía de la melancolía* de Robert Burton (1632) y *El tratado del hombre* de René Descartes (1990 [1664]). En esa época se decía que había tres espíritus: el *spiritus vitalis* que se originaba en el corazón, el *spiritus naturalis* que procedía del hígado y el *spiritus animalis* que se producía en el cerebro. El filósofo George Santayana (1955 [1923], pág. 245) ha creado un sistema filosófico que gira alrededor de la «*fe animal*» que define como «un espíritu puro y absoluto, una energía cognitiva imperceptible cuya esencia es la intuición».

ponente fluctuante e inconsistente de la economía. Representa nuestra peculiar relación con la ambigüedad o la falta de certeza. A veces los *espíritus animales* nos paralizan, mientras que en otras ocasiones nos revitalizan y nos llenan de energía, haciendo que superemos nuestros miedos e inseguridades.

Del mismo modo que una familia a veces está unida y otras reñida, a veces contenta y otras deprimida, y a veces las cosas van viento en popa, pero en otras reina la confusión, las economías también atraviesan buenos y malos momentos. El tejido social cambia, nuestro nivel de confianza en los demás varía y nuestra predisposición a emprender tareas y sacrificarnos por algo no es constante ni mucho menos.

El concepto de que las crisis económicas, como la actual crisis financiera y de la vivienda, se han producido principalmente debido al cambio de nuestros patrones de pensamiento, va en contra de las ideas habituales de la economía. Pero la actual crisis atestigua el papel que representan dichos cambios en el pensamiento. Se ha producido precisamente a causa de la fluctuación de nuestra confianza, envidia, resentimiento, tentaciones e ilusiones, pero especialmente debido a cambios en el carácter de la economía. Estos valores intangibles son el motivo de que la gente haya pagado pequeñas fortunas por viviendas situadas entre cultivos de maíz; que otros les hayan financiado estas adquisiciones; que después de que la media del índice Dow Jones llegara a superar los 14.000, al cabo de poco más de un año hubiera caído por debajo de 7.500; que la tasa de desempleo de Estados Unidos haya subido un 2,5% durante los últimos 24 meses sin que se pueda, además, vislumbrar el fin del incremento; que Bear Stearns, uno de los principales bancos de inversión del mundo, solo se pudiera salvar (a duras penas) mediante un plan de rescate de la Reserva Federal; que más tarde Lehman Brothers se derrumbara por completo; que una gran parte de los bancos de todo el mundo disponga de provisiones insuficientes de fondos, y que, como hemos dicho antes, alguno de ellos, incluso después del rescate, aún se esté balanceando en el borde del abismo para terminar siendo el siguiente en caer. Y todavía no sabemos lo que está por venir.

## Macroeconomía con y sin espíritus animales

Por supuesto, la macroeconomía dispone de abundantes explicaciones para justificar las fluctuaciones de la economía. De hecho, todos los libros sobre macroeconomía hablan de ello. Veamos dos ejemplos: durante el período que siguió a la Segunda Guerra Mundial, los economistas pensaron que podían explicar las desviaciones del pleno empleo a través de un tipo único de espíritu animal: que a los trabajadores no les gustan los recortes salariales y que, por consiguiente, los empleadores son reacios a hacerlos.<sup>4</sup> Esta práctica pasó luego a justificarse mediante una explicación ligeramente más sofisticada sobre la evolución lenta de los salarios y sus causas. Expone que las fluctuaciones del empleo originadas por desplazamientos de la demanda se deben al hecho de que los salarios y los precios no se establecen de manera simultánea. Este concepto se conoce en macroeconomía como «contratos escalonados».<sup>5</sup> Los libros sobre macroeconomía están llenos de muchas otras desviaciones del planteamiento hipotético básico de Adam Smith, en el cual siempre se produce un encuentro de mentalidades y los contratos

4. El denominado modelo IS-LM ha tenido una influencia duradera en el pensamiento macroeconómico. Milton Friedman, que durante toda su carrera fue siempre muy crítico con los modelos macroeconómicos de Keynes, al final se dejó convencer, ya bien avanzada su carrera académica, para desarrollar un modelo que representara su punto de vista. Creó uno que se parece mucho al moderno modelo nekeynesiano hickesiano IS-LM (Friedman, 1970). En su crítica sobre el punto de vista teórico de Friedman, James Tobin (1972, pág. 851) dijo: «Me ha sorprendido mucho enterarme de lo que el profesor Friedman considera sus diferencias teóricas fundamentales con los nekeynesianos». Friedman aportó una sola «ecuación que faltaba» al modelo, una relación a corto plazo entre los beneficios y los precios. De modo análogo, la revolución de las previsiones racionales en macroeconomía a menudo ha tenido escasas repercusiones en los modeladores macroeconómicos, excepto para proponer «versiones» de previsiones racionales de sus modelos. A menudo estos modelos eran a su vez variaciones del mismo modelo IS-LM, como el modelo clásico de Sargent-Wallace (Sargent y Wallace, 1975).

5. Fischer (1977), Taylor (1979, 1980) y Calvo (1983).

se negocian entre personas racionales motivadas exclusivamente por intereses económicos.<sup>6</sup>

Estas circunstancias nos llevan a señalar las diferencias filosóficas que existen entre este libro y los textos habituales sobre economía. Este libro se basa en una perspectiva diferente sobre el modo en que debe describirse la economía. Los textos especializados buscan minimizar al máximo las desviaciones de las motivaciones puramente económicas y de la racionalidad. Existe un buen motivo para hacerlo y todos nosotros hemos pasado una buena parte de nuestra vida siguiendo esta tradición. La economía de Adam Smith se comprende bien y, por tanto, las explicaciones sobre las desviaciones menores de su sistema ideal están claras porque se plantean dentro de un marco que se comprende a la perfección. Sin embargo, esto no significa que estas pequeñas desviaciones del sistema de Smith permitan describir cómo funciona realmente la economía.

Nuestro libro supone una ruptura con esta tradición. Según nuestro punto de vista, la teoría económica no debería proceder de las desviaciones mínimas del sistema de Adam Smith, sino de aquellas que están teniendo lugar actualmente y que se pueden observar. El objetivo de este ensayo es

6. Otro enfoque mucho más actual que ha predominado en el pensamiento macroeconómico es el modelo del equilibrio general dinámico estocástico (DSGE) que sigue los postulados de Kydland y Prescott (1982). Se basa en varias apreciaciones relevantes aunque, en su forma actual, depende de la suposición de que la conducta humana optimiza su utilidad intertemporal. Estos modelos contemplan el impacto de las políticas monetarias o de la productividad, pero no los espíritus animales. En su reciente publicación V. V. Chari, Patrick J. Kehoe y Ellen R. McGrattan (2008, pág. 3) llegan a la conclusión de que la macroeconomía está confluendo en un consenso a favor de este tipo de modelo y que los «macroeconomistas están comenzando a aceptar la naturaleza de la forma reducida de las repercusiones que deban incorporarse a un modelo a fin de ajustar los datos». Pero, mientras los macroeconomistas que asisten a sus reuniones quizá estén a punto de admitirlo, no existe ningún consenso amplio entre los socioeconomistas o los sociocientíficos. Creemos que, a pesar de que los modelos DSGE representan una fase importante en la historia del pensamiento económico, sus suposiciones fundamentales deben reconsiderarse.

que, ya que los espíritus animales forman parte de la economía cotidiana, la descripción sobre el modo real en que funciona deberá tener siempre en cuenta estos espíritus animales.

Creemos que con esta descripción podremos explicar el funcionamiento real de la economía, ya que se trata, además, de un tema cuyo interés es permanente. Este libro, escrito durante el invierno de 2008-2009, también explica cómo nos metimos en el lío económico actual y lo que es necesario hacer para salir de él.

### **Cómo funciona realmente la economía y el papel que representan los espíritus animales**

En la primera parte de este libro se describen cinco facetas diferentes de los espíritus animales y el modo en que afectan a las decisiones económicas: *la confianza, la justicia, la corrupción y las conductas antisociales, la ilusión monetaria e historias:*

- La piedra angular de nuestra teoría es la *confianza*, así como los mecanismos de retroalimentación entre esta y la economía, que magnifican los desórdenes.
- El establecimiento de salarios y precios depende en gran medida de temas relacionados con *la justicia social*.
- Analizamos la tentación a caer en *comportamientos corruptos y antisociales* y el papel que ello representa en la economía.
- La *ilusión monetaria* es otra piedra angular de nuestra teoría. El público confunde inflación y deflación y no es capaz de razonar sobre sus efectos.
- Finalmente, nuestro sentido de la realidad, quiénes somos y lo que hacemos, se entremezcla con la historia de nuestra vida y con la de los demás. El conglomerado de estas *historias* constituye una historia nacional o universal que por sí misma representa un papel importante en la economía.

En la segunda parte de este texto se describe cómo estos cinco espíritus animales influyen en las decisiones económicas y se demuestra que representan un papel crucial a la hora de dar respuesta a las ocho cuestiones siguientes:

1. ¿Por qué las economías caen en la depresión?
2. ¿Por qué los principales banqueros tienen poder sobre la economía (en la medida que lo tengan)?
3. ¿Por qué hay personas que no encuentran trabajo?
4. ¿Por qué a largo plazo siempre se produce un equilibrio entre la inflación y el desempleo?
5. ¿Por qué ahorrar para el futuro es tan arbitrario?
6. ¿Por qué los precios financieros y las inversiones corporativas son tan volátiles?
7. ¿Por qué los mercados inmobiliarios experimentan ciclos?
8. ¿Por qué la pobreza arraiga durante generaciones entre las minorías más desfavorecidas?

Comprobaremos que los espíritus animales constituyen una respuesta directa a cada una de estas cuestiones. Igualmente, también veremos que no se puede responder a ninguna de ellas si las personas se contemplan como si solo tuvieran motivaciones económicas que desempeñan racionalmente, es decir, si se considera que la economía funciona según la mano invisible de Adam Smith.

Todas estas cuestiones son fundamentales y se las puede plantear cualquier persona que sienta una curiosidad natural por el mundo económico. Nuestra teoría sobre los espíritus animales describe el funcionamiento de la economía y proporciona respuestas naturales y satisfactorias sobre todas estas cuestiones.

Si damos respuesta a estas preguntas y describimos cómo funciona realmente la economía, lograremos lo que no ha conseguido la teoría económica actual y proporcionaremos una teoría que explica por completo

y de modo natural las causas de que la economía de Estados Unidos, y prácticamente toda la economía mundial, haya caído en la crisis actual. Quizá lo que resulte de mayor interés sea que dicha teoría nos permitirá comprender lo que debe hacerse para que podamos salir de esta crisis. En el comentario al capítulo 7, que trata sobre los poderes de la Reserva Federal, figuran nuestros análisis y recomendaciones.

Primera parte

**Espíritus animales**

## 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 lapso 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.<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup> 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.<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup> 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.<sup>5</sup> 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

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-

4. Kahn (1931).

5. Hicks (1937).

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.<sup>6</sup> 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.<sup>7</sup> 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.<sup>8</sup>

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.<sup>9</sup> 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.<sup>10</sup> 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.<sup>11</sup>

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.<sup>12</sup>

---

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.

2

## Equidad

**A**lbert Rees fue un hombre sabio y sensato con una trayectoria profesional excelente. Nacido en 1921, estudió en la Universidad de Oberlin y más tarde se doctoró en la de Chicago, donde le rogaron que se quedara, algo poco frecuente. Fue subiendo de categoría, primero fue profesor interino, luego adjunto, más tarde titular y, finalmente, director de departamento. Su ámbito era la economía laboral y escribió un libro que tuvo una gran influencia, *The Economics of Trade Unions* (La economía de los sindicatos laborales).<sup>1</sup> En 1966 dejó la Universidad de Chicago para irse a la de Princeton y poco después comenzó a trabajar en puestos de administración. El presidente Gerald Ford le nombró director del Consejo sobre Salarios y Estabilidad de los Precios. Más tarde regresó a Princeton para ocupar el cargo de rector y finalmente fue presidente de la Fundación Alfred P. Sloan.

Poco antes de fallecer, Rees participó en una conferencia dedicada a su viejo amigo Jacob Mincer, otro eminente economista laboral de la Escuela de Chicago (tres años antes, el propio Rees también había sido distinguido con una conferencia similar). Durante la conferencia aprovechó la oportunidad para repasar su vida anterior como economista y confesó algo sorprendente: que durante su experiencia en la administración

1. Rees (1973 [1962]).

se había dado cuenta de que sus primeros análisis omitían algo abrumador. Su labor como administrador exigía que tomara decisiones constantemente sobre lo que era justo o injusto aunque el concepto de equidad no figuraba para nada en ninguno de sus análisis económicos. Según sus propias palabras:

La teoría neoclásica sobre la determinación de salarios que he estado enseñando durante treinta años y he intentado explicar en mi libro... no dice nada sobre la equidad... A mediados de la década de 1970 comencé a participar en una serie de funciones relacionadas con la determinación y el control de sueldos y salarios, lo cual ha supuesto mi colaboración en tres organismos de estabilización salarial durante las administraciones Nixon y Ford, el cargo de director de dos corporaciones, de rector de una universidad privada, de presidente de una fundación y de miembro de un consejo de administración de una facultad de letras. En una de las corporaciones fui presidente del comité de compensación.

La teoría que he estado enseñando durante tantos años jamás me ha proporcionado ayuda alguna para desempeñar ninguna de estas tareas. En el mundo real, los factores que intervienen en la determinación de sueldos y salarios son muy diferentes de los que especifica la teoría neoclásica. El factor principal que parecía tener una importancia primordial en todos éstos casos era la equidad.<sup>2</sup>

## Importancia de la equidad

Las palabras de Rees exageran en cierto sentido hasta qué punto los economistas han ignorado la equidad. Los expertos en economía saben, como todo el mundo, que la gente se toma muy en serio la equidad. Como padres, ellos también han sido testigos de las tremendas peleas de los niños en el asiento trasero del coche. Los economistas, como todo el mundo, conocen perfectamente la versión bíblica de lo que es una pelea por la

2. Rees (1993, págs. 243 y 244).

comida: el padre de José, que le prefería entre sus hermanos, le había regalado una capa de «muchos colores», lo que provocó la furia de sus celosos hermanos.<sup>3</sup> Primero lo tiraron a un pozo con la intención de que pereciera en su interior, pero luego, después de haberlo pensado bien, decidieron sacar partido de ello y lo vendieron a los traficantes de esclavos que partían para Egipto.

Los economistas han escrito miles de artículos sobre la equidad. De hecho, a modo de anécdota, incluso existe un autor especializado en equidad cuyo apellido se pronuncia en inglés igual que esta palabra (*fair*), Ernst Fehr.

Sin embargo, en un sentido mucho más amplio y general, la revelación de Rees acierta de pleno, tanto en lo que respecta a su caso personal como al conjunto de la economía. No obstante, a pesar de que se han escrito muchos artículos sobre la equidad y de que los economistas la consideran un tema trascendental, la teoría económica siempre la ha arrinconado. Basta con echar un vistazo a los libros de texto. Aunque algunos mencionan la equidad, normalmente la relegan a figurar al final de algún capítulo e incluso del libro. La equidad acostumbra a mencionarse en aquellas partes que los estudiantes saben que se pueden saltar cuando les toca estudiar para un examen, aunque los profesores que les hayan indicado el libro aseguren que en él se trata de todo, *incluso la equidad*.

No obstante, la equidad puede ser tan trascendental como las motivaciones económicas a las que se concede preponderancia. El interés por la equidad, ¿tiene la misma importancia, o quizá más, que los temas estrictamente económicos? Las consideraciones sobre la equidad o las expectativas sociales, ¿subvierten las consecuencias de las motivaciones estrictamente económicas? El planteamiento de estas cuestiones podría recomendar la revisión sobre el lugar que suele ocupar la equidad en los capítulos menos interesantes de los libros.

3. Es posible que «muchos colores» sea un error de traducción. Numerosos eruditos opinan que era una túnica «con mangas».

Por descontado, existe otra razón para que en los libros de texto no se planteen estas cuestiones. Los ensayos sobre economía deben hablar precisamente de eso, de *economía*, y no de psicología, antropología, sociología, filosofía o cualquier otra rama del conocimiento que trate de la equidad. Los profesores que recomiendan los libros de economía desean impartir conocimientos sobre su ámbito de competencia. Sin duda alguna, la teoría económica pura es valiosa para una amplia gama de aplicaciones y, por consiguiente, tienen una tendencia natural a centrarse en esta teoría tan magnífica aunque no encaje en algunas otras aplicaciones de importancia fundamental. Si se concentran exclusivamente en la teoría racional consiguen que su exposición sea distinguida. En cambio, si mencionaran que algún otro factor que se aparta de la disciplina formal de la economía pudiera ser la causa fundamental de ciertos fenómenos económicos de primera importancia, no respetarían el protocolo de los libros de texto. Sería como eructar durante una cena de gala: sencillamente no se hace.

## Questionarios

Sin embargo, los estudios sobre la equidad indican las muchas posibilidades que existen de que este tema invalide los efectos de la motivación racional de la economía. Uno de los trabajos que preferimos lo preparó un equipo formado por un psicólogo, Daniel Kahneman, y dos economistas, Jack Knetsch y Richard Thaler.<sup>4</sup> Los encuestados deben opinar sobre ciertas ilustraciones. La acción que representan, *¿es aceptable o injusta?*

La primera pregunta, relacionada con el precio de las palas para quitar la nieve después de una tormenta invernal, es ilustrativa del método y las respuestas. Según la ilustración, se ha producido una fuerte tormenta y la ferretería local ha aumentado el precio de las palas para quitar la nieve. *¿Es aceptable o es injusto? Según la economía básica, carecería de importancia,*

4. Kahneman *et al.* (1986a).

ya que el incremento de la demanda (derivada del hecho de que la gente estaría obligada a despejar las calles y las aceras) comportaría un aumento del precio. Sin embargo, un 82% de los encuestados opinó que no era justo aplicar un incremento de 15 a 20 dólares al precio de las palas de quitar nieve después de que se haya producido una tormenta. La ferretería, que no había tenido ningún aumento en el precio de coste de las palas, se estaría aprovechando de la mala suerte de sus clientes. De hecho, la reacción de Home Depot después del huracán Andrew de 1992 se basó en este razonamiento y se abstuvo de aumentar los precios de modo abusivo, absorbiendo una gran parte del incremento de sus precios de la madera contrachapada.<sup>5</sup>

Las respuestas de la otra ilustración de Kahneman, Knetsch y Thaler demuestran, además, que las razones de equidad pueden tergiversar las motivaciones económicas:

Una persona está tumbada en la playa. Hace mucho calor y solo tiene agua fresca para beber. Hace media hora que está pensando que le gustaría tomar una cerveza bien helada de su marca favorita. Un amigo se levanta para efectuar una llamada telefónica y se ofrece para traer cerveza de los únicos establecimientos cercanos donde la venden (el hotel de un complejo de lujo y un pequeño supermercado). Dice que la cerveza seguramente será cara y le pregunta cuánto está dispuesto a pagar por ella. Le dice que la comprará si vale lo que su amigo le indique o menos, pero que si es más cara no la comprará. La persona confía en él y no existe la posibilidad de regatear (con el camarero del bar o el dueño del supermercado). *¿Qué precio le indicará?*<sup>6</sup>

En general, los encuestados dan un precio alternativo para la cerveza que es superior si esta procede del hotel elegante e inferior si se adquiere en el supermercado. En general, estarían dispuestos a pagar un 75% más.

La situación puede parecer muy prosaica, pero las consecuencias de las respuestas son trascendentales. Demuestran que las razones de equidad

5. Lohr (1992).

6. Kahneman *et al.* (1986b, págs. 5287 y 288).

pueden invalidar las motivaciones económicas racionales. Si los encuestados solo tienen en cuenta el placer que la cerveza añadirá a estar tumbados en la playa, estarán dispuestos a pagar lo mismo por ella, tanto si procede del hotel como del supermercado. Pero renunciarán a este placer extra si el supermercado les cobra «demasiado». No porque no estén dispuestos a gastar más dinero de la cuenta en la cerveza, ya que no les importa pagarlo al camarero del hotel, sino seguramente porque creen que sería injusto que la tienda les cobrara un precio superior al máximo que ellos consideran correcto.

## Experimentos

Ciertos experimentos de economía demuestran el papel de la equidad. Existen muchos y numerosos experimentos de este tipo, aunque el que preferimos es el de Ernst Fehr y Simon Gächter.<sup>7</sup> Prepararon una nueva versión de un juego que normalmente se practica en los laboratorios experimentales y está destinado a analizar la capacidad de cooperación de las personas y la confianza mutua. En la versión básica de este experimento, las personas tienen la opción de echar dinero dentro de un «bote», que irá aumentando y luego se repartirá entre el resto del grupo. Si actúan en colaboración, las cantidades que obtienen son mayores. Pero, al mismo tiempo, existe un aliciente para que alguien actúe con egoísmo, de modo que conseguirá mayores beneficios si los demás ponen dinero en el bote, para que aumente y se reparta, mientras ese alguien actúe con egoísmo.

Existe una valoración estándar sobre los resultados de estos juegos: los individuos que participan, al principio lo hacen con cierto grado de cooperación, pero a medida que el juego se va repitiendo, enseguida se dan cuenta de que hay otros jugadores que incumplen y después lo hacen ellos mismos. Cuando el juego se ha repetido varias veces, todos los jugadores

7. Fehr y Gächter (2000).

terminan jugando movidos por el egoísmo. El patrón de comportamiento es muy básico y se ha detectado tanto entre los monos como entre los seres humanos.<sup>8</sup>

Sin embargo, a Fehr y Gächter se les ocurrió una idea. Añadieron una pequeña modificación al juego para poder determinar qué pasaría si los jugadores pudieran castigar a los que participasen sin colaborar y dieron por sentado que iban a castigar a los demás aunque tuvieran que pagar por ello. Y descubrieron lo siguiente: los participantes estaban dispuestos a pagar para castigar a los que actuaban con egoísmo aunque llevar a cabo el castigo les supusiera un gasto. Resulta interesante constatar que también descubrieron que la posibilidad de castigar a los demás reducía en gran medida las conductas egoístas. Después de haber jugado muchas veces, la mayoría de los jugadores seguía echando dinero dentro del bote.

Es obvio que el hecho de pagar para tener la oportunidad de castigar a los demás indica que las personas se preocupan por la equidad. Les irrita que los demás se comporten con egoísmo. A otro grupo de personas, Fehr les hizo participar en juegos parecidos mientras les escaneaban el cerebro mediante PET.<sup>9</sup> Al parecer, la participación en castigos complace a las personas y les activa una zona del cerebro, el estriado dorsal, que se «ilumina» cuando espera recibir diferentes tipos de recompensa.<sup>10</sup>

## Teorías sobre la equidad

La economía básica consiste en una teoría del intercambio, ya que estudia qué se intercambia, con quién y en qué mercados. Pero también

8. Chen y Hauser (2005).

9. De Quervain *et al.* (2005).

10. Comunicación por correo electrónico entre Ernest Fehr y George Akerlof, 1 de noviembre de 2008. Fehr también señaló que el estriado dorsal se activa al anticipar la obtención de agua cuando se está sediento, y de venganza cuando se está furioso, con lo que la gente puede estar literalmente «sedienta de venganza».

existe una teoría sociológica del intercambio. Sus hipótesis se apartan de la teoría económica, sobre todo, por el papel primordial que conceden a la equidad y sus nociones se basan en lo justo y lo injusto.

La sociología requiere hipótesis diferentes debido a que la noción que tienen los sociólogos sobre el intercambio es más general que la de los economistas. Aparte de que desean explicar quién efectúa intercambios y en qué mercados, también desean explicar los que se producen fuera del mercado, dentro de una empresa, entre amigos y conocidos y en el seno de la familia. Los sociólogos opinan que, cuando las transacciones no son justas, la persona menos favorecida se enfadará. Los impulsos que genera su enfado determinan que el intercambio sea justo.

La teoría sociopsicológica del intercambio se denomina *teoría de la equidad*. Mantiene que para cada parte de un intercambio, lo aportado debe ser igual a lo obtenido.<sup>11</sup> Sin duda, esto parece coincidir con lo que sucede en una situación de mercado. Por ejemplo, cuando nos entregan los comestibles en el supermercado, nosotros les entregamos el valor que tienen los productos. Por consiguiente, los sociólogos opinan que su teoría se basa en la de los economistas y por este mismo motivo consideran que quizá esté un poco contaminada.

Pero existen enormes diferencias entre ambas teorías, ya que en la evaluación de las aportaciones y las obtenciones de cada parte de un intercambio, que solo constituye su valor monetario, las cosas que considera un economista o un sociólogo son muy diferentes. Estas aportaciones comportan evaluaciones subjetivas, por ejemplo, si la persona de cada parte de la transacción tiene un estatus social alto o bajo.

Una versión inicial de la teoría del intercambio procede del estudio de Peter Blau sobre funcionarios gubernamentales que participan en procesos complejos.<sup>12</sup> Las normas oficiales establecen que solo pueden obtener ayuda de sus supervisores, aunque es evidente que los funcionarios no desean

11. Brown (1986).

12. Blau (1963).

acudir constantemente a ellos para que les proporcionen ayuda. No solo supondría una molestia, sino que además estarían admitiendo su propia falta de conocimientos e independencia. Por consiguiente, los funcionarios con poca experiencia incumplen sistemáticamente las normas y se consultan entre sí.

Blau analizó el patrón de estas consultas y las explicó en términos de la teoría de la equidad. Observó que el nivel de experiencia de los funcionarios era diferente. Como es de suponer, los funcionarios con poca experiencia pedían consejo en contadas ocasiones a los más experimentados. En cambio estos mismos funcionarios daban consejo y lo recibían de sus iguales, otros funcionarios poco experimentados. De modo análogo, los funcionarios con experiencia daban y recibían consejo de otros también veteranos. ¿Por qué sucedía esto?

Porque los funcionarios con poca experiencia solo disponían de recursos limitados para intercambiar y solo podían dar las gracias y demostrar gratitud. Así lo hacían en las escasas ocasiones en que buscaban consejo de los funcionarios con mayor experiencia. Al principio, este tipo de gratitud suele ser gratificante, pero se va desgastando. Y aconsejar también produce desgaste. De modo que al principio, los funcionarios con poca experiencia buscaban el consejo de otros funcionarios mejor informados, pero luego pocas veces lo volvían a hacer. En cambio, con sus iguales, el intercambio se producía en términos de valor similar.

Cuando en la evaluación de una teoría intervienen elementos subjetivos como son los valores de gratitud y reconocimiento, esta se convierte en una teoría sobre el intercambio equitativo. Es la gratitud que expresan los funcionarios con poca experiencia por sus intercambios con los funcionarios con mayor experiencia lo que hace que las transacciones sean equitativas. En el intercambio, las aportaciones de una de las partes tienen el mismo valor que las obtenciones de la otra parte. La teoría explica el servilismo de las personas que tienen un estatus inferior (por ejemplo, los negros y las mujeres en las sociedades tradicionales). Para igualar las aportaciones y las obtenciones subjetivas y objetivas de un intercambio, tienen que aportar más que las que tienen un estatus superior.

## Normas y equidad

Aunque la teoría de la equidad permite explicar lo que es justo en ciertos tipos de intercambio, existe otra teoría de la equidad más amplia y general. Los sociólogos dirían que existen *normas* que describen cómo creen las personas que deben comportarse ellas mismas y las demás. Akerlof, uno de los autores de este libro, ha tratado exhaustivamente este tema con Rachel Kranton.<sup>13</sup> Hemos señalado que gran parte de lo que hace feliz a las personas consiste en estar a la altura de sus propias expectativas. En este sentido, la mayoría de las personas desean ser justas casi siempre y consideran un insulto que los demás no las consideren honradas. Al mismo tiempo, desean que los otros estén a la altura de lo que ellas mismas creen que son las expectativas ajenas. Las personas se molestan (recordemos a los participantes del experimento de Fehr y su deseo de castigar) cuando creen que las demás no son honradas.

Por tanto, la equidad precisa la introducción en la economía de estos conceptos sobre el modo en que la gente cree que los demás deben comportarse.

## Equidad y economía

En muchas decisiones de tipo económico, los argumentos afines a la equidad constituyen una de las principales motivaciones y están relacionados con nuestra percepción de la confianza y nuestra capacidad de colaborar con eficacia. El punto de vista de la economía actual sobre la equidad es muy ambiguo. Por una parte, aunque existe abundante bibliografía sobre lo que es justo o injusto, también existe una tradición según la cual estos argumentos deben relegarse a un segundo plano cuando se explican los hechos económicos.

---

13. Akerlof y Kranton (2000, 2002, 2005, 2008).

Debemos recalcar que si estas motivaciones van a quedar relegadas a un estatus inferior en los debates sobre economía, será preciso que se proporcione una justificación para ello. En cambio, opinamos que hechos tan elementales como la existencia del desempleo involuntario y la relación entre la inflación y los beneficios añadidos se pueden explicar fácilmente si se tiene en cuenta la equidad. De hecho, si la equidad no se tiene en cuenta, se convierte en un enigma, como vamos a analizar con mayor detalle en los capítulos 8 y 9 de la segunda parte.

## Corrupción y mala fe

Si deseamos comprender el funcionamiento de la economía y de sus espíritus animales, deberemos comprender su lado oscuro, es decir, la tendencia a caer en comportamientos antisociales y las dificultades y los fracasos que la perturban cada cierto tiempo y en ámbitos recónditos. Algunas fluctuaciones económicas se pueden observar por cambios que se han producido a lo largo del tiempo en la importancia y la aceptación de una corrupción descarada. Y lo que es aún más significativo, existen cambios a lo largo del tiempo en el predominio de la mala fe en actividades económicas que, aunque sean teóricamente legales, se basan en motivos deplorables.<sup>1</sup>

Los defensores del capitalismo se deshacen en elogios sobre sus productos.<sup>2</sup> Permite producir todo aquello que obtenga beneficios. La urbanista Jane Jacobs ve poesía arquitectónica en la variedad y la agitación del paisaje urbano que han creado los emprendedores particulares individuales.<sup>3</sup> Durante la época de la *apertura* de Mijail Gorbachov, Gary Becker, el

---

1. Galbraith (2005 [1955]) registra la naturaleza cíclica de la mala fe en la economía. Describe su desarrollo durante el *boom* («el expolio creció a un ritmo acelerado») y su declinamiento después del *crac*.

2. La mayor parte de los fundamentos de este capítulo proceden del trabajo conjunto de Akerlof y Paul Romer (Akerlof y Romer, 1993).

3. Jacobs (1961).

heredero intelectual del legado de Milton Friedman en la Universidad de Chicago, describió las páginas amarillas a los moscovitas. Sus volúmenes constituyen el resultado de la libre empresa y son una muestra de la prodigalidad del capitalismo, con su relación alfabética de variadisimas ofertas. Un amigo nuestro opina que el capitalismo es como el *batido de cacao*. Los comisarios del Moscú soviético nunca se hubieran dignado a elaborar batido de cacao (sin mencionar que si el batido de cacao demuestra el contraste *económico* entre el capitalismo y el comunismo, qué se puede decir de la diferencia en cuanto a libertades *políticas* o de las atrocidades cometidas por Stalin, Mao, Pol Pot, Ceausescu, Kim Il Sung y muchos otros).

Sin embargo, la generosidad del capitalismo tiene un gran inconveniente: no produce automáticamente lo que la gente necesita realmente, sino lo que *cree* que necesita y está dispuesta a pagar. Si está dispuesta a pagar por medicinas, eso es lo que producirá. Pero si además está dispuesta a pagar por ungüento de la serpiente, producirá ungüento de la serpiente. De hecho, durante el siglo XIX, Estados Unidos disponía de una industria completa dedicada a patentes de medicinas fraudulentas. Por ejemplo, William Rockefeller, el padre de John D. Rockefeller, era un vendedor ambulante que llegaba a los pueblos en carrromato, distribuía folletos, contratava a gente para que anunciara a gritos su llegada, daba una charla sobre sus curas milagrosas en la plaza y luego recibía a sus potenciales clientes en la habitación de un hotel.<sup>4</sup> Parece que Rockefeller sénior poseía un talento natural para el engaño, pero su hijo supo transformar su legado genético en algo mucho más constructivo, si bien bastante controvertido.

La necesidad de dar protección al consumidor siempre es una causa de relevancia considerable, pero por varios motivos no constituye el talón de Aquiles del capitalismo. Los consumidores suelen estar lo suficientemente informados y en la mayoría de los casos no compran cosas a la ligera. La mayor parte de sus compras son repetitivas y detectan enseguida los

4. Chernow (1998).

productos que no les resultan rentables. El comercio minorista también responde, como mínimo hasta cierto punto, por lo que vende. Además, existen las garantías que da el gobierno, que son especialmente importantes cuando el consumidor no está preparado para evaluar por sí mismo las cualidades de un producto. Muchos artículos están sujetos a requisitos de seguridad que constituyen materia de legislación. Por ejemplo, la ética de la construcción protege a los propietarios para que las paredes no escondan trabajos de baja calidad.

Pero existe un ámbito en el que la protección del consumidor es particularmente necesaria y resulta difícil de proporcionar. Se trata del ámbito bursátil, o sea, los ahorros de la gente para el futuro. Existe el mito (seguramente falso) de que antiguamente esta protección no era necesaria porque los que ahoraban y los que invertían eran los mismos. El agricultor que deseaba obtener ingresos para el futuro invertía en su propia granja. Conocía mejor que nadie la relación que había entre los sacrificios presentes y el incremento de su renta futura. Pero, en la actualidad, la mayoría de los trabajadores no trabajan por cuenta propia y los recursos principales con que cuentan para guardar algo para el futuro consisten en adquirir valores financieros, como acciones, obligaciones, planes de pensión y seguros de vida. La naturaleza física de estos activos pone en evidencia su insustanciabilidad, ya que no son más que trozos de papel que representan la supuesta promesa de cobros futuros.

En la economía moderna existe algo intrínsecamente inescrutable en cuanto al valor de muchas de estas fuentes de ahorro. A causa de las economías de escala, las empresas capitalistas han crecido hasta hacerse inmensamente grandes y complejas. La gente sería reacia a invertir en ellas si la inversión también conllevara el inconveniente de tener que correr el riesgo de pagar sus deudas. De modo que el capitalismo ha acudido en su ayuda con un invento particular: la responsabilidad limitada. En una corporación de responsabilidad limitada, lo máximo que los accionistas pueden perder es lo que han invertido en sus propias acciones.

Esta responsabilidad limitada funciona perfectamente bien. Por una parte, protege a los accionistas. En principio, les induce a que inviertan en

empresas arriesgadas, pero les permite vender luego sus acciones a otros que, a su vez, tampoco tendrán que sufrir el riesgo de estos inconvenientes. Se podría pensar que la responsabilidad limitada que disfrutaban los titulares de las corporaciones podría desalentar a los acreedores de las empresas. Sin embargo, la mayor parte de las veces, el desaliento es bastante leve. ¿Por qué? Porque los acreedores solo podrían provocar un problema si quisieran recuperar lo que se les debe en el caso extremo de que la empresa quebrara. Si los accionistas han adquirido las suficientes participaciones en el capital, este riesgo es bastante reducido y a veces incluso insignificante. Existen medidas precisas que constituyen una buena indicación sobre las posibilidades de quiebra de una empresa. Se trata de los principios contables de los activos, los pasivos y los beneficios netos.

Existe una explicación de que estas medidas son útiles para proteger a los acreedores y los accionistas. Los activos menos los pasivos, si se contabilizan adecuadamente, indican el margen de la empresa en relación con los desembolsos destinados a crédito. Los beneficios netos de los dividendos indican el porcentaje con que se produce un incremento o una disminución del estado del activo neto. Una medida indica lo lejos que está la empresa de la quiebra, y la otra, el índice que la acerca o la aleja de la misma.

Ahora bien, cuando existe una doble contabilidad, la venta de acciones se parece a la de unguento de la serpiente. De la misma manera que se puede pregonar una medicina fraudulenta reivindicando algo que es incapaz de cumplir, también es posible anunciar acciones, obligaciones o crédito y falsear los libros contables. En la medida en que se hayan falsificado los libros, el público comprador de acciones que confía en los números contables para determinar el estado financiero de una empresa, pagará más por las acciones de los titulares de lo que realmente valen. Podrá llegar a creer que el exceso del activo sobre el pasivo es mayor de lo que es en realidad. Creerá que dispone de beneficios futuros cuando solo han sido artificialmente incrementados. Los titulares de las acciones, y de las opciones de compra de las mismas, obtendrán beneficios gracias a la credulidad de los necios que han confiado en una contabilidad amañada.

Una teoría muy elemental define cuándo a una empresa le conviene fabricar unguento de la serpiente y cuándo no.<sup>5</sup> Tomemos como ejemplo una compañía que dispone de un flujo programado de dividendos. Los economistas opinarían que, en un mercado competitivo, el precio de las acciones es la suma de los valores de estos desembolsos futuros, una vez que hayan sido debidamente descontados ya que se desembolsarán en el futuro y, además, porque suponen un riesgo implícito. En el desarrollo normal del funcionamiento de una empresa, debería constituir su valor, si el mercado de valores actúa como mediador con eficiencia, y también si sus titulares permiten que la empresa siga funcionando y mantenga sus acciones.

Sin embargo, a veces una estrategia alternativa resulta más beneficiosa que esperar y mantener la empresa a flote. Si la empresa puede amañar su contabilidad de modo que sus titulares obtengan más dinero de ella que el valor descontado de sus futuros beneficios, sería mucho mejor para ellos que conservar simplemente las acciones. Una manera de obtener este tipo de desembolso incrementado consiste en falsear o inflar el valor de las acciones, y luego venderlas, dejando que los nuevos titulares se queden con el unguento de la serpiente que han comprado. Pero esta es solo una de las múltiples maneras de utilizar la contabilidad de manera creativa. Otra consiste en vender crédito y luego apañárselas para retirar el dinero que los acreedores han aportado. Existe una gran cantidad de modos de retirar este dinero, como son los salarios, las primas y los incentivos, los contratos leoninos, el nepotismo, los dividendos elevados y las opciones sobre acciones (el valor de las cuales se habrá inflado también debido a que la contabilidad reflejará que a la empresa las cosas le van mejor de lo que en realidad le van).

El símbolo habitual de que el capitalismo funciona son los ejecutivos apañados que se vanaglorian de ser agresivos y asumir riesgos importantes. A Jack Welch, que redujo la plantilla de General Electric de 411.000 empleados a 299.000 en solo cinco años, se le conoce como «Jack el Neutrón» por

5. Estos argumentos son de Akerlof y Romer (1993).

la bomba de neutrones.<sup>6</sup> No está nada arrepentido de ello ni, según los preceptos del capitalismo, debería estarlo. Al contrario, únicamente cumplió con su deber, que consiste en maximizar los beneficios de GE. Pero, precisamente, a causa de la existencia de estos ejecutivos, siempre dispuestos a ganar muchísimo dinero y a hacérselo ganar a su empresa, es necesario que exista un contrapeso que permita garantizar que toda esta energía no terminará malgastándose y caerá en la fraudulencia. Este contrapeso se presenta bajo la encarnación de los gestores, muy renombrados por su personalidad equilibrada y su integridad. Un estudio psicológico sobre su personalidad reveló que suelen gustarles «los hechos y los detalles», son «escépticos y críticos» por naturaleza y les gusta «trabajar de manera rigurosa y ordenada». <sup>7</sup> Ellos también son los héroes del capitalismo y los imperturbables *sheriffs* de este salvaje Oeste.

### **Ejemplos sobre las tres últimas recesiones de Estados Unidos**

Cada una de las tres últimas recesiones económicas de Estados Unidos (la de julio de 1990 a marzo de 1991, la de marzo a noviembre de 2001 y la que comenzó en diciembre de 2007) estuvo relacionada con escándalos de corrupción, que fueron muy importantes en el momento de determinar su gravedad. Analizaremos, pues, el papel que ha representado la corrupción y su hermana menor, la mala fe, en cada una. Nos servirán como paradigma del papel de la corrupción en las recesiones de otros países. En nuestra opinión, Estados Unidos es actualmente el país con menos problemas de corrupción.

Los escándalos de corrupción son siempre tremendamente complejos, pero al mismo tiempo son muy simples dado que se basan en el incum-

6. Welch y Byrne (2007).

7. Wolk y Nikolai (1997, pág. 11).

plimiento de los principios elementales de la contabilidad en cuanto a la cantidad de dinero que se puede obtener de modo legítimo. Son complicados precisamente porque quienes los perpetran buscan amparo en la complejidad con que procuran rodear el incumplimiento de estos principios elementales.

### **Sociedades de ahorro y préstamos y la recesión de 1991**

Todas las empresas que cotizan en Bolsa y aquellas que tienen por finalidad la gestión de depósitos de efectivo emplean el dinero de otras personas. Por consiguiente, siempre surge alguna ocasión en que los directivos pueden coger el dinero y largarse. Aunque estas oportunidades no son siempre igual de sustanciosas, cuando sí lo son, las consecuencias afectan a toda la economía. Un ejemplo de ello es lo que ocurrió con la crisis de las sociedades de ahorro y préstamo (S&L) que constituyó un factor importante en la recesión de 1990-1991 (los factores más importantes fueron la pérdida de confianza a raíz de la primera guerra de Irak y el incremento de los precios del petróleo que la precedieron).

En Estados Unidos, las S&L actúan como bancos que prestan dinero sobre todo para hipotecas. La crisis de las S&L comenzó en la década de 1980, después de que la ley Garn-St. Germain de las instituciones depositarias de 1982 liberalizara las S&L. La ley les permitió prestar dinero de una manera mucho más agresiva, pero el gobierno continuó siendo el garante de sus depósitos, una fórmula segura para terminar en una catástrofe si surgía alguien que se sintiera tentado a prestar dinero siguiendo esquemas cuestionables. La liberalización creó oportunidades para la corrupción que enseguida aprovecharon algunas S&L, las cuales gestionaron créditos incobrables y terminaron quebrando. La crisis subsiguiente culminó con la creación de la Resolution Trust Corporation (Corporación Fiduciaria de Resolución) que se creó en agosto de 1989 para ocuparse de las S&L insolventes.

Siempre existe la posibilidad de falsear la contabilidad si los propietarios o los directivos de las empresas de escasa honradez consideran que es

más rentable desviar dinero a través de contratos leoninos en vez de conservar el negocio y ofrecer un producto o un servicio que la gente realmente desee. Las S&L resultaban un objetivo especialmente atractivo para perpetrar este tipo de abusos ya que el gobierno había aceptado el papel de perdedor. Gracias a los seguros de depósitos avalados por la Administración, los acreedores de las S&L, que eran sus depositarios, no tenían que preocuparse por la solvencia de las instituciones. Si algo iba mal, el gobierno cargaría con el muerto. Y lo hizo, pero la broma le costó 140.000 millones de dólares.<sup>8</sup>

Durante la década de 1980 se dieron tales condiciones que las situaciones de este tipo proliferaron hasta convertirse en una epidemia. A comienzos de la década, las S&L habían concedido una gran cantidad de hipotecas con tipos de interés fijos. Pero entonces la inflación subió y lo mismo sucedió con los tipos de interés en general, lo cual significó que el coste de obtener financiación había pasado a ser superior a los ingresos que las S&L estaban obteniendo de sus hipotecas. Con una contabilidad adecuada estas S&L terminarían quebrando.<sup>9</sup>

Sin embargo, para el gobierno era una vergüenza tener que reconocer la bancarrota de las S&L. Para admitirla hubiera sido necesario rescatar inmediatamente a estas instituciones. Se aplicaron, pues, ingeniosas prácticas contables que permitieron que las S&L pudieran seguir funcionando. Pero resultó que la mayoría se podían adquirir por nada, ya que su patrimonio neto apenas era positivo y en muchos casos incluso era negativo.

No resulta sorprendente que los escándalos subsiguientes adoptaran formas muy diferentes. Las S&L, que no valían nada como empresas en activo, eran útiles en cualquier tipo de contrato leonino que sus titulares desearan hacer. Estos contratos podían ser inmobiliarios, con la aceptación de sobornos de los promotores, o bien consistir en la compra de activos de alto riesgo que ofrecían muy buenos beneficios. La utilización más imagina-

8. Se trataba de dólares de 1993 (Akerlof y Romer, 1993, pág. 36).

9. Akerlof y Romer (1993).

tiva del dinero procedente de contratos leoninos de las S&L la protagonizó el rey de los bonos basura: Michael Milken.

Hasta la década de 1980, el criterio que prevalecía entre los economistas había sido que era muy difícil, cuando no imposible, lanzar una oferta pública hostil de adquisición que resultara beneficiosa. Si la empresa había sido subvalorada antes de que se efectuara la oferta pública, esta misma oferta provocaba el incremento de su valor. Una vez cerrada la operación, el superávit era insuficiente para que el adjudicatario pudiera pagar los costes de la adquisición.<sup>10</sup>

Sin embargo, Milken encontró una manera para reducir drásticamente el coste de las ofertas públicas. Facilitaba que las transacciones se realizaran a la velocidad de la luz utilizando el dinero de otras personas. El dinero llegaba directamente de las S&L a través de sus compras de los bonos basura de Milken. Si el propio Milken o las empresas relacionadas con él efectuaban una oferta hostil a una empresa, resultaba muy útil que Milken pudiera garantizar una gran parte de la adquisición a través de la venta de bonos basura. Las mismas S&L no necesitaban recibir ninguna compensación, aunque sus titulares recibían «prerrogativas privadas» por la venta, lo cual permitía continuar tranquilamente esta práctica. Les entregaban, por ejemplo, un tipo de opción denominado *warrant* que les permitía adquirir las acciones de la empresa a un precio determinado. Se sabe que Milken se había adjudicado bastantes *warrants* en estas transacciones.<sup>11</sup>

Los ejecutivos de las corporaciones descubrieron que podían sacar de Bolsa empresas, emitiendo una gran cantidad de deuda (como bonos basura) para liquidar a los accionistas. Cuando las empresas que se habían privatizado pagaban los bonos basura, estos ejecutivos obtenían enormes beneficios. Pero no pasó mucho tiempo sin que los sueldos de los ejecutivos aumentaran exageradamente. A Graef Crystal, líder de los servicios de asesoría para la remuneración de ejecutivos, estas novedades le sorprendieron

10. Según argumentación de Grossman y Hart (1980).

11. Kornbluth (1992, págs. 323 y 324).

tanto que escribió un libro titulado *In Search of Excess* (En busca del exceso).<sup>12</sup> Había comenzado una nueva era basada en otras normas: la era de la falta de equidad.

Quizá la época de las proezas Milken y la del comienzo de la falta de equidad fueron pura coincidencia. En 1980, Ronald Reagan fue elegido presidente. Tenía una nueva filosofía sobre el papel que debía representar el gobierno. Quizá Milken solo fue el primer heraldo de un cambio histórico que estaba destinado a producirse de todas maneras.

Sin embargo, la aparición más o menos simultánea de los bonos basura, las adquisiciones hostiles de empresas y el incremento masivo de los sueldos de los ejecutivos eran un claro indicio de la fragilidad del capitalismo. Una cantidad muy reducida de transacciones dudosas permitió la práctica de negocios que pocos años antes los economistas —que aún creían que los financieros seguían las normas convencionales— hubieran considerado imposibles.

Esta fragilidad se hizo muy patente en Texas, donde los escándalos de las S&L fueron especialmente virulentos, ya que el precio de la propiedad inmobiliaria se puso por las nubes. Los que pertenecían al ámbito inmobiliario honrado sabían lo que estaba sucediendo y tuvieron que enfrentarse a un dilema: ¿qué debían hacer, cerrar el negocio o seguir incluso a sabiendas de que los precios habían experimentado una tremenda inflación? Para los constructores y los contratistas, tomar una decisión fue difícil.

La crisis de las S&L terminó siendo responsable de la considerable cantidad de confusión financiera que afectó a la economía durante la recesión de 1990–1991 y de la lenta recuperación que la siguió, prolongándose hasta 1993. El lamentable espectáculo de la Resolution Trust Corporation pasando por el tamiz los escombros que dejaban una S&L tras otra y las dificultades que tuvo que vencer la Resolution Funding Corporation (Corporación de Resolución de Fondos) para malvender bonos con que financiar su labor, inundaban la prensa. En 1990, el responsable del Departamento General de

12. Crystal (1991).

Contabilidad dijo al Comité de prácticas bancarias del Senado: «Tengo la firme convicción de que la confianza que inspira en estos momentos el sistema bancario es nula».<sup>13</sup> La confianza aún se vio más menoscabada cuando el presidente de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) (Corporación Federal de Seguros de Depósitos) solicitó dinero al gobierno para poder continuar rescatando los bancos que habían quebrado. La crisis perturbó los precios inmobiliarios, que descendieron un 13% en términos reales desde el punto máximo del último trimestre de 1989 hasta la depresión que se produjo durante el primer trimestre de 1993.<sup>14</sup> Estos precios incidieron en la industria de la construcción y de rebote en otras industrias. Alteraron el mercado bursátil y la confianza que tenían los estadounidenses en el sector financiero. Afectó la confianza de los inversores y su voluntad de emprender actividades económicas. Y todo había comenzado con la generalización de actividades claramente corruptas.

## Enron y la recesión de 2001

La recesión de 2001 se suele atribuir a las consecuencias del *boom* que se produjo en el mercado bursátil en la década de 1990. Sin embargo, la recesión se explicó de muchas y variadas maneras y el *boom* del mercado bursátil y la subsiguiente convulsión producida tuvieron muchas causas. Entre ellas se produjeron varios casos de corrupción que se hicieron famosos, siendo el más prominente el que protagonizó la compañía Enron.

El análisis de lo que sucedió en Enron, que llevó al extremo sus principios contables para luego excederlos, puede constituir por sí mismo un curso completo sobre principios contables. Pero, dejando aparte el con-

13. Sands (1991).

14. Standard & Poor's/Case-Shiller Home Price Index, <http://www.metroarea.standardandpoors.com>.

junto de protagonistas, su avaricia y ambición, las fiestas, los coches deportivos y la disolución de esos hombres y mujeres, se puede hacer un sucinto resumen.<sup>15</sup>

Jeffrey Skilling, ex asesor de McKinsey, descubrió un modo para que Enron pudiera contabilizar enormes beneficios de la noche a la mañana. Bajo la nueva dirección de la comisión del mercado de valores creada básicamente a instancias de la propia Enron, los contratos a largo plazo para la venta o la compra de gas natural se contabilizaron mediante contabilidad a los precios de mercado vigentes en ese momento (*mark-to-market*). Es decir, en el momento en que se contabilizaban esos contratos, la empresa estaba autorizada a contabilizar como beneficios actuales el flujo esperado de ganancias futuras durante la vigencia del contrato (debidamente descontados, por supuesto, de conformidad con las fechas subsiguientes esperadas de recepción de ganancias). Cuesta poco imaginar de qué modo se puede abusar de este tipo de regulación. Estos contratos establecieron prácticamente los precios de las ventas futuras de gas. Para sobreestimar los beneficios actuales, lo único que debía hacer Enron era subestimar el precio de las *compras* futuras. Y la cultura corporativa de Enron ofrecía todo tipo de incentivos para actuar así. Como recompensa, las personas que participaron en negocios que contribuyeron a la obtención de beneficios recibían una generosa cantidad de opciones y otros bonos.

Seguramente, no es ninguna casualidad que Enron cometiera un error similar de contabilidad e incentivación en otro segmento, muy diferente, de la industria. Además de dedicarse a la energía, Enron también disponía de una división que se ocupaba de la construcción de sistemas de generación eléctrica alimentados con gas en varios países en vías de desarrollo. A cargo de esta división había una enérgica mujer con mucho encanto, Rebecca Mark. Estos proyectos, que requerían la cooperación de varias personas de países extranjeros y, además, un tipo de energía muy caro, resultaban muy complicados de contabilizar. El caso más famoso ocurrió en Dabhol, en

15. Eichenwald (2005).

India: prometía, a un coste elevadísimo para sus clientes, resolver los problemas de generación de electricidad en el estado de Maharashtra durante las próximas décadas.

Una vez contabilizados, estos proyectos debían superar otras dificultades, ya que era imposible llevarlos a cabo a un coste razonable. Sin embargo, las prácticas contables de Enron no lo reflejaron. La empresa registró los beneficios de sus proyectos de generación de energía basándose en los precios de mercado vigentes en ese momento (*mark-to-market*), y de conformidad con los supuestos sobre costes efectuados al suscribir los contratos. Enseguida que los proyectos se contabilizaban, también se anotaban los beneficios esperados. Las personas que participaban en el desarrollo de estos proyectos recibían la recompensa correspondiente, aunque el proyecto no se hubiera activado aún y, bajo la perspectiva más optimista, faltaran años para obtener el primer kilovatio-hora. Se contabilizaron ingentes cantidades de estos proyectos que proporcionaron a Enron sustanciosos beneficios. Cuando llenar sus libros contables con castillos en el aire dejó de ser posible, Enron, aunque parezca mentira, no buscó disimular los beneficios procedentes de inflar su contabilidad, sino que simplemente buscó nuevas estrategias para contabilizar beneficios en crecimiento constante y seguir con el milagroso *uptick* (nueva cotización superior a la anterior) que tanto llamaba la atención de Wall Street.

Los métodos legales para borrar del mapa los beneficios desaparecidos pronto se agotaron y, por consiguiente, Enron tuvo que recurrir a estrategias ilícitas, el equivalente en contabilidad a la máquina del movimiento continuo. Andrew Fastow, director general financiero, se dio cuenta de que si podía montar una empresa que comprara activos de la corporación matriz por encima de su precio real, Enron podría registrar como beneficios la diferencia entre el precio que se había pagado por los activos y el precio con que se habían contabilizado.

Y eso, ¿cómo se hace? Pues a la compañía se le entregan acciones previamente infladas por Enron, y a los acreedores de la compañía fantasma, garantías de Enron sobre las posibles pérdidas que se puedan producir. Así se pueden eliminar los beneficios que faltan en los libros de contabili-

dad de Enron. De hecho, este recurso se puede usar para generar cualquier cantidad de beneficios, ya que a los activos que se están adquiriendo se les puede otorgar cualquier valor. A los acreedores no les importa, puesto que disponen de las garantías de Enron. Y los titulares de las acciones de la compañía fantasma cumplen una función doble: trabajan para la empresa fantasma y para Enron. Su recompensa no depende de lo bien que representen a la compañía fantasma, sino de lo bien que les vaya con Enron. Los accionistas obtuvieron beneficios en forma de opciones de acciones de Enron, que estaban subiendo a causa del engaño. Y su pago les resultó más que rentable frente al 3% del valor de la empresa que estaban obligados a mantener para eliminar las cuentas de la empresa fantasma de los libros de la empresa matriz.

Además, los propios responsables de los préstamos de la empresa fantasma estaban llevando a cabo el mismo tipo de transacción que los ejecutivos de Enron. Recibieron muchos bonos por los créditos y los servicios de asesoría que habían contabilizado con Enron. Podía preocuparles el momento en que el plan se viniera abajo, ya que se acabaría un juego sumamente lucrativo, pero quienes se verían afectadas por las pérdidas reales serían otras personas. Y los auditores de Enron, la empresa Arthur Andersen, tampoco levantaron la perdiz, ya que temían perder los generosos contratos de auditoría suscritos con Enron. Y más contratos leoninos...

Un economista diría que la situación era de equilibrio, puesto que todos los participantes buscaban su propio interés. Pero la gente, en realidad, estaba comprando unguento de la serpiente. La recesión de 2001 había demostrado de sobras que el equilibrio no era en absoluto recíprocamente beneficioso para los afectados.<sup>16</sup> La recesión surgió a raíz de un crac del

16. Aunque la investigación de la Comisión del mercado de valores sobre las irregularidades financieras de Enron no se inició hasta el 19 de octubre de 2001, hacia el final de la recesión (que tuvo lugar desde marzo hasta noviembre de 2001), ya había susceplibilidades sobre Enron y sus acciones habían bajado mucho. Enron se menciona aquí como ejemplo del tipo de irregularidad financiera que fue parte activa durante el periodo próximo a la recesión, incluida la débil recuperación que duró hasta 2002-2003.

mercado bursátil que estaba relacionado con el reconocimiento creciente por parte del público de que muchas compañías, sobre todo las llamadas *puntocom*, en realidad estaban vendiendo unguento de la serpiente.

La gente terminó harta de los mercados financieros y su actitud inhibió la economía en mayor medida que cualquier otro factor externo imaginable que estuviera en auge. La ciudadanía reaccionó contra la corrupción y la mala fe en los mercados financieros y retiró de ellos otras inversiones de tipo alternativo, como las inmobiliarias, tal como se vio en las respuestas de los cuestionarios que Karl Case y uno de nosotros, Shiller, envían con regularidad desde 1989 a personas e instituciones interesadas en el mundo de las inversiones. En 2001, los inversores dejaron sentado en términos bien claros que los escándalos contables eran la causa principal de su retirada del mercado bursátil, y también el motivo de su fe recién descubierta en el ámbito inmobiliario, ya que en este no es preciso confiar en los contables.

### Hipotecas *subprime* y la recesión iniciada en 2007

Mientras redactábamos este capítulo, Estados Unidos se enfrentaba a una nueva burbuja y a otra tanda de escándalos. Podremos observar de nuevo que se aplican los mismos principios.

Desde finales de la década de 1990 hasta el año 2006, los precios de la vivienda en Estados Unidos se dispararon, sobre todo en mercados como Boston, Las Vegas, Los Angeles, Miami y Washington D.C.<sup>17</sup> Esta burbuja inmobiliaria se ha asociado al incremento masivo de los préstamos para hipotecas *subprime*, que en el mercado hipotecario pasó de un simple 5% a un 20%, aproximadamente, con un total de 625.000 millones de dólares.<sup>18</sup>

Los préstamos para hipotecas *subprime* se convirtieron en una nueva gran industria cuya regulación no era la adecuada. Reemplazaron a los pro-

17. Case (2008).

18. Mason y Rosner (2007, pág. 2).

gramas gubernamentales que concedían créditos a prestatarios con rentas bajas bajo los auspicios de la Administración Federal para la Vivienda y la Administración de Veteranos. Bajo la influencia de la era Reagan, con su fe en soluciones procedentes de mercados privados, se dejó que decayeran los programas del gobierno, que se habían regulado a conciencia para que beneficiaran a los propietarios de las viviendas, mientras se estimulaba el florecimiento de empresas privadas que ofrecían servicios similares (pero con tipos de interés elevados o que iban a sufrir un incremento en una fecha posterior).<sup>19</sup>

Por desgracia, muchos prestamistas de hipotecas *subprime* concedieron hipotecas que no eran adecuadas para sus prestatarios. Anunciaron a bombo y platillo unos pagos iniciales reducidos que a menudo encubrían unos tipos de interés mucho más elevados que se aplicarían más adelante. Los prestamistas tuvieron mucho éxito concediendo este tipo de créditos a personas vulnerables, de poca formación y mal informadas. Aunque este comportamiento quizá no sea ilegal, creemos que los casos más destacados merecen la calificación de corruptos.

En general, estos fabricantes de hipotecas no creían en sus propios productos y deseaban deshacerse de ellos cuanto antes. Esto fue posible, a su vez, gracias a los cambios radicales que se estaban produciendo en los métodos con que se concedían y financiaban las hipotecas. Antes, las entidades que concedían hipotecas, como las S&L, eran las mismas que las financiaban. Pero el mercado había experimentado un cambio y entonces, las entidades (corredores hipotecarios, bancos u otras instituciones de ahorro) que ofrecían hipotecas pocas veces las mantenían en cartera si no que las vendían. En realidad, solían reagrupar en paquetes las operaciones que contrataban mediante una gran variedad de modalidades. En esta reagrupación en paquetes, los diferentes tramos de las hipotecas se solían agrupar y se vendían en fracciones muy variadas. Igual que los tenderos espabilados habían descubierto que podían hacer un buen negocio vendiendo un po-

19. Shiller (2008a).

llo a trozos, los mercados financieros se habían dado cuenta de que era posible vender hipotecas por partes. Los tenedores finales de estas hipotecas están muy distanciados de quienes las conceden y suelen sentir escaso interés por comprobar las calificaciones de las hipotecas individuales de sus carteras. Además, comparten las pérdidas y ganancias con un número elevado de compradores.

Ahora bien, si las hipotecas —o las porciones que corresponden a las de riesgo más elevado— conllevan que éste sea muy elevado, es natural plantearse la cuestión siguiente: ¿quién va a comprarlas? Pues resultó que, una vez que las hipotecas se habían reunido en paquetes, se produjo un milagro financiero. Se enviaron a agencias de clasificación para su aprobación. Los paquetes de hipotecas *subprime* recibían clasificaciones muy altas (80% AAA y 95% A o superior). En realidad, estas clasificaciones eran tan elevadas que tenían que comprarlas compañías tenedoras de bancos, fondos de mercado monetario, compañías de seguros y a veces incluso bancos depositarios, que nunca se hubieran dignado a aceptar individualmente ninguna de ellas.

Según Charles Calomiris, dos pizcas de magia permitieron que las agencias de clasificación pudieran realizar este truco del sombrero. Otorgaban a las garantías un índice muy bajo de pérdidas esperables por impago, un 6%. Esta posibilidad de impago se basaba en datos muy recientes procedentes de un período en el que el precio de la vivienda había aumentado con rapidez. Incluso así, las estimaciones de las pérdidas esperables en caso de impago eran escasas, entre un 10 y un 20%.<sup>20</sup>

Los que compraron estos paquetes basura de elevada clasificación no tenían ningunas ganas de examinarlas a fondo, ya que lo que deseaban era obtener los máximos beneficios de la compra de hipotecas *subprime* que añadirlas a sus beneficios actuales.<sup>21</sup> Se necesitan estudios considera-

20. Calomiris (2008, pág. 19).

21. Un ejemplo excelente de ello se encuentra en Kashyap *et al.* (2008, pág. 9). Observan que en UBS los que aceptaron hipotecas *subprime* pudieron obtener enormes beneficios que se contabilizaron como bonos.

blemente sofisticados para cuestionar una clasificación AAA. Por desdoblado, los que habían reunido la basura deseaban obtener sus emolumentos y nadie deseaba cargar con la responsabilidad de levantar la perdiz. Si un calificador de valores facilitaba calificaciones poco favorables, los empaquetadores de hipotecas se irían tranquilamente a otra parte. Existía, además, un equilibrio económico que abarcaba toda la cadena de operaciones, desde los compradores de propiedades hasta los otorgantes de préstamos hipotecarios, los garantes de las mismas, las agencias de clasificación y, finalmente, los compradores de títulos amparados por hipotecas. Todos tenían una motivación. Pero los que se hallaban al inicio de la cadena, los que habían firmado hipotecas de viviendas que no se podían permitir y los titulares finales de la deuda estaban comprando una versión moderna del ungüento de la serpiente.

### Fondos de inversión de alto riesgo

Mientras preparábamos la publicación de este libro, uno de los principales interrogantes era: ¿dónde están los fondos de inversión de alto riesgo (*hedge funds*)? El clásico contrato de una inversión de este tipo proporciona a sus gestores unos incentivos muy cuestionables.<sup>22</sup> Un sistema habitual para compensar los fondos de inversión de alto riesgo proporciona a sus gestores un porcentaje fijo del capital gestionado, normalmente entre un 2 y un 20% de los beneficios anuales. A partir de aquí, los titulares de fondos de inversión de alto riesgo tienen un gran incentivo para apalancar sus carteras al máximo y efectuar inversiones muy arriesgadas. Resulta sorprendente que los fondos de inversión de alto riesgo, en su mayor parte, no inviertan grandes sumas en paquetes de hipotecas de alto riesgo.<sup>23</sup> Calomiris sostiene

22. Goetzmann *et al.* (2003) y Lo (2008).

23. Se sabe poco sobre las gestoras de fondos de alto riesgo debido a que no existe la obligación de proporcionar esta información. Sería una buena idea, desde el punto de vista de la opinión pública sobre el riesgo sistémico, obligarles a que lo hagan.

ne que, al ser inversores muy sofisticados, saben muy bien el motivo.<sup>24</sup> Pero el caso de la compañía Long Term Capital Management (cuya quiebra comentaremos con mayor detalle en el capítulo 7) indica que los fondos de inversión de alto riesgo, estando como están «apalancados», pueden caer en épocas poco habituales que quedan fuera del ámbito de sus modelos de inversión. En estos momentos desconocemos si la caída de grandes fondos de inversión de alto riesgo será el siguiente infortunio que se producirá en la crisis actual o si realmente son lo que reivindican ser. Se asegura que comportan muy poco riesgo y que simplemente se efectúan inversiones con márgenes de precios de valores (o márgenes de rendimiento) que son demasiado altos o bajos. Aún queda por ver si sus estrategias solo funcionan durante tiempos normales, pero luego caen en tiempos de crisis, cuando los mercados de activos son inusualmente impredecibles.

### Importancia de nuestra teoría sobre los espíritus animales

En los anteriores ejemplos hemos visto que los cambios en la naturaleza de las actividades de los depredadores están relacionados con las tres últimas recesiones, la de 1990-1991, la de 2001 y la que comenzó en 2007 después de la crisis de las hipotecas *subprime*. Estos ejemplos indican que el ciclo económico está relacionado con las fluctuaciones del compro-

---

En Estados Unidos se produjo un breve período en 2006 en que los directivos responsables de los fondos de alto riesgo tenían la obligación de llenar un formulario ADV de la Comisión del mercado de valores. En dicho formulario constaba una gran cantidad de información relativa a la evaluación del riesgo operacional de un fondo, aunque no contenía información directa sobre la cartera del fondo. Se ha aducido que una obligación más rigurosa de revelar esta información llegó a tener cierta repercusión, aunque solo fuera secundaria (ver Brown *et al.* 2007). Sería más aconsejable que se revelara el contenido de las carteras de fondos.

24. Calomiris (2008).

miso personal hacia los principios de buena conducta y con las fluctuaciones en las actividades de depredación, que a su vez están relacionadas con cambios en las posibilidades de esta actividad.

¿Por qué surgen de vez en cuando nuevos tipos de comportamiento corrupto y de mala fe? En parte, la respuesta es que a lo largo del tiempo se producen variaciones en la percepción que existe sobre los castigos previstos para estas conductas. El recuerdo de las grandes batallas del gobierno contra la corrupción se desvanece con el tiempo. En una época en la que la corrupción se ha extendido, la gente puede llegar a tener la impresión de que es fácil superarlas y seguir adelante. Le parece que los demás lo hacen sin recibir ningún castigo. Hasta cierto punto, mermar la adhesión personal a unos principios durante estas épocas es algo perfectamente racional.<sup>25</sup> Igualmente, a veces, unos principios menos elevados pueden ser un reflejo de ósmosis social, ya que la información sobre las posibilidades de recibir un castigo por ciertos tipos de delitos se divulga a través de una red de relaciones personales, como Raaj Sah ha documentado.<sup>26</sup> Este proceso puede ser parte del multiplicador de la confianza, ya que la corrupción se alimenta de sí misma.

La evolución en el tiempo de la propagación de la corrupción o la mala fe también es, hasta cierto punto, un reflejo de las nuevas oportunidades que surgen a medida que van apareciendo nuevas modalidades de invenciones financieras o mientras las regulaciones financieras permiten su aplicación. Quizá el público al comienzo no comprenda bien las innovaciones. Esta evolución también se produce por cambios culturales que no están ligados al miedo al castigo o a los cambios tecnológicos, sino que están claramente situados en el reino de los espíritus animales. A lo largo del tiempo facilitan o impiden las actividades de depredación o la competencia agresiva. Dado que son difíciles de cuantificar y caen fuera del ámbito de la economía, los economistas no suelen relacionarlos con las fluctuaciones económicas. Sin embargo, deberían hacerlo.

25. Becker (1968).

26. Sah (1991).

Durante la década de los felices años veinte, Estados Unidos vivió una época cuya falta de respeto por la ley fue ampliamente alentada por la emergente incoherencia de la prohibición, ya que cada vez era mayor el número de personas que frecuentaban los bares clandestinos para beber y jugar, en flagrante delito.<sup>27</sup> La policía solía hacer la vista gorda y la gente comenzó a tener la impresión de que solo los necios obedecían los preceptos. La falta de respeto por la ley se extendió desmarcándose del conocimiento sobre la posibilidad de ser castigado. La literatura, sobre todo la novela publicada en 1925, *El gran Gatsby*, festejaba a los depredadores financieros. Los años veinte fueron, en realidad, un período de notable depredación financiera que con el paso del tiempo terminó provocando la aversión del público hacia este tipo de negocios y, a partir de 1929 y después de cierta demora, se procedió a una modificación de las leyes que constituyó un hito, puesto que entonces se aprobó, entre otras, la ley de valores (*Securities Act*) de 1933, la ley del mercado de valores (*Securities Exchange Act*) de 1934, la ley de convenio de fideicomiso (*Trust Indenture Act*) de 1939, y la ley de sociedades de inversión (*Investment Company Act*) de 1940.

El cambio que se produjo después de la década de 1920 también tuvo otras manifestaciones, por ejemplo, en las actividades de ocio. En los años treinta, durante la Depresión, en Estados Unidos floreció un juego de naipes llamado *bridge*. En 1941, el final de la Gran Depresión, un estudio efectuado por la asociación americana de fabricantes de naipes reveló que el *bridge* se había convertido en el juego más popular del país y que se jugaba en el 44% de los hogares estadounidenses.<sup>28</sup> En el *bridge* los compañeros deben

27. En 1933 Herbert H. Lehman, gobernador de Nueva York, afirmó: «En mi opinión, nada puede detener ahora el movimiento de revocación que está invadiendo el país entero. La lucha contra la hipocresía, el crimen organizado y el incumplimiento de la ley está prácticamente ganada gracias a la fortaleza de la opinión pública, que puede hacer milagros cuando tiene la oportunidad de materializarse». (Discursos formales de Lehman, Smith, Root y Wadsworth en la Convención para la Revocación.)

28. «El *contract bridge* es el juego favorito de las mujeres.»

cooperar entre sí; se trata de un juego social, que desde su aparición se recomendó como una manera de hacer amigos e incluso de ligar. Se recomendaba como un medio para adquirir habilidades sociales, aunque también solía romper amistades o conducir al divorcio. El *bridge* no se solía jugar por dinero.

Sin embargo, durante la primera década del siglo *xxi*, el *bridge* está en grave decadencia y se considera un juego de gente mayor que no cuenta con la devoción de los jóvenes. En cambio, desde hace unos años, el póquer, sobre todo en su versión del siglo *xxi*, el *Texas hold'em*, ha ganado muchos adeptos. Este juego, que se juega individualmente y en solitario, hace hincapié en un tipo de engaño que se denomina farol (*bluffing*) y en «poner cara de póquer» y se suele jugar por dinero.

Sabemos, por supuesto, que no tiene por qué haber relación entre lo que está sucediendo actualmente en las mesas de póquer y lo que sucede en el mundo de la economía. Pero si los juegos de naipes que divierten a millones de personas han pasado a basarse en el engaño, ¿no resultaría una ingenuidad considerar que estos cambios no se hayan producido en el ámbito comercial?

## 4

## Ilusión monetaria

Hace poco, a uno de nosotros, Shiller, le sorprendió un rótulo que vio en un tren que decía: «No fumar –Capítulo 272, sección 43A del Código Civil– bajo pena de prisión de hasta 10 días, multa de hasta 50 dólares o ambas». Las dos sanciones parecían igualmente inadecuadas.

El rótulo ilustra a la perfección un fenómeno que se conoce como la *ilusión monetaria*. Se trata de otro ingrediente que tampoco contempla la macroeconomía moderna. La ilusión monetaria se produce cuando las decisiones están influenciadas por cantidades nominales de dinero. Los economistas creen que si la gente fuera «racional», sus decisiones estarían influenciadas solo por lo que pueden comprar o vender en el mercado utilizando este dinero nominal. Cuando no existe la ilusión monetaria, las decisiones sobre la determinación de los precios y los salarios están determinadas por los costes o los precios relativos, no por los valores nominales de dichos costes o precios.

Seguramente, nunca ha ido nadie a la cárcel por incumplir el Capítulo 272, sección 43A. Además, lo absurdo del rótulo del tren llama la atención porque pone de manifiesto la hipótesis fundamental de la macroeconomía moderna, según la cual la gente no siente ninguna falsa ilusión por el dinero. En cambio, el rótulo sugiere que las consideraciones sobre el valor nominal tienen su importancia. Más tarde pudimos saber que la re-

glamentación se promulgó por primera vez en 1968 sin que nunca se tomaran las medidas adecuadas para modificar la multa máxima a medida que la inflación iba desgastando su valor real. Desde entonces, el valor real de 50 dólares ha disminuido un 80%. En 1968, a 5 dólares por día, el precio que salvaba de la cárcel era simplemente bajo, mientras que hoy en día es irrisorio.

El rótulo del tren es únicamente la punta del iceberg entre otros indicadores de que la presunción fundamental de la macroeconomía, la ausencia de la ilusión monetaria, se debería poner en tela de juicio.

### La ilusión monetaria en la historia del pensamiento

Durante largo tiempo, los economistas han creído que la ilusión monetaria infestaba la economía, pero durante los años sesenta del siglo pasado este punto de vista se trastocó. Con escasas pruebas al respecto, pero con unas ideas formidables sobre el comportamiento de las personas, los economistas de aquellos años decidieron que las decisiones económicas debían enfocarse desde un punto de vista que se basara en un comportamiento racional. Y un comportamiento racional no admite ninguna ilusión monetaria. Además, por razones que más adelante explicaremos, esta alteración del enfoque también ha modificado profundamente la macroeconomía.

Hoy nos resulta difícil imaginar que hubo una época en que la gente no era consciente de la inflación y del efecto que tenía en sus bolsillos. El gran economista clásico Irving Fisher es famoso por su teoría sobre la determinación de los tipos de interés, aunque durante su carrera profesional también dedicó una gran cantidad de tiempo a concebir (o razonar) lo que consideraba el índice de precios perfecto. Estaba convencido de que las personas suelen tomar decisiones de tipo económico equivocadas porque no son conscientes de la inflación. La lucha personal de Fisher era conseguir que el público se percatara de manera consciente de los cambios de valor que experimentaba el dólar. Su sueño didáctico hoy se ha convertido en reali-

dad gracias a la concienciación del público y del mercado de valores sobre el Índice de Precios al Consumo.<sup>1</sup>

El libro que Fisher escribió en 1928, *The Money Illusion* (La ilusión monetaria), alcanzó una popularidad mediana y puso de relieve los diferentes errores que pueden cometer las personas cuando no son conscientes de la inflación de los precios. Contiene numerosas ilustraciones que ponen de manifiesto estos errores y con las que Fisher se deleitaba, en especial mediante una sombría narración cuya protagonista era una señora supuestamente llamada Cora. Fisher relata que acompañaba a Cora para visitar al asesor de inversiones de la dama. Cora disponía de 50.000 dólares en bonos, que en 1928 seguramente eran una suma considerable. Sin embargo, veinte años antes, Cora era más rica. Durante veinte años, a partir de que había recibido los bonos como herencia, el valor nominal de su cartera de acciones había permanecido inalterado. Sin embargo, según Fisher, los precios se habían cuatriplicado.<sup>2</sup> Corría el año 1928 y la narración nos presenta a Fisher y a la muy escarmentada Cora en la oficina de su asesor de inversiones. El hombre se defiende y sostiene que ha invertido la cartera de acciones de Cora de manera cautelosa para correr riesgos mínimos. Pero Fisher está enfadado y sostiene que el inversor no ha sabido comprender los riesgos que suponen la inflación y el cambiante valor real del dólar. Fisher expone también que Cora no era consciente de que iba a producirse una inflación que pudiera provocar la merma del valor real de sus bonos.<sup>3</sup>

Fisher no es el único economista, entre otros grandes del siglo pasado, que creía que las personas son vulnerables a la ilusión monetaria. Incluso el gran héroe de la economía, John Maynard Keynes, explicó la distribución de renta en economías de pleno empleo dando por descontado que los

1. Sin embargo, existen varias tendencias que impiden que el público acepte la indexación (Shiller, 1997b).

2. Fisher (1928, págs. 75-78). Nuestro cálculo, más moderno, indica que el incremento de los precios era casi del doble.

3. *Ibid.*, págs. 3-18.

trabajadores no sabían negociar las subidas de sus sueldos para equilibrar la inflación.<sup>4</sup>

Así, entre los economistas más veteranos y mejor considerados existía la sólida creencia de que las personas tienen una predisposición natural a sentir una falsa ilusión por el dinero. Sin embargo, poco después la opinión que prevalecía entre los profesionales de la economía pasó al extremo opuesto. En poco tiempo, la creencia en la existencia de la ilusión monetaria pasó a ser un tema completamente tabú.

### Cambio de marea

A comienzos de la década de 1960, los economistas creían que existía una relación de equilibrio entre la inflación y el desempleo. Según la teoría del equilibrio, cuando las condiciones de los mercados laborales empeoran, los trabajadores piden un aumento de sueldo. Cuando la economía alcanza el pleno empleo, los precios también suben, en parte porque los trabajadores piden aumentos de sueldo, pero también porque la demanda de los productos que fabrican las empresas también es alta. Por consiguiente, los que planifican la economía, tanto los que establecen la política monetaria de la Reserva Federal como los que establecen la política fiscal del Departamento del Tesoro y del Consejo de Asesores Económicos, consideran que la política macroeconómica consiste en escoger el punto máximo de la curva que representa la relación de equilibrio. Creen que pueden gestionar un desempleo bajo y una renta elevada. Ahora bien, este nivel bajo de desempleo acompañado de un nivel alto de rentas se produce a costa de una inflación mayor. Esta relación de equilibrio se denomina curva de Phillips en honor del economista australiano A. W. Phillips de la Escuela de Economía de Londres. En 1958, Phillips escribió un artículo en el que calculaba económicamente la relación

4. Keynes (1940b).

entre la inflación de los sueldos y el desempleo.<sup>5</sup> Esta relación de equilibrio comporta una elección ingrata. Que en Estados Unidos el índice de desempleo alcance un nivel moderadamente elevado del 6,5% significa que hay diez millones de personas sin empleo, una cifra equivalente a la población de Grecia o Suecia. Por una parte, cualquier disminución de esta cifra tendría un enorme valor humano, pero por otra parte, una inflación más elevada podría causar problemas a personas como Cora, a quienes cuesta tener en cuenta la inflación cuando toman decisiones de tipo financiero.

Pero la marea ha cambiado y la aceptación de esta relación de equilibrio ha disminuido. En realidad, como sucede en escasas ocasiones con este tipo de acontecimientos, hubo un momento crítico: el discurso presidencial de Milton Friedman a la Asociación Económica Americana de Washington D.C., el 29 de diciembre de 1967.<sup>6</sup>

A principios de los sesenta, según las curvas de Phillips, el incremento nominal de los sueldos que exigía la gente dependía únicamente del nivel de desempleo. Pero Friedman alteró este concepto al sostener que era irracional. En su opinión, los trabajadores no negociaban sueldos nominales, ya que ello supondría la existencia de la ilusión monetaria, sino que negociaban sueldos *reales*. Esto significa que, además del incremento de los sueldos que la gente podía obtener con un nivel de desempleo determinado cuando la tasa prevista de inflación era cero, añadirían sus expectativas sobre la tasa de inflación. ¿Por qué? Pues porque a los empleadores que adquieren fuerza laboral y a los trabajadores que la venden únicamente les interesa lo que se puede adquirir con estos sueldos. Solo les importa el valor de los sueldos en relación con el valor de los precios. Veamos lo que esto significa. Supongamos, por ejemplo, que los trabajadores y los empleadores establecen negociaciones para obtener un incremento de los sueldos del 2% con un índice de desempleo del 5% y una tasa prevista de inflación

5. Phillips (1958).

6. Friedman (1968).

igual a cero. Entonces, con el mismo índice de desempleo del 5% negociarían un incremento de los sueldos del 4% si la tasa prevista de inflación fuera del 2 o del 7% si esta previsión fuera del 5%. El principio general consiste en que las previsiones de inflación se añadirán una tras otra a las negociaciones de los sueldos.

El mismo principio se aplica al incremento de los precios, que también se incrementarán uno tras otro según la tasa prevista de inflación. ¿Cuál es el motivo? Pues que ni los compradores ni los vendedores omiten el factor de la ilusión monetaria. A los vendedores lo único que les preocupa es el precio relativo que reciben por sus productos y a los compradores solo el precio relativo que están pagando por los mismos. De modo que las tasas previstas de inflación también se añadirán a las decisiones sobre determinación de precios.

Asimismo, Friedman exponía que si tasas previstas de inflación se añaden una tras otra a la determinación de precios y también a la de sueldos, existe entonces un único nivel de desempleo cuya curva no es ni inflacionaria ni deflacionaria. Supongamos que comenzamos con unas previsiones inflacionarias iguales a cero y que el nivel de desempleo es bajo. Con este nivel bajo de desempleo, que se debe por igual a la demanda elevada de fuerza laboral y a la demanda elevada de productos, las empresas intentarán incrementar sus precios en relación con el incremento que efectúen las otras empresas.<sup>7</sup> Esto significa que el incremento de los precios deberá exceder las previsiones inflacionarias. Sin embargo, entonces la gente se daría cuenta de que la inflación era mayor de lo que había esperado y revisaría sus previsiones inflacionarias al alza. Aunque estas revisiones incorporan sus errores anteriores, no provocarán ninguna disminución en el aumento de las previsiones o de la inflación. Mientras la demanda se mantenga en este nivel elevado (es decir, mientras el desempleo se mantenga bajo), las empresas seguirán estableciendo sus precios por encima de la previsión de

7. Más concretamente, buscaban incrementar los precios de sus productos en relación con los precios de otras empresas.

inflación, el público continuará revisando sus previsiones sobre la inflación al alza y la propia espiral de previsiones inflacionistas se añadirá continuamente y una tras otra al ajuste salarial y al establecimiento de precios. De modo análogo y según esta misma teoría, si el desempleo es elevado, la inflación será menor de lo previsto y la espiral en que caerá la inflación de los precios y los salarios descenderán todavía más.

Existe, concluye Friedman, un solo nivel de desempleo donde la espiral de la inflación no aumenta ni disminuye y que denominó el *índice natural de desempleo*.

Por arte de magia, Friedman cambió la macroeconomía para siempre. La ausencia de la ilusión monetaria suponía que no existía un equilibrio entre el nivel de inflación y el de desempleo que decidían las autoridades fiscales y monetarias. En cambio, según Friedman, el papel de estas autoridades debería consistir en estabilizar el nivel de desempleo en su índice natural y evitar las espirales inflacionarias o deflacionarias. Asimismo, debido a que ya no existía un equilibrio a largo plazo entre el nivel de inflación y el de desempleo, la inflación debería mantenerse adecuadamente baja. Después de todo, había poco que perder en términos de desempleo más elevado.

La llamada teoría del índice natural cuajó casi de la noche a la mañana. Existían buenos motivos ideológicos para esta rápida aceptación. Resultaba coherente con el creciente sentimiento entre los economistas de que era preciso trabajar de manera más científica. Entendían por ello que el comportamiento que se tenía que adoptar debía proceder de los principios de maximización. Significaba, asimismo, que no había lugar para los espíritus animales. En el caso de la determinación de salarios y precios, la ilusión monetaria no tenía cabida.

Pero la presentación de las razones de Friedman también resultó oportuna por otro motivo. Phillips se había dado cuenta de que, económicamente hablando, durante 97 años había existido una estrecha relación entre el índice de cambio de los sueldos nominales y la inversa del índice de desempleo según los datos que habían recogido los británicos entre 1861 y 1957. Cuando el desempleo aumentó, la inflación disminuyó. No se produjo

ningún ajuste de las previsiones inflacionarias en su ecuación de los sueldos. No obstante, desde finales de la década de 1960 hasta comienzos de la de 1970, en Estados Unidos la inflación subió, así como el desempleo, lo cual parecía contradecir la relación de equilibrio entre ambos que había encontrado Phillips. La teoría del índice natural constituía una explicación de este fenómeno, puesto que explicaba el incremento de la inflación como el resultado del impacto considerable del suministro de petróleo que se había producido durante la época, además de un incremento de las previsiones inflacionarias, ya que ambos habían desplazado la curva de Phillips hacia fuera. Explicaba el aumento del desempleo como el resultado de una disminución de la demanda.

Además, las nuevas estimaciones econométricas de las curvas de Phillips que se incrementaron para incluir el ajuste de las previsiones inflacionarias, parecían demostrar que la teoría de Friedman encajaba a la perfección con los datos. Fallaban al rechazar el efecto «una tras otra» que preconizaba Friedman sobre las previsiones inflacionarias de la determinación de los precios y los salarios.<sup>8</sup> Pero estas estimaciones también resulta-

8. Ver, por ejemplo, a Gordon (1977, pág. 265). Si las previsiones inflacionarias están constituidas como la media en desarrollo de la reciente inflación, la evaluación de las curvas de Phillips demostrará que los coeficientes de la inflación acumulada suman uno. Son numerosas las evaluaciones de las curvas de Phillips que no aciertan a refutar que esta suma sea igual a uno. Dada la importancia de estos hallazgos, resulta remarcable que su solidez con respecto a las especificaciones de período de tiempo, los datos y la especificación exacta de la curva de Phillips nunca se hayan sometido a pruebas más consistentes, a pesar de que todo lo demás relacionado con la curva de Phillips, incluido el propio índice natural de desempleo, se suele estimar con poca precisión. Akerlof *et al.* (2000) han facilitado una gama de estimaciones para ecuaciones de sueldos y precios con muchas especificaciones diferentes. Estas estimaciones, sobre todo cuando se realizan para períodos de baja inflación, muestran considerables variaciones en la suma de los coeficientes de la inflación diferida que dependen de su especificación. Otra pequeña prueba que demuestra que estas estimaciones serán sensibles a la especificación procede de los errores de alto nivel del propio índice natural (Staiger *et al.* 1997). Sería sorprendente que la suma de los coeficientes diferidos se pudiera estimar con precisión si otro com-

ban muy imprecisas, puesto que tampoco acertaban a refutar *económicamente las diferencias significativas* de la teoría del índice natural.<sup>9</sup> El tratamiento estándar de la curva de Phillips no toma en consideración esta molesta realidad.

Por lo tanto, la bibliografía sobre economía suele presentar la teoría del índice natural como una historia «sencilla». Y lo es. Los antiguos macroeconomistas habían postulado que existía una relación entre la fluctuación de los precios y el desempleo, y entre la fluctuación de los salarios y el desempleo, sin que las previsiones inflacionistas tuvieran papel alguno en ello.<sup>10</sup> Friedman se dio cuenta de que esta teoría solo se podía aplicar si los que determinaban los salarios y los precios sufrían la ilusión monetaria, es decir, fallaba cuando se añadían previsiones inflacionarias a las negociaciones para el establecimiento de los salarios y de los precios. Friedman modificó la relación de modo que las ecuaciones de salarios y precios estarían afectadas una tras otra por las previsiones inflacionarias. Este uso juicioso de la teoría económica explicó los incrementos simultáneos bastante misteriosos de la inflación y el desempleo que se produjeron a finales de los sesenta y a principios de los setenta. La teoría también era coherente con la mayor parte de estimaciones econométricas.

La teoría del índice natural se ha convertido en la base de la política macroeconómica y confían en ella la mayoría de los artífices de las políticas del Sistema de Bancos Federales, el Tesoro y el Consejo de Asesores Econó-

ponente de la curva de Phillips, el índice natural, solo se pudiera estimar con muy poca precisión. Las propias estimaciones de Gordon muestran valores muy diferentes para esta suma de coeficientes. Por descontado, existe una razón teórica sobre el motivo de que las estimaciones de dicha suma no sean sólidas. Sargent (1971) demuestra con previsiones racionales en vez de una simple teoría mecánica sobre la formación de previsiones inflacionarias, ya que no existen razones teóricas para que sumen uno.

9. Se trataba de errores de alto nivel.

10. Antes que Friedman, Edmund Phelps (1968) ya había demostrado el enfoque aceleracionista de la curva de Phillips. En 2006 se le concedió con tardanza el premio Nobel de Economía, principalmente por esta información.

micos. Se trata de una teoría de común aceptación, no solo en Estados Unidos, sino también en Europa y Canadá.

Como la ausencia de la ilusión monetaria es una premisa fundamental que subyace en la teoría del índice natural, también constituye la premisa central de la macroeconomía. Resulta indicativo lo importante que es para la economía que solo cuatro años más tarde, James Tobin, un archienemigo de Milton Friedman, declarara en su propio discurso presidencial ante la Asociación Económica Americana que «el mayor delito que puede cometer un teórico de la economía es, por descontado, aceptar la ilusión monetaria».<sup>11</sup> Tobin se olvidó de mencionar que cuatro años antes la ilusión monetaria había constituido una norma de aceptación habitual y que constituía el meollo del pensamiento macroeconómico de algunos de los economistas más prominentes del siglo, entre ellos Keynes, Paul Samuelson, Robert Solow, Irving Fisher, Franco Modigliani y el mismo Tobin.

## Suposición

Consideramos que la forma no adulterada de la ilusión monetaria de Fisher y Keynes es una afirmación bastante ingenua que precisa una revisión a fondo, lo que no significa necesariamente que haya que pasarse al otro extremo. No tiene por qué ser cierto, al contrario, que la ilusión monetaria no exista en absoluto. Solo se trata de una posibilidad y creemos que la aceptación de la teoría del índice natural, con su exclusión categórica de la ilusión monetaria, al basarse en pruebas tan poco consistentes, también resulta muy ingenua. Si se tiene en cuenta el papel central que representa en la macroeconomía, esta teoría se debería haber comprobado numerosas veces. Sin embargo, no deja de resultar sorprendente que tengamos conocimiento de escasas pruebas formales sobre su existencia.

11. Tobin (1972b, pág. 3).

En realidad, este es el motivo de que el rótulo del tren nos llamara la atención. Lo cierto es que cuando lo leemos y recapacitamos sobre ello como conviene, nos damos cuenta de que la economía contiene muchísimos detalles reveladores sobre la ilusión monetaria que sugieren que la hipótesis del índice natural de Friedman, a pesar de constituir una aproximación inicial a la realidad, no constituye la propia realidad.

La bibliografía sobre economía suele presentar el tema del dinero acompañado de un mantra que afirma que se utiliza como «medio de intercambio, reserva de valores y unidad de contabilidad». Los economistas han analizado hasta la saciedad los dos primeros fragmentos de este mantra, ya que constituyen el meollo de lo que ellos denominan «demanda de dinero», relativa al efectivo que la gente desea tener, ya sea como renta o como tipo de interés en curso. Sin embargo, los economistas han prestado escasa atención al papel que representa el dinero como unidad de contabilidad. Este uso significa que la gente piensa en términos de dinero, igual que los contratos que suscribe. De modo análogo, la contabilidad se lleva a cabo siguiendo términos de valor nominal y muchas disposiciones legales, como las relativas a la recaudación de impuestos, también se expresan en términos monetarios.

En cada uno de estos casos, la gente podría ajustar las cantidades nominales de modo que la utilización del dinero como unidad de contabilidad careciera de efecto. En todos estos casos podría existir un ajuste automático de la inflación, por ejemplo, mediante ajustes de indexación o del coste de la vida (COLA, *cost-of-living adjustments*).

Según el lenguaje de los economistas de antaño, el dinero podría ser solo un «velo». Podría ocurrir así si la gente fuera consciente de la inflación y esta careciera de efecto en las transacciones reales. Este es el punto de vista de los economistas que creen que la ilusión monetaria no existe. Por descontado, esto constituye una posibilidad, pero creemos que cuando se pasa de dólares nominales a dólares reales, alguna cosa se pierde en la «traducción». Estas pérdidas serían las consecuencias de la ilusión monetaria.

## Contratos laborales e ilusión monetaria

Los economistas suelen sorprenderse ante la reducida fracción de contratos laborales que proporcionan COLA (es decir, que incluyen indexación). Los mejores datos sobre esta cuestión proceden de una extensa colección de contratos sindicales del Canadá suscritos entre el año 1976 y el 2000.<sup>12</sup> Solo el 19% de estos contratos estaban indexados. Además, cuando se incluían cláusulas de indexación, éstas distaban mucho de aplicar el índice de inflación desde el primer céntimo, ya que los COLA solían contemplar la revisión solo después de que la inflación hubiera aumentado más que un objetivo determinado, sin ningún tipo de efecto sobre los contratos si no se alcanzaba este nivel. Aproximadamente, una tercera parte de estos contratos indexados presentaba un índice real de inflación por debajo del umbral.<sup>13</sup> Los que ofrecían, o los que aceptaban, este tipo de contratos debían estar pensando, como mínimo parcialmente, en términos de dinero y no en términos reales (indexados). Estos COLA asimétricos constituyen una clara indicación de la ilusión monetaria.

Por descontado, el hecho de que los contratos laborales no estén indexados no implica automáticamente que exista la ilusión monetaria. Los sueldos y los precios pueden tener en cuenta la inflación, como ya había señalado Friedman, mediante ajustes continuos y sucesivos de las previsiones de inflación en el momento que *se suscribió el contrato* (al contrario que el COLA, que se ajusta a la inflación real *después de que se ha producido*). Sin embargo, si pensamos bien en ello, esto parece muy poco probable si un contrato COLA se ha rechazado. Creemos que es totalmente inverosímil que las partes de una negociación salarial rechacen la oportunidad de suscribir un contrato que se ajuste a la perfección a la inflación *como sucede realmente* (un COLA), pero luego efectúen un ajuste exacto de la inflación *como se espera que esta se produzca*. El hecho de que muchos contratos sin-

12. Christofides y Peng (2004, tabla 1, pág. 38).

13. *Ibid.*, nota 19, pág. 11.

dicales carezcan de COLA (e incluso si lo tienen, estos COLA no sean perfectos ni mucho menos), debería resultarnos revelador, ya que indica que el ajuste exacto de las previsiones inflacionarias es muy poco factible en las negociaciones salariales.

Existen más pruebas que demuestran la ilusión monetaria en la determinación de los sueldos y también de los precios. La oposición a los recortes salariales (que los economistas consideran rigidez a la baja del importe de los salarios) es, asimismo, otro indicador de que la gente experimenta la ilusión monetaria.<sup>14</sup> Y, de la misma manera que los asalariados se oponen a las reducciones salariales, a los clientes tampoco parece que les guste el aumento de los precios. Dennis Carlton analizó la rigidez del precio de los productos industriales básicos y descubrió que los precios de muchos de estos productos permanecían constantes durante períodos considerables de tiempo que a veces superaban un año.<sup>15</sup>

## Contratos de deuda e ilusión monetaria

No solo son numerosos los contratos salariales que se expresan en términos de valor nominal sin indexación, sino que este también suele ser el método habitual para los contratos financieros. El clásico bono (un bono es un contrato de deuda) que emiten las entidades gubernamentales de Estados Unidos y otros países paga un tipo de interés fijo hasta su vencimiento. Aunque la inflación cambie, el tipo de interés que ofrecen la mayo-

14. Los estudios siguientes han mostrado señales significativas de rigidez de los salarios: Card y Hyslop (1997), Kahn (1997), Altonji y Devereux (1999), Bewley (1999) y Lebow *et al.* (1999) de Estados Unidos; Dwyer y Leong (2000) de Australia; Fortin (1996) de Canadá; Bauer *et al.* (2003) y Knoppik y Beissinger (2003) de Alemania; Kimura y Ueda (2001) y Kuroda y Yamamoto (2003a-c) de Japón; Castellanos *et al.* (2004) de México; Cassino (1995) y Chapple (1996) de Nueva Zelanda; Agell y Lundborg (2003) de Suecia; Fehr y Goette (2004) de Suiza; y Nickell y Quintini (2001) del Reino Unido.

15. Carlton (1986).

ría de emisiones de bonos existentes no cambia. Muchas hipotecas tienen tipos de interés fijos e incluso las hipotecas de tipo de interés revisable, aquellas cuyo ajuste de los tipos con los tipos de interés de mercado en cada fecha de revisión, se apartan de ser neutras ante la inflación. Con hipotecas neutras ante la inflación, el importe en dólares del capital también aumentará de conformidad con el índice de inflación. Por lo tanto, cuando se produce la inflación, los titulares de hipotecas de índice ajustable devuelven sus hipotecas, en términos reales, con un precio más bajo.

De nuevo parece que, si la gente carece de algún tipo de ilusión monetaria, se produce una paradoja. ¿Por qué las emisiones de bonos y los contratos hipotecarios no se ajustan a la inflación en su medida y cuando ésta se produzca? Igual que en el caso de los contratos salariales, existe la posibilidad hipotética de que cuando se suscriben bonos, los compradores y los vendedores se ajusten a las previsiones de inflación. Así, por ejemplo, el tipo de interés nominal puede tomar en consideración las previsiones inflacionarias, lo cual se reflejaría en los precios de los bonos, tanto en el momento de su emisión, como después, cuando se negocian. Pero el fracaso de la indexación de los bonos (y el hecho de que los contratos hipotecarios solo se indexen parcialmente a través de tipos de interés revisables) nos plantea la misma cuestión que en el caso de los sueldos. Si las partes de estos contratos han evitado una indexación que se hubiera ajustado a la inflación *como se produce realmente*, ¿es posible que se realicen *exactamente los ajustes perfectos* a la inflación *como se espera que se produzca*?

Una vez más, si se tiene en cuenta que mucha contratación se efectúa en términos monetarios, parece improbable que el dinero solo sea un velo.

### Contabilidad e ilusión monetaria

Suele decirse que la contabilidad es el idioma de las actividades empresariales. Los directivos utilizan la contabilidad de pérdidas y ganancias para comprobar si las cosas van bien y pueden permitirse la expansión o si van mal y están obligados a la restricción. La contabilidad constituye la base de las de-

cisiones sobre el capital por otro motivo: la perspectiva sobre el estado financiero que tienen las personas ajenas a una empresa se basa en sus cuentas. La contabilidad, por lo tanto, es la base de los precios bursátiles y también la base para que los prestamistas de una empresa decidan el tipo de interés que van a aplicarle o si pueden prestarle dinero. Las cuentas también son el soporte de gran parte de la fiscalidad de una empresa. Las cuentas de pérdidas y ganancias determinan los impuestos que deben gravar los beneficios. También son importantes en el momento de determinar en qué instante, cuándo o en qué circunstancias una empresa debe declararse en bancarota.

Teniendo en cuenta el papel primordial de la contabilidad, si las cuentas se expresan en términos de valor nominal en lugar de términos reales, la consecuencia será que las decisiones que se basarán en ellas también lo harían en la ilusión monetaria, ya que se basarían en cuentas de valor nominal. Si este fuera el caso, existiría la ilusión monetaria.

Dado que muchos contratos económicos y también muchas cuentas se expresan en términos de valor nominal, podría parecer sencillo llegar a saber si esta forma de contratación afecta a las decisiones prácticas. Pero resulta que no es fácil localizar estas indicaciones. ¿Por qué? Porque los objetivos de quienes toman estas decisiones, en este caso los contratos, son complejos. Y lo que es aún más importante, la manera en que se controlan es atípica. Aunque analicemos exhaustivamente los resultados de las decisiones económicas, precisaremos una teoría mediadora que nos indique cuáles pueden haber sido las *motivaciones* de estas decisiones.

Los economistas Franco Modigliani y Richard Cohn proponen la realización de una prueba.<sup>16</sup> En ella se utilizan las tendencias inflacionarias conocidas por la contabilidad corporativa. Se plantean si los precios de las acciones reflejan los beneficios que se ajustan a las tendencias inflacionarias o que han permanecido sin ajustar. Han descubierto que los precios de las acciones no consiguen atravesar el velo de la inflación. Una vez más, parece que se incumple la hipótesis de la ilusión monetaria.

16. Modigliani y Cohn (1979).

## Resumen

Hemos visto que una de las premisas fundamentales de la macroeconomía moderna es que la gente consiga ver a través del velo de la inflación. Al parecer se trata de una premisa muy aventurada. También parece totalmente improbable dada la naturaleza de los contratos salariales, de la determinación de precios, de las emisiones de bonos y de la contabilidad. Estos contratos pueden fácilmente eliminar el velo de la inflación a través de la indexación. Sin embargo, en la mayoría de los casos, las partes de los contratos deciden no hacerlo. Y estos son solo algunos indicios sobre la ilusión monetaria. Veremos que si esta se toma en consideración, la macroeconomía varía, ya que alcanzan conclusiones para establecer políticas bastante diferentes. Una vez más, los espíritus animales son fundamentales en el funcionamiento de la economía.

# 5

## Historias

La mente humana está preparada para pensar en términos de narración o secuencias de acontecimientos que presentan una lógica interna y dinámica y que parecen constituir un conjunto unificado. A su vez, gran parte de las motivaciones de las personas proceden de la historia de sus propias vidas, una historia que se cuentan ellas mismas y que constituye un encuadre para sus motivaciones. La vida sería únicamente «un maldito acontecimiento que sigue a otro» si no fuera por estas historias.<sup>1</sup> Esto también es cierto en lo relativo a la confianza en una nación, una compañía o una institución. En principio, los grandes líderes son creadores de historias.

Los sociopsicólogos Roger Schank y Robert Abelson afirman que las historias y la narración de sucesos son un elemento fundamental para el conocimiento humano.<sup>2</sup> Las memorias de la gente sobre hechos fundamentales, aseveran, se articulan en su mente en forma de historias. Los hechos que se recuerdan están conectados con historias. Otros hechos pueden acceder a los recuerdos a corto plazo. Pero estos recuerdos tienden a carecer

1. Estas palabras se atribuyen con frecuencia a Edna St. Vincent Millay: «La vida no es un maldito acontecimiento que sigue a otro, sino el mismo maldito acontecimiento que se repite». Sin embargo, se trataba de una recreación cuyos orígenes no hemos podido localizar.

2. Schank y Abelson (1977, 1995).

de influencia y suelen borrarse. Por ejemplo, la mayoría de la gente solo tiene un recuerdo impreciso de los detalles de su propia infancia, o, como les sucede a los más ancianos, de sus primeros años como adultos. Sin embargo, la mente conserva la historia de estos recuerdos, una historia que nos ayuda a definir quiénes somos y cuál es nuestro propósito en la vida.

Schank y Abelson han señalado que la conversación humana tiende a tomar la forma de una narración recíproca de historias. Una persona cuenta una historia a otra persona, la cual recuerda a ésta otra historia relacionada. Esta suscita recuerdos a su vez en la otra persona y así sucesivamente hasta formar una larga secuencia. Experimentamos un gran placer cuando contamos una historia a otra persona si constatamos que le provoca una reacción. La conversación tiende a producirse, al parecer al azar, saltando de un tema a otro. Pero el proceso tiene un patrón subyacente que resulta fundamental para la inteligencia humana, ya que no solo es útil para comunicar información de forma que se pueda captar con inmediatez, sino que también sirve para reforzar los recuerdos vinculados a historias. Solemos olvidar las historias que no les contamos a los demás.

La organización de la memoria en torno a historias se pone de manifiesto de una manera muy reveladora en personas mayores que han perdido parte de su claridad mental y que a veces suelen contar la misma historia una y otra vez, revelando así su poder para estimular las actividades humanas.

Los patrones que se basan en historias sobre el pensamiento de las personas dificultan la comprensión del papel puramente aleatorio que tienen nuestras vidas, ya que los beneficios que se obtienen únicamente gracias al azar no cuajan en historias. En *¿Existe la suerte?: las trampas del azar* (Paidós), Nassim Taleb lo acierta de manera reveladora y lo ilustra con historias de personas que han cometido graves errores por no haber acertado a percibir la flagrante falta de sentido de determinados acontecimientos. El propio libro acierta a convertir de manera creativa la aleatoriedad en una historia.<sup>3</sup>

3. Taleb (2009).

En *Love Is a Story: A New Theory on Relationships* (El amor es una historia: una nueva teoría sobre las relaciones), el psicólogo Robert Sternberg sostiene que en los matrimonios que funcionan, la pareja ha sabido crear una historia compartida, se articulan alrededor de una secuencia de recuerdos compartidos. Interpretan su afecto recíproco y los valores que encarna el matrimonio a la luz de esta historia. Sternberg presenta una clasificación de 26 modelos de historias de amor diferentes. En última instancia, el éxito del matrimonio depende de la confianza mutua y del modo en que esta se refuerza simbólicamente a través de la repetición de historias.<sup>4</sup>

El proyecto de la National Geographic Society que pretende clasificar a los habitantes de la tierra de acuerdo con los patrones de emigración que revelan los análisis de ADN, ha tropezado con un obstáculo, puesto que las pruebas de ADN pueden contradecir las historias que confieren profundidad a la vida de las personas. Por ejemplo, los pueblos aborígenes suelen basar un significado trascendental en la creencia de que han vivido en un lugar determinado desde el inicio de los tiempos. Por este motivo, la determinación de la fecha de su llegada y la información acerca de una procedencia real que se basa en mezclas genéticas y en que comparten sus genes con otras personas que les importan muy poco, les pueden causar una gran desilusión. Prácticamente, todas las grandes tribus de Norteamérica han rechazado participar en el proyecto y existe, asimismo, una significativa resistencia por parte de pueblos nativos en otras partes del mundo.<sup>5</sup>

Los teóricos de la literatura sostienen que existen patrones para las historias. En su opinión, existe una cantidad de historias pequeña y reiterativa que se han contado innumerables veces desde el comienzo de la humanidad. Lo único que cambia son los nombres y los detalles. En 1916, Georges Polti afirmó que solo existían 36 situaciones básicas fundamentales.<sup>6</sup> En 1993, Ronald Tobias escribió que solo existían 20 narraciones funda-

4. Sternberg (1998).

5. Harmon (2006).

6. Polti (1981 [1916]).

mentales, que denominó búsqueda, aventura, persecución, rescate, huida, venganza, misterio, rivalidad, desamparo, tentación, metamorfosis, transformación, madurez, amor, amor prohibido, sacrificio, descubrimiento, excesos miserables, ascenso y caída.<sup>7</sup> Es evidente que estos autores no han captado toda la amplia variedad que presentan las historias de las personas, pero la pluralidad de sus esquemas se acerca lo suficientemente a la realidad como para que suenen veraces.

### Historias politicoeconómicas

Los políticos son una interesante fuente de historias, especialmente sobre economía. Pasan gran parte del tiempo dirigiéndose al público y al hacerlo le cuentan historias. Como gran parte de su interacción con el público está relacionada con la economía, también lo están las historias que cuentan.<sup>8</sup>

Un buen ejemplo se basa en los altibajos de la confianza en la economía mexicana que ha analizado Stephanie Finnel. Ha descubierto que en México la confianza en la economía durante los últimos cincuenta años alcanzó su cúspide bajo la presidencia de José López Portillo (1976-1982), que convirtió México en protagonista de una historia «desdichada», según la definición de Tobias, una historia del triunfo de los débiles sobre los poderosos y los arrogantes. En 1965, López Portillo publicó una novela titulada *Quetzalcóatl*, que narra la historia de un dios azteca cuya reaparición se esperó durante una época de grandes transformaciones. La novela se volvió a reeditar en 1975, en vísperas de la campaña electoral de López Portillo y se convirtió en una historia sobre la grandeza futura de México que recuperaba el antiguo mito azteca. Los jets presidenciales se bautizaron con el nom-

7. Tobias (1993, págs. iii y iv).

8. Edward Glaeser (2002) ha reiterado el papel que representan los políticos en la divulgación de historias.

bre de *Quetzalcóatl* y *Quetzalcóatl II*. La historia resultó muy convincente por dos hechos providenciales: el descubrimiento de nuevas y enormes reservas de petróleo en México y la segunda crisis del petróleo de 1979 que elevó enormemente su precio. Aunque ya se había encontrado petróleo antes, los mayores descubrimientos tuvieron lugar a principios de la década de 1970 en los estados de Campeche, Chiapas y Tabasco, justo antes de la presidencia de López Portillo. Mientras se perforaba una retahíla de pozos, las reservas constatadas aumentaron incesantemente, lo mismo que las expectativas. Se llegó a decir que México llegaría a ser el segundo productor después de Arabia Saudita, con casi 200.000 millones de barriles de reservas. Además, con la segunda crisis del petróleo de 1980, su precio alcanzó el nivel máximo, más del doble que en 1970.

La idea de conseguir una riqueza como nunca habían soñado prendió en la imaginación de la gente. En 1976, durante el discurso sobre el estado de la nación, López Portillo recalcó la importancia del petróleo: «En la época en que vivimos, los países se pueden dividir entre los que tienen petróleo y los que no lo tienen».<sup>9</sup> Entonces comenzó a comportarse como el presidente de un país rico y presentó una propuesta en nombre de México, el Plan de Energía Global, ante la comunidad internacional, justo en un momento en que el mundo estaba intranquilo por el precio del petróleo y por la posibilidad de que pudiera seguir aumentando. En 1980, el Pacto de San José unió a México con Venezuela para la venta de petróleo a precios preferenciales a las naciones de América Central y de la zona del Caribe. México ofrecía ayuda al extranjero. En 1979, el papa Juan Pablo II visitó México y su visita se interpretó como un signo de que México se había convertido en un país rico e importante.

La confianza que irradiaba López Portillo produjo una gran prosperidad económica. El PIB del país aumentó un 55% durante los seis años que ejerció de presidente. Por desgracia, el crecimiento se tambaleó al final de su mandato. Cuando López Portillo abandonó su cargo en 1982, la inflación

9. Finnel (2006).

de México era del 100% y el desempleo no cesaba de aumentar. La corrupción y el robo alcanzaron niveles nunca vistos.<sup>10</sup> En su esfuerzo para crear el nuevo México, López Portillo había suscrito sustanciosos créditos basándose en el petróleo que aún seguía en el interior de la tierra, lo cual llevó al país a un gran endeudamiento y creó más tarde una grave crisis económica cuando el precio cayó a mediados de la década de 1980.<sup>11</sup> Sin embargo, Portillo vivió su historia mientras duró, lo cual significó un *boom* durante los años que se mantuvo en el poder, aunque luego se convirtió en un descalabro para el nuevo presidente. Las suposiciones que López Portillo alentó resultaron ser pura ilusión. En particular, el alcance de la riqueza petrolera del país se había exagerado. De hecho, México actualmente solo dispone de 12.900 millones de barriles de reservas comprobadas, aproximadamente un 1% del total mundial. Incluso hoy, una vez que se han conocido los hechos, muchas personas se han sorprendido de que estas reservas sean tan reducidas, aunque los detalles de la historia siguen permaneciendo en su memoria.

### Historias relacionadas con economías íntegras

En general, los economistas suelen considerar que es poco profesional basar sus estudios en historias. En cambio, se supone que deben ajustarse a la teoría y a los hechos cuantitativos y basar sus teorías en la optimización, sobre todo de las variables económicas. Es decir, que para ellos solo cuentan los hechos. Existen buenas razones para que seamos escrupulosos con el uso de las historias que contamos. A fin de cuentas, la labor de los medios de comunicación consiste en crear las historias que la gente desea escuchar. Por consiguiente, existe la tendencia de dar explicaciones excesivas sobre los acontecimientos del mundo económico. Basta con echar un

10. Colburn (1984).

11. Finnel (2006).

vistazo a las teorías que presenta un experto tras otro y a las noticias del día cuando los movimientos de la Bolsa han sido considerables. Es normal que los economistas recelen en buena medida de las historias y de la realidad que pretenden definir.

Pero ¿qué pasa si las propias historias mueven mercados? ¿Y si estas historias llenas de explicaciones desmesuradas tienen un efecto real? ¿Y si ellas mismas forman parte realmente de modo en que funciona la economía? Entonces los economistas se habrán pasado de la raya. Las historias ya no *explican* simplemente los hechos, sino que *son* los propios hechos. Para explicar con veracidad lo que sucedió en México durante la década de 1970, y, de hecho, los altibajos que sufren muchas economías, conviene tener en cuenta las historias que forman parte de ellas.

### Historias y confianza

La confianza de una nación, o de un grupo amplio, suele girar alrededor de historias. Revisten una importancia particular las de la *nueva era*, que son las que pretenden describir los cambios históricos que impulsará la economía hacia una era completamente nueva. En *Exuberancia irracional*, Shiller describía con gran detalle la importancia que tiene la historia de la invención y la explotación de Internet (que estuvo al alcance del público por primera vez en 1994) a la hora de generar el *boom* del mercado de valores que se produjo de 1990 a 2000, que a su vez desembocó en un *boom* económico.<sup>12</sup> De hecho, Internet era una tecnología nueva muy importante, especialmente relevante gracias a su presencia en nuestra vida cotidiana. Todo el mundo utiliza Internet, lo tenemos en nuestro ordenador al alcance de la mano. Las historias sobre gente joven que ha sabido ganar una fortuna han sido una recreación de la fiebre del oro del siglo XIX. El progreso imparable de la tecnología, que ha dominado el cre-

12. Shiller (2003).

cimiento económico durante siglos, ha consistido desde siempre en millones de avances incrementales en áreas como la ciencia, la química, la ingeniería mecánica y la agricultura, y nunca ha atraído el interés del público. Estas historias no son populares. La revista *People* publica muy pocas estadísticas. Pero con Internet, la economía se dejó llevar literalmente por su historia.

La confianza no es solo un estado emocional del individuo, sino que constituye el punto de referencia de la confianza de otras personas y de su percepción sobre la de los demás. También es una visión del mundo, un modelo popular de los acontecimientos actuales, la comprensión del público acerca del mecanismo de los cambios económicos a través de la información que proporcionan los medios de comunicación y los debates populares. Un grado elevado de confianza suele asociarse a historias inspiradoras, sobre nuevas iniciativas comerciales y sobre el modo en que otras personas consiguen hacerse ricas. Las historias de la nueva era suelen acompañar a los principales *booms* de los mercados bursátiles de todo el mundo.<sup>13</sup> La confianza en la economía de los tiempos pasados no se puede comprender sin una referencia a los detalles que contienen estas historias. A medida que van pasando los años, la gente olvida los cuentos del pasado y, por consiguiente, se suele desconcertar ante las motivaciones de los movimientos bursátiles y las fluctuaciones de la macroeconomía que se produjeron en el pasado.

A través del tiempo, la complejidad de las diferentes historias de la nueva época indica que los cambios de la confianza han tenido numerosos efectos en la economía que sobrepasan el mero impacto sobre el consumo

13. Shiller (2003) ha identificado los mayores incrementos del precio de las acciones en todo el mundo durante las últimas décadas y ha realizado una investigación en los medios de comunicación sobre las historias orales que interpretan los incrementos en sus respectivos medios. Descubrió que los periodistas eran especialmente creativos cuando contaban historias sobre el motivo de que una nueva era amanecía para la economía de un país X. Sin embargo, a pesar de estas historias, los incrementos del mercado bursátil solían invertirse más tarde.

y la inversión. Las discrepancias de estas narraciones afectan a las expectativas de éxito personal en los negocios, las iniciativas empresariales y los beneficios obtenidos por las inversiones de capital.

### **Epidemias de historias y su influencia en la confianza**

La divulgación de una historia se podría describir en términos de una epidemia. Las historias son como los virus y su divulgación de boca en boca se parece a una especie de contagio. Los epidemiólogos han desarrollado modelos matemáticos para las epidemias que se pueden aplicar, asimismo, a la divulgación de historias y a la confianza.<sup>14</sup> En estos modelos, los parámetros básicos son el índice de infección (una medida sobre la capacidad que tiene la enfermedad para que se produzca el contagio entre individuos) y el índice de su curación (una medida sobre la velocidad con que las personas se hacen inmunes al contagio). Las condiciones iniciales básicas son el número de personas que han contraído la enfermedad y el número de las que son susceptibles de hacerlo. Dadas estas medidas, el modelo matemático sobre las epidemias puede predecir por completo su desarrollo. Pero siempre existirá la incertidumbre, así como otros diversos factores, como, por ejemplo, las mutaciones del virus, que pueden cambiar el índice de contagio en el transcurso del tiempo.

De la misma manera que las enfermedades se propagan por contagio, igual lo hace la confianza o la falta de ella. En realidad, la confianza o su falta pueden resultar tan contagiosas como una enfermedad. Las epidemias de confianza o de pesimismo pueden surgir misteriosamente simplemente porque se ha producido un cambio en el índice de contagio de algunas modalidades de pensamiento.

14. El modelo matemático clásico de epidemias es Bailey (1975).

### **La siguiente parte de este libro**

Vamos a pasar ahora a la segunda parte de este libro, en la que analizaremos ocho cuestiones que son fundamentales para comprender la estabilidad y el funcionamiento de la economía. Se trata de cuestiones que ya tienen una respuesta clásica y que normalmente consisten en respuestas fáciles, algunos de cuyos aspectos resultan erróneos. Las respuestas tradicionales se formulan ante la demanda de explicaciones, pero resultan engañosas porque no reconocen la variedad de fuerzas fundamentales que operan en el seno de la economía, muchas de las cuales están relacionadas de algún modo con los espíritus animales. En el proceso de dar respuesta a estas cuestiones, desarrollaremos nuestra propia teoría sobre la inestabilidad económica, los problemas relacionados con la economía y las estrategias que recomendamos para resolverlos, y también ofreceremos nuestra propia receta para tratar la actual crisis económica y financiera.

## **Segunda parte**

### **Ocho preguntas y sus respuestas**

## ¿Por qué los sistemas económicos caen en la depresión?

Vamos a iniciar una serie de capítulos que tratarán sobre ocho cuestiones relacionadas con las depresiones económicas. Una depresión económica es una versión extrema de una recesión y su estudio permite situar los orígenes de las ralentizaciones económicas bajo una perspectiva nítida. La cuestión sobre su origen resulta especialmente relevante al publicarse este libro durante la crisis financiera iniciada en 2008.

En este capítulo examinaremos las dos depresiones más graves de la historia de Estados Unidos, la depresión de 1890 y la Gran Depresión que se produjo principalmente durante la década de los años treinta del siglo pasado. Estos dos estudios de casos mostrarán el modo en que los espíritus animales pueden provocar una depresión.

### **La depresión de la década de 1890**

Los elementos que forman parte de nuestra teoría sobre los espíritus animales son fundamentales para comprender la depresión de 1890: un

quebrantamiento de la confianza asociado a historias que se recordaban sobre fracasos económicos, como relatos sobre el crecimiento de la corrupción durante los años que precedieron a la depresión, una sensación creciente de injusticia de las políticas económicas y la ilusión monetaria que desembocó en el fracaso para comprender las consecuencias de la caída de los precios del consumo. Por consiguiente, cada uno de los capítulos de la primera parte es fundamental para comprender esta depresión económica.

En Estados Unidos, la depresión económica siguió a un *boom* del mercado bursátil. El índice compuesto Standard & Poor's sobre el precio de las acciones aumentó un 36% en solo 17 meses, desde diciembre de 1890 hasta mayo de 1892, y luego el mercado cayó un 27% durante 14 meses hasta julio de 1893.<sup>1</sup> Desde la perspectiva de los emocionantes días previos al punto máximo del mercado, la catástrofe económica fue una completa sorpresa que carecía por completo de causas lógicas.

Durante los primeros años de la depresión de 1890, se experimentó una gran caída del índice de precios al por mayor. El índice de precios de Warren-Pearson cayó un 18% desde febrero de 1893 hasta diciembre de 1894. Después, los precios permanecieron más o menos estables durante el resto de la depresión. Cuando los empleadores se dieron cuenta de la caída de los precios, comenzaron a decir a sus trabajadores que era necesario aplicar recortes salariales y, a pesar de que esto causó una gran acritud, se produjeron en efecto numerosos recortes.<sup>2</sup> Sin embargo, algunos trabajadores respondieron ofreciendo una resistencia feroz, un reflejo de la ilusión monetaria y del sentido de equidad hacia sus antiguos sueldos. Por ejemplo, un artículo de un periódico de 1894 decía lo siguiente: «Hoy se ha notificado a los hilanderos de Sanford Spinning Mill que tienen que escoger entre un recorte salarial o el cierre de la fábrica el próximo lunes. Han preferido el cierre ya que no desean ningún recorte».<sup>3</sup> Esas personas escogieron

1. Shiller (2008b).

2. Por ejemplo: «Deben recortar los precios si quieren trabajar» o «Los mineros parecen estar divididos sin esperanzas».

3. «Queremos recuperar el índice anterior.»

con firmeza y acritud el desempleo, prefiriéndolo a un recorte salarial. Las opiniones sobre la equidad solían hacerse basándose en comparaciones con los sueldos que se pagaban a trabajadores de otras empresas que todavía no habían sufrido un recorte salarial. Según datos históricos (obtenidos por Stanley Lebergott), en 1893 el desempleo aumentó en Estados Unidos el 11,7%, llegó a su punto máximo del 18,4% en 1894, y no se situó por debajo del 10% hasta 1899.<sup>4</sup> Según la revisión de datos de Christina Romer, en 1894 el desempleo aumentó en Estados Unidos hasta alcanzar el 12,3%, llegó a su punto máximo del 12,4% en 1897 y no se situó por debajo del 10% hasta 1899<sup>5</sup>. Con cualquiera de estas dos mediciones, se trataba en efecto de una depresión intensa y prolongada. Aunque también afectó a otros países, la analizaremos principalmente desde el punto de vista de Estados Unidos. La depresión de 1890 fue un fenómeno que se produjo principalmente en este país.

En Estados Unidos, el detonante obvio de la depresión fue el pánico financiero de 1893. El repentino crac de la confianza se extendió a los bancos y la gente acudió en manada a retirar su dinero, pero los bancos no disponían de las suficientes reservas con que pagar a sus clientes. Los bancos se vieron obligados a pelear para conseguir efectivo y para exigir el pago de créditos que habían concedido a las empresas, de modo que los tipos de interés a corto plazo se dispararon y fueron muchas las empresas de numerosos ámbitos que comenzaron a quebrar.<sup>6</sup> En esa época, en Estados Unidos no existía un banco central, el cual hubiera podido resultar muy útil como prestamista.

4. Lebergott (1957).

5. Romer (1986).

6. En 1893 los tipos de interés a corto plazo alcanzaron niveles que no se habían visto desde el pánico de 1873 (Macaulay 1938, tabla 10, págs. A142-160). Lo que originó las quiebras no fueron únicamente los tipos de interés elevados, sino «la imposibilidad de obtener crédito con cualquier tipo de interés». La carencia de crédito provocó «que pincharan muchos globos» («Préstamos sobre colaterales» e «Incapaces de enfrentarse al temporal»).

Pero ¿por qué la gente acudió en manada a retirar su dinero de los bancos? Hoy resulta difícil hacerse cargo de este acontecimiento. En los libros de historia, el pánico económico se atribuye a la aprobación de la ley Sherman de 1890 sobre la adquisición de plata (*Silver Purchase Act*) que consistía en un plan para la divulgación gradual del papel moneda de curso legal promulgado por el gobierno que se podía respaldar con plata y también con oro. Debido a que el gobierno de Estados Unidos permitía el canje de papel moneda de curso legal por oro o por plata y la gente escogía lógicamente el oro, las reservas federales estaban cayendo. Pero se trataba de las reservas del *gobierno* que respaldaban su propio papel moneda de curso legal, y no de las reservas de los *bancos que respaldaban* los depósitos y los billetes. Alfred Noyes, periodista entonces del *New York Times* y más tarde editor financiero del mismo, observó que:

Por su propia naturaleza, el pánico carece de raciocinio. Por consiguiente, aunque el pánico financiero de 1893 se produjo debido al miedo a la depreciación de la moneda de curso legal, lo primero que hicieron los asustados clientes de los bancos fue retirar precisamente la moneda de curso legal del banco donde la habían depositado. Pero el motivo real escapa a cualquier cuestionamiento sobre las diferentes formas de moneda. La experiencia había enseñado a los depositarios que en una caída general del crédito, los bancos serían seguramente los primeros que mostrarían indicios del desastre. Muchos de estos depositarios habían perdido sus ahorros debido a la quiebra de los bancos que produjo el pánico financiero de 1873 y 1884. Por lo tanto, cuando en 1893 se volvieron a notar los mismos síntomas, el instinto les llevó a retirar cuanto antes su dinero de los bancos para guardarlo en casa, ya que en general la moneda de curso legal era la única forma de moneda que solían utilizar. Pero cuando los depositarios de los bancos del interior del país reclamaron efectivo, cuando dichos bancos tenían como reserva inmediata un fondo en efectivo que constituía solo el 6% en sus depósitos, sucedió que los «agentes de reservas» del Este tuvieron que entregar cantidades formidables.<sup>7</sup>

7. Noyes (1909).

Resulta significativo que Noyes mencione el «instinto» como el motivo del pánico. El gobierno de Estados Unidos no tenía ningún motivo lógico para esperar que la *Silver Purchase Act* pudiera provocar el pánico bancario y tampoco existía ningún motivo racional para que lo hiciera. Pero cuando cayeron las reservas de oro del gobierno, la gente tuvo la sensación de que había alguna cosa que no andaba bien y su confianza, por consiguiente, también cayó. El aumento de esta sensación se puso de manifiesto hablando cada vez con más frecuencia sobre el tema y, por consiguiente, a través de la memoria social de historias sobre el pánico financiero de 1873 y 1884. En esa época, estas historias las contaba prácticamente todo el mundo, pero en 1893 volvieron de repente a ocupar la imaginación del público. Entonces el pánico bancario explotó como una epidemia social, ya que la gente reaccionó cuando se dio cuenta de las largas colas que se formaban ante los bancos y respondió al miedo de los demás repitiendo la historia de los anteriores terrores bancarios.

La retirada masiva de dinero de los bancos provocó el caos, que fue el inmediato precursor de la depresión económica. Varios expertos, entre ellos el observador contemporáneo William Jett Lauck, en 1897, y Milton Friedman y Anna Schwartz, en 1963, en su *Monetary History of the United States* (Historia monetaria de Estados Unidos), interpretaron el pánico bancario como la causa de la amplia difusión de la depresión económica.

Sin embargo, aparte del hecho de que el pánico bancario de 1893 se considerara en general un detonante considerable, ha habido escaso consenso sobre los motivos de la gravedad y la duración de esta depresión económica. Douglas Steeples y David Whitten han señalado el profundo desacuerdo que se produjo entre los observadores económicos sobre el mejor modo de contemplar esta depresión.<sup>8</sup> La depresión de 1890 se ha considerado, entre otras, una depresión de ámbito agrario (Harold Underwood Faulkner), como consecuencia del agotamiento de la válvula de seguridad que representaban los terrenos sin explotar que existían en el oeste del país (Frederic Jackson Turner), y el resultado de la finalización de la red de ferrocarriles,

8. Steeples y Whitten (1998).

que privó a la economía de oportunidades de inversión (Joseph Schumpeter).<sup>9</sup> Steeples y Whitten no ofrecen ninguna explicación que arroje alguna luz sobre la confusa lista de factores que contribuyeron a ello. En cambio, ponen de manifiesto la lucha de clases que se estaba librando entre los intereses de las clases populares y los empresarios. Esta guerra culminó con las elecciones presidenciales de 1896, que tuvieron lugar en plena depresión y se convirtieron en una feroz batalla sobre la utilidad de la inflación. El candidato democrático William Jennings Bryan defendía la libertad de acuñación de moneda de plata, que habría causado inflación, para beneficiar a los granjeros titulares de grandes deudas. El candidato republicano William McKinley defendía un estricto patrón oro que beneficiaría a los intereses de los empresarios. Los candidatos rivalizaban precisamente por una ingente redistribución de la riqueza entre las diferentes clases sociales de Estados Unidos.

La ilusión monetaria representó un papel importante en el cambio ideológico de esa época. Bryan estuvo a punto de ganar las elecciones de 1896 porque sostenía que el aumento del suministro de dinero, que causaría inflación, iba a beneficiar a todo el mundo, como si la inflación permitiera ayudar a los deudores sin perjudicar al mismo tiempo a los acreedores. Las protestas de indignación que recibió Bryan propiciaron que los economistas reconocieran por primera vez el fenómeno de la ilusión monetaria. En 1895, en plena depresión, John Bates Clark, economista de la Universidad de Columbia, escribió un artículo en el que se recogía el término de *tipo de interés real*, que significaba el tipo de interés que corregía la inflación, un término que han incorporado los economistas a su terminología cotidiana y que desde entonces ha sido una piedra angular de la teoría económica.<sup>10</sup> Clark explicó con cierto apresuramiento las confusiones que existían en esa época sobre la inflación sin prestar ninguna atención a todo el debate sobre el bimetalismo que se integraba en esta confusión. El ámbito de la teoría económica nunca ha sido el mismo después de la publicación del

9. Faulkner (1959), Turner (1894) y Schumpeter (1939).

10. Clark (1895).

artículo de Clark y, aunque hoy en día quizá ya sean muy pocos los que puedan recordar la depresión de 1890, las ideas sobre la inflación han cambiado para siempre gracias a ella.

La intensidad del debate sobre el bimetalismo, durante las elecciones y también durante toda la década, significó, según Steeples y Whitten, que la «sensación predominante de crisis y abatimiento había puesto en tela de juicio la fe en la perfección humana».<sup>11</sup> Esta profunda sensación de crisis surgió de un sentimiento carente de principios por el interés personal y de políticas corruptas e injustas que se basaban en el engaño.

Cuando comenzó la depresión, los periódicos informaron sobre el gran aumento de la corrupción. El 1 de enero de 1895, un artículo del *Chicago Daily Tribune* explicó los numerosos planes de malversación que se habían producido en 1894 y a partir de 1878, año en que también se había desatado una grave depresión económica:

Para comprenderlo es preciso tener en cuenta que una malversación corriente parece gestarse repentinamente cuando se descubre. Se trata de un proceso gradual casi hasta su final que se puede comparar con la erosión de la tierra en las orillas de un río. Comienza con la retirada de una cantidad pequeña que efectúa un hombre a quien horrorizaría el mero pensamiento de no devolver lo que está tomando prestado. Suele arriesgarlo en algún tipo de especulación, como puede ser el juego o algún tipo de apuesta reiterativa, pero lo pierde. Luego retira otra cantidad con la esperanza de que podrá recuperar la primera, pero vuelve a perderla, de modo que la cantidad se va haciendo mayor. Al final le invade el desasosiego del derroche que casi siempre acompaña a un proceso de malversación. Le gustaría conservar la buena opinión de los demás, pero llega un momento en que ha ido tan lejos que solo es cuestión de restituir el dinero o ponerse en evidencia. Sin embargo, esta restitución no la puede efectuar sin que exista otra sustracción y una nueva pérdida será la que provoque el colapso. Las condiciones empresariales del año pasado favorecieron en gran medida la aparición de este tipo de consecuencias originadas por especulaciones previas.<sup>12</sup>

11. Steeples y Whitten (1998, pág. 128).

12. «Malversaciones del año pasado.»

Como ha documentado el socio historiador Carl Degler, durante la década de 1890 el contexto social en Estados Unidos provocó una discordia extraordinaria entre los trabajadores y los directivos, que se puso de manifiesto en la recién adquirida importancia de los sindicatos y una cantidad de huelgas sin precedentes. En 1892, un conflicto sobre salarios en la Carnegie Steel Company de Homestead, Pennsylvania, provocó una batalla que duró 12 horas entre los huelguistas y un batallón de 300 guardias Pinkerton que había contratado la empresa. Murieron nueve huelguistas y siete guardias. El desasosiego laboral aumentó y alcanzó su clímax en 1894, año en que se realizaron 1.400 huelgas en el ámbito de la industria y en las que participaron unos 500.000 trabajadores, la cifra más elevada del siglo xx. En 1894, una huelga de la Pullman Palace Car Company en las afueras de Chicago terminó con una batalla entre los huelguistas y los soldados que habían sido llamados para terminar con las protestas. Murieron 20 personas y se destruyeron 2.000 vagones de ferrocarril.<sup>13</sup>

En la actualidad sigue resonando la sensación de injusticia, rapacidad, egoísmo e incertidumbre sobre el futuro de esa época. Los sentimientos suscitados se reflejaron en una novela para niños que escribió L. Frank Baum en el año 1900, *El Mago de Oz*. El camino de ladrillos amarillos y las zapatillas mágicas plateadas de Dorothy (que en la película de 1939 fueron sustituidas por zapatillas rojas debido a que resultaban más vistosas en la nueva película de color) constituían una metáfora sobre el agudo conflicto del patrón oro y la nueva propuesta de la libre acuñación de plata. La gente menuda, los *munchkins*, representaba a la empobrecida clase obrera, la bruja malvada defendía los egoístas intereses comerciales y el propio mago era el gran impostor, el presidente de Estados Unidos.<sup>14</sup> Este tipo de imágenes las guardamos en la memoria como testimonio simbólico de la importancia que tienen algunos elementos de nuestra teoría sobre los espíritus animales.

13. Degler (1967).

14. Baum, que falleció en 1919, nunca declaró que su libro fuera una parábola, aunque se ha descubierto que presenta numerosos paralelismos con el conflicto del bimetalismo. Ver Littlefield (1964).

## La exaltada economía de la década de 1920 condujo a la depresión de los años treinta

Después de la depresión de la década de 1890 se debatió mucho sobre lo sucedido y en su momento se llevaron a cabo reformas que se esperaba que lograrían evitar su repetición. Cabe destacar que el sistema de la Reserva Federal se creó en 1913 a través de una ley del Congreso con la finalidad de evitar el asedio a los bancos que había originado la depresión. La ley fue recibida como una «estructura a prueba de incendios para los créditos»<sup>15</sup> y una «salvaguardia contra las depresiones económicas». El presidente, Woodrow Wilson, cuando firmó la ley de la Reserva Federal, el 14 de diciembre de 1913, sentía una enorme confianza en su capacidad de estabilizar la economía y llegó a denominarla «constitución de la paz».<sup>16</sup>

Sin embargo, el nuevo sistema no funcionó tan bien como se esperaba. Lo primero que anduvo mal fue un gigantesco *boom* económico, que la nueva Reserva Federal, al parecer, no supo comprender ni intentó enmendar, pero no se debió a que los bancos centrales no supieran darse cuenta de que este era su cometido. En 1928, Roy A. Young, presidente del consejo de administración de la Reserva Federal, en un discurso ante la American Bankers Association expuso que los bancos centrales debían «contribuir a que el motor de la economía funcionara mejor para evitar que se produjera el recalentamiento de algunas piezas y posibles estallidos» y estar preocupados por el «crecimiento excesivo de las líneas de crédito».<sup>17</sup> Sin embargo, la Reserva Federal no supo frenar con eficacia el crecimiento sin precedentes del margen de crédito del mercado bursátil, que acompañó al mayor *boom* hasta la fecha de este mercado y no tomó las medidas adecuadas en contra del propio *boom* hasta mediados de 1928, cuando ya llevaba seis años produciéndose.

15. «Insistente Wilson.»

16. «Reynolds ve nuevas esperanzas en la modificación de la ley monetaria» y «El presidente Wilson busca la prosperidad comercial al firmar las medidas sobre la moneda».

17. Young (1928, págs. 973 y 976).

En parte, el motivo de que los banqueros no atinaran a darse cuenta de la importancia de un recalentamiento de la economía es que era menos destacada antes de la depresión de 1890. Sin embargo, aunque supieron evaluar perfectamente los riesgos, su pasividad ante los hechos tenía otra explicación.

A los hombres de negocios y a los economistas siempre les ha costado comprender el concepto económico de «recalentamiento», porque se basa fundamentalmente en los espíritus animales con los que no suelen estar familiarizados. La prensa popular emplea mucho el concepto de *recalentamiento de la economía*, que al parecer está cargado de significado.<sup>18</sup> Sin embargo, los economistas profesionales lo utilizan en contadas ocasiones y cuando lo hacen, suele ser para menospreciar la economía popular.<sup>19</sup> Ocasionalmente mencionan que una *economía inflacionaria* está *recalentada*. El término *recalentamiento de la economía*, tal como vamos a utilizarlo, se refiere a una situación en que la confianza ha sobrepasado los límites habituales, una parte creciente de la población ha perdido su escepticismo habitual sobre la opinión que tiene de la economía y está dispuesta a creerse cuentos sobre un nuevo *boom* económico. Se trata de momentos en que se practica el consumo negligente como si fuera algo normal, se hacen malas inversiones y quienes las han suscrito simplemente se quedan a la espera de que otros se las compren, sin confiar mucho en que la inversión efectuada sea realmente sólida. Se trata de épocas en que abunda la corrupción y la mala fe, pues cuentan con la credulidad del público y la apatía de los organismos de legislación. Sin embargo, el público suele identificar la corrupción una vez que han sucedido los hechos y la euforia ha desaparecido. También suelen ser épocas en que existe presión social para que la gente consuma a gran escala, pues ve que todo el mundo consume y no

18. La búsqueda de los términos *overheated economy* (economía recalentada) en LexisNexis en «General News, Major Papers» obtuvo 1.987 resultados.

19. La búsqueda del texto completo en toda la serie de Publicaciones de Trabajo del Departamento de Investigación Económica, unos diez mil textos especializados, no obtuvo ni un solo resultado que utilizara los términos *overheated economy*.

desea pasar por remolona. No le preocupa que el nivel de consumo sea muy elevado, porque es evidente que a nadie le preocupa.

Estos conceptos incomodan a muchos economistas. Nuestra constatación de que estos hechos suceden se basa, sobre todo, en el estudio psicológico que se resume en la primera parte de este libro, además de pruebas directas relativas a la naturaleza de las fluctuaciones económicas.

Cuando se les pide que definan el término *recalentada*, muchos profesores de economía responden que describe un período en que la inflación, según el índice de precios al consumo, ha experimentado un aumento. Aunque este puede ser el significado, en general suele sobrepasarlo.

La misma inflación, sobre todo cuando está en aumento, puede tener en última instancia un efecto negativo en el clima de una economía, similar al efecto que tienen las ventanas rotas y los grafiti en la ciudad, que producen una especie de descomposición en la sociedad civil en el sentido de que cualquier cosa puede estar bien.<sup>20</sup> Pero inflación no es sinónimo de recalentamiento. De hecho, los años veinte, durante los cuales se produjo una considerable inflación del mercado bursátil y también una burbuja inmobiliaria, no fueron una época en que el precio del consumo sufrió una inflación importante.

Los felices veinte fueron una época de paz y prosperidad, regocijo, mucha actividad social y un crecimiento económico sólido. Se produjo un *boom* espectacular del precio de las acciones en todo el mundo que culminó en 1929 con el crac del mercado bursátil internacional. Luego el mundo quedó sumido en la depresión de los años treinta. Para comprender estos acontecimientos debemos acudir de nuevo a nuestra teoría sobre los espíritus animales y sus elementos clave.

¿Por qué se produjo el *boom* del mercado bursátil? ¿Qué lo propició? No basta con afirmar que los años veinte fueron un período en que los beneficios de las empresas experimentaron un rápido crecimiento, ya que los

20. Di Tella *et al.* (2000) demuestra que los indicadores empíricos internacionales sobre la satisfacción del nivel de vida están relacionados negativamente con la inflación y el desempleo.

beneficios derivados de un crecimiento acelerado fueron, en gran parte, una consecuencia del propio boom debido al estímulo que supusieron para el gasto y la economía.

En *Exuberancia irracional* puede verse que el contagio de conceptos entre las personas si se estimula con un incremento inicial del precio de los valores bursátiles puede provocar la propagación de historias optimistas sobre la nueva era. El entusiasmo de los mismos inversores facilita la divulgación de estas historias.<sup>21</sup>

Al parecer, esto fue lo que sucedió durante la década de 1920. Muchas personas estaban convencidas de que su éxito se debía a que eran unos genios de la inversión, incluso cuando estaba muy claro que «lo habían conseguido gracias al mercado». Las historias sobre inversores extraordinarios se creían a pies juntillas. Samuel Insull fue un inversor legendario de esa época. Su contable más tarde recordaba que: «Al igual que un tendero llama a una clienta: "Señora McEnroe, hoy tenemos una lechuga muy buena", los bancos solían llamarnos para entregarnos dinero: "Señor Insull, hoy tenemos dinerito fresco y estupendo, ¿tiene por ahí algo en que podamos invertir 10 millones de dólares?"». <sup>22</sup> Insull consiguió su aparente éxito mediante inversiones con un elevado coeficiente de apalancamiento que cuando cayeron durante la Depresión, lo arruinaron.

El libro de Edgar Lawrence Smith publicado en 1925 *Common Stocks as Long-Term Investments* (Acciones ordinarias como inversiones a largo plazo) fomentaron la idea de que las acciones siempre habían obtenido un excelente rendimiento a largo plazo y que esto era una especie de gran secreto entre los inversores avezados y con visión de futuro.<sup>23</sup> La gente comenzó a pensar que cualquiera podía ser un inversor a largo plazo, pero en realidad su entusiasmo por las acciones duró mientras el mercado subió. Noyes escribió sobre esa época:

21. Shiller (2003).

22. Citado en McDonald (1962, pág. 278).

23. Smith (1925).

En 1929, la obsesión por la especulación parecía carecer de límites geográficos o sociales. Incluso había ocasiones, por ejemplo, durante una conversación mundana, en que expresar desaprobación o escepticismo llegaba a provocar la misma animosidad que si la polémica hubiera girado alrededor de la política o la religión... No me resultaba nada agradable tener que comentar en el *Times* lo que a mi parecer constituían signos muy claros de peligro. La formulación de este tipo de advertencias me obligaba a enfrentarme a comentarios recriminatorios acerca de que el autor del artículo intentaba desacreditar o paralizar la prosperidad de Estados Unidos.<sup>24</sup>

A partir de 1929, cuando el mercado se derrumbó, las historias cambiaron por completo. Las economías de los principales países de todo el mundo cayeron en la depresión y las historias se basaron en la injusticia, la corrupción y el engaño.

## La Gran Depresión

A diferencia de la depresión de la década de 1890 en Estados Unidos, la Gran Depresión de los años treinta hizo estragos en ambas costas del Atlántico. En Estados Unidos, el desempleo sobrepasó el 10% en noviembre de 1930 y alcanzó su punto máximo del 25,6% en mayo de 1933. En 1929, en el Reino Unido, el índice de desempleo superó el 10% el mismo mes en que se produjo el crac del mercado bursátil, alcanzó su punto máximo en enero de 1931 con un 26,6% y no se situó por debajo del 10% hasta abril de 1937. En Alemania, el índice de desempleo superó el 10% en octubre de 1929, llegó a su punto máximo del 33,7% en diciembre de 1930 y no se situó por debajo del 10% hasta el mes de junio de 1935. Pero la depresión no se limitó a América del Norte y Europa. En Australia, por ejemplo, el índice de desempleo superó el 10% en diciembre de 1928, alcanzó su punto máximo del 28,3% en septiembre de 1931 y no se situó por debajo del 10% hasta enero de 1937.

24. Alexander Dana Noyes, <http://www.newsbios.com/newslum/noyes.htm>.

¿Qué causó la Gran Depresión? Al igual que había sucedido con la depresión de 1890, la que se produjo en la década de los años treinta al parecer estaba relacionada con un detonante financiero: el crac internacional del mercado bursátil de 1929, en concreto la gran caída del 28-29 de octubre de 1929, y las subsiguientes crisis bancarias. Además, volvía a suceder que el auténtico significado de un declive económico no se podía comprender solo en términos de este detonante.

Según manifiestan los trabajos de Barry Eichengreen y Jeffrey Sachs, a principios de la década de 1930, la depresión se extendió de un país a otro a causa de la caída del patrón oro.<sup>25</sup> Con una pérdida de confianza en la moneda de alcance internacional, los bancos nacionales solo podían defender el patrón oro si incrementaban mucho los tipos de interés, con lo cual perjudicaban a sus propias economías. Eichengreen y Sachs se dieron cuenta de que los países más afectados habían sido los que durante más tiempo se habían adherido al patrón oro. Los países que habían efectuado una devaluación antes, se recuperaron más fácilmente, no solo porque sus tipos de interés eran más bajos, sino también gracias a las ventajas de competitividad que les proporcionaban unos precios internacionales más reducidos. Sin embargo, muchos países (sobre todo Francia) se enfrentaron a la devaluación de la moneda en un vano intento de defender el patrón oro cuya época ya había pasado. Este comportamiento de los bancos nacionales sirvió para que el detonante inicial, el crac del mercado bursátil, se convirtiera en una depresión prolongada.

Pero la Gran Depresión no puede reducirse a unos pocos términos técnicos. Los espíritus animales tenían una importancia fundamental. Si tenemos en cuenta la equidad, igual que en 1890, la Depresión de la década de los treinta desembocó en un profundo sentimiento de desigualdad que invadió las relaciones laborales y provocó una oleada de controversia en todo el mundo. Se produjo el apogeo del comunismo y los intelectuales de todo el mundo comenzaron a considerarlo la gran solu-

25. Eichengreen y Sachs (1985) y Eichengreen (1992).

ción a la explotación de los trabajadores y al fracaso de la macroeconomía. Una sensación de inestabilidad afectó a las instituciones financieras y se propagaron los temores de que el contrato social llegara a cambiar de forma impredecible.

Los años iniciales de la Gran Depresión estuvieron marcados por una profunda deflación. El índice de precios al consumo de Estados Unidos cayó el 27% a partir del mes de octubre de 1929 cuando se produjo el crac del mercado bursátil, hasta que tocó fondo en marzo de 1933<sup>26</sup> (en general, durante el resto de la depresión, los precios del consumo aumentaron lentamente). A principios de la década de 1930, la deflación supuso la restricción de los beneficios, ya que las ganancias que obtenían las empresas de sus ventas disminuyeron bruscamente y, además, sus pagos a los trabajadores seguirían siendo los mismos si los salarios no se reducían.

El economista Anthony O'Brien se dio cuenta de que los salarios nominales habían cambiado muy poco durante los dos primeros años de la Gran Depresión. Los datos que expone indican que los sueldos nominales de producción descendieron solo un 2% durante enero de 1931, cuando los precios al consumo ya habían disminuido un 8,1%, y que los salarios de producción disminuyeron únicamente un total del 3,5% en agosto de 1931, cuando los precios al consumo ya habían bajado al 12,7%.<sup>27</sup> Se produjeron otros recortes salariales considerables en 1932 y 1933, al aumentar la gravedad de la Depresión, pero, incluso en este caso, a medida que avanzaba la década, los salarios reales continuaron aumentando y su tendencia al crecimiento experimentó un aumento del 20% a finales de la misma.

Muchas personas opinaron que era necesario un recorte salarial. Por ejemplo, durante una reunión abierta de 150 votantes en una escuela pública de Hartford, Connecticut, que tuvo lugar el 18 de febrero de 1932, uno de los participantes preguntó: «Si el precio de la comida y la ropa ya se ha reducido un 28%, ¿puede resultar pernicioso que un empleado del go-

26. Departamento de Estadísticas Laborales de Estados Unidos (2008).

27. O'Brien (1989).

bierno sufra un recorte salarial del 25%?».<sup>28</sup> Sin duda este es el punto de vista adecuado y de modo análogo, si el ayuntamiento tuviera que subir los impuestos para pagar sueldos reales más elevados, significaría que se está redistribuyendo el dinero de los contribuyentes a los empleados del gobierno.

Sin embargo, el público nunca aceptó del todo este argumento sobre el recorte salarial nominal. Como consecuencia de la ilusión monetaria, las personas que sufrieron recortes salariales nominales (no reales) se sintieron molestas, y en consecuencia, el público buscó motivos para oponerse a estos recortes. Los líderes de los sindicatos no apoyaron los recortes salariales reales ya que admitirlos no les resultaba útil para sus intereses. El concepto de que unos sueldos nominales más elevados eran el camino hacia la prosperidad se había convertido en una amplia creencia durante la década de los años veinte que luego alcanzó una importancia incluso mayor.<sup>29</sup> La Federación Americana del Trabajo emitió una comunicación donde declaró que: «A partir de ahora nuestro objetivo será el incremento de los sueldos, no su reducción. Solamente de este modo podremos crear poder de adquisición y seguir manteniendo nuestra capacidad comercial».<sup>30</sup>

La lógica de que era necesario aumentar los salarios reales para crear poder de adquisición contó con una amplia aceptación. El presidente Herbert Hoover la suscribió, así como numerosos dirigentes de la industria, y se utilizó como justificación para apoyar políticamente la lucha sindical en pro de salarios más elevados. Una vez que la deflación hubo terminado, la polémica sobre los recortes salariales nominales perdió fuerza y pasó a predominar la voluntad de cosechar el apoyo de la opinión pública al incremento salarial. Estas opiniones condujeron a un contexto político que motivaron la ley de relaciones laborales de 1935 (Wagner, *National Labor Relations Act*), una contundente medida salarial.

28. «Se aplaude la idea de reducir los salarios urbanos.»

29. O'Brien (1989).

30. «Se perciben signos claros de recuperación empresarial.»

El gobierno de Estados Unidos emprendió otras acciones para responder a la percepción que tenía el público de la justicia. De acuerdo con su opinión, de que la caída de los precios era la causa de los problemas económicos, la administración Roosevelt consiguió que en 1933 se promulgara la ley de la recuperación industrial (*National Industrial Recovery Act*, NIRA). Su legislación contemplaba «las normas de la competencia leal» que tuvieron como efecto el incremento de los precios y de los salarios de los empleados.<sup>31</sup>

Pero la teoría que respaldaba estas medidas fallaba en lo fundamental, como luego expuso Keynes en 1936 en su *Teoría general*. Se trataba de una política económica que giraba alrededor del nivel de los salarios nominales debido a que el público estaba absorto en la ilusión monetaria y mantenía unas ideas absolutamente equivocadas sobre lo que era una buena política económica debido a la ilusión monetaria.

La política perdió de vista el problema real. Durante la Depresión, el nivel de confianza era tan bajo que los bancos disponían de enormes cantidades sin prestar y las empresas no deseaban invertir en nuevo capital a pesar de que los tipos de interés eran inusualmente bajos. En esa situación, ninguna política de salarios nominales, ya fuera para aumentarlos como para disminuirlos, podía hacer frente a este problema básico.<sup>32</sup> La pérdida

31. Los historiadores de la economía Harold Cole y Lee Ohanian (2000, 2004) han expuesto que al permitir que las corporaciones actuaran en connivencia efectiva y aseguraran las ventajas del poder de los monopolios, la administración Roosevelt empeoró la Depresión en Estados Unidos. Según Cole y Ohanian, después de que en 1935 el Tribunal Supremo revocara las normas NIRA sobre la competencia, el gobierno continuó apoyando efectivamente estas normas al suspender la acción antimonopolio contra las corporaciones que accedieran a las demandas de los sindicatos sobre el incremento de los sueldos.

32. Según la bibliografía del modelo keynesiano, en el caso extremo de una depresión la curva de la demanda global es vertical. En el caso de sueldos nominales rígidos, la curva de suministro global establece el nivel de los precios para lograr que los sueldos reales sean coherentes con este nivel de resultados.

general de la confianza fue la causa principal de la escasez de demanda y, por consiguiente, del bajo nivel de empleo. El temor genuino sobre el futuro del capitalismo fue uno de los componentes de esta pérdida de confianza y prolongó la Depresión.

El historiador de la economía Robert Higgs llegó a la conclusión de que: «En general, en Estados Unidos y sobre todo a partir de 1935, las numerosas y amenazadoras medidas del *New Deal* dieron buenos motivos a los hombres de negocios y a los inversores para que temieran que el mercado de la economía quizá no iba a sobrevivir bajo ninguna de sus modalidades tradicionales y que no se podrían descartar otros procesos aún más drásticos, como algún tipo de dictadura colectiva».<sup>33</sup> Estas preocupaciones propiciaron unos niveles muy bajos de inversión comercial y llevaron a la paralización de los planes corporativos de expansión.

Los sondeos de la opinión pública confirman esta inquietud de los hombres de negocios, incluso durante la década de 1940. En noviembre de 1941, poco antes de que Estados Unidos se sumara a la Segunda Guerra Mundial, una encuesta que la revista *Fortune* llevó a cabo entre los ejecutivos planteaba la siguiente pregunta: «¿Cuál de las siguientes cuestiones se aproxima más a su propia predicción sobre el tipo de estructura económica que prevalecerá en este país después de la guerra?». Las opciones (con el porcentaje de respuestas de cada una entre corchetes) eran las siguientes: «1. Un sistema de libre empresa que una vez recuperado, siga muy de cerca las directrices de antes de la guerra, con diferencias que tengan en cuenta las condiciones que se den en aquel momento [7,2%]. 2. Un sistema económico que permita que el gobierno se haga cargo de muchos servicios públicos cuya gestión antes era privada, pero con oportunidades para la empresa privada [52,4%]. 3. Una sociedad semisocialista en la que existan pocas oportunidades para que el sistema de ganancias pueda funcionar [36,7%]. 4. Una dictadura económica absoluta combinada con tendencias fascistas

33. Higgs (1997, pág. 568).

o comunistas [3,7%]».<sup>34</sup> Más del 90% de los ejecutivos esperaban algún tipo de reestructuración radical de la economía que habría disminuido los beneficios que esperaban obtener de las inversiones efectuadas en sus empresas. Indudablemente, se trata de una explicación plausible a la escasez de inversiones que se produjo durante la Depresión.

Pero la magnitud real y la persistencia de la Depresión parecían depender de algo más que de las actividades y reglamentaciones del gobierno y de la falta de confianza que producían en la colectividad empresarial. A medida que fue transcurriendo la década de 1930, se notó un profundo malestar económico. Muchos observadores de la época se percataron de ello, pero los economistas modernos suelen ignorar sus observaciones, ya que en general no ven ninguna ventaja en las opiniones actuales sobre la psicología de los mercados, puesto que no se pueden confirmar científicamente, mientras que ellos en cambio se centran en temas que se podían medir.

En 1931, el *Times* de Londres publicó un editorial firmado por «Callisthenes» titulado «The Duty of Confidence» (El deber de la confianza). Era un llamamiento moral y patriótico a los ciudadanos para que intentaran resistir el malestar que presidía sus pensamientos y acciones:

El declive de la confianza constituye una grave flaqueza nacional. Podríamos definirlo como un peligro y un desastre si no fuera por el desgaste que han sufrido estas palabras debido a un uso excesivo y poco sincero. Pero resulta prácticamente imposible exagerar la pérdida que la propia nación se inflige a sí misma con esta falta de confianza. El número de desempleados aumenta cada semana, en parte debido a la falta de confianza

34. Cantril (1951, pág. 175). Un sondeo efectuado en 1939 entre los ejecutivos empresariales preguntaba: «¿Cuál de estas dos afirmaciones se acerca más a su opinión personal?: (1) Las políticas de la administración han afectado de tal modo la confianza de los financieros que la recuperación se ha postergado; (2) Los financieros han acusado injustamente a la administración de sus problemas. De los encuestados, el 64,8% estaba de acuerdo con la primera afirmación, el 25,6% con la segunda y el 9,6% no sabía (pág. 64).

que evita la creación o el desarrollo de nuevas empresas que podrían proporcionar trabajo. El país pierde mercados extranjeros debido a que demasiado a menudo los fabricantes carecen de la confianza suficiente para continuar la producción en gran escala que precisan para continuar. Confianza, confianza y más confianza es lo que realmente necesitamos para incrementar nuestros negocios, cuyas raíces se hunden ahora en el abismo de la desesperación. La confianza del público permitirá conferir al ámbito empresarial una nueva confianza vivificante. Es obvio que la confianza ha dejado de ser una simple recompensa alternativa por los buenos servicios realizados y se ha convertido en el deber simple y continuado de todos los ciudadanos.<sup>35</sup>

No disponemos de ningún método para medir el alcance de estos llamamientos patrióticos destinados a obtener la reafirmación deliberada de la confianza ni si consiguieron paliar la Depresión. Lo que sí sabemos es que cuando la economía británica comenzó a recuperarse, la mejora de la situación se atribuyó a estos esfuerzos. Según Lord Meston, venerable funcionario y hombre de negocios, «el auténtico secreto de nuestra salida del pozo de la depresión ha sido que los hombres y las mujeres de nuestro ámbito empresarial han sabido tomar la sabia decisión de ocuparse de sus negocios y sacar el mejor partido de ellos. Han conservado la honradez y la transparencia en el comercio y los negocios y han sabido conservar un bastión británico de solvencia y probidad».<sup>36</sup>

Estados Unidos necesitó más tiempo para recuperarse de la Gran Depresión. En 1938, el presidente de General Motors, Alfred P. Sloan Jr., señaló que la debilidad continuaba siendo muy evidente:

¿Por qué ha sucedido? Simplemente debido al miedo al futuro de las empresas estadounidenses y a las normas que deben seguir. En otras palabras, nuestras dificultades son más de índole de política económica que de pura economía. Creo que existe un remedio para ello, pero solo hay uno: si queremos que las empresas estadounidenses puedan avanzar con ple-

35. «Callisthenes» (1931).

36. «Fuera del agujero de la Depresión.»

na confianza, debemos recuperar la confianza y basarla en unos cimientos firmes que se apoyen en hechos demostrados y en la comprensión de sus objetivos y métodos. Las panaceas acentuarían la falta de confianza que ya existe.<sup>37</sup>

Lamont DuPont, presidente de la compañía de productos químicos que lleva su nombre, hizo un comentario similar que recogió la periodista Anna P. Youngman del *Washington Post*:

Actualmente, según señala el Sr. Dupont, existe incertidumbre sobre la carga que supondrán en el futuro los impuestos, los costes laborales, las políticas de gastos del gobierno y las restricciones legales que se deben aplicar a la industria, todos ellos elementos que afectan a los resultados de pérdidas y ganancias. Esta incertidumbre y no cualquier otro arraigado antagonismo hacia las políticas del gobierno, es la explicación de la momentánea paralización de la industria. Es el motivo de que algunas personas se planteen si el poder de recuperación de la industria se pondrá en marcha con eficacia y conseguirá la recuperación de la actual depresión, tal como había sucedido hasta ahora.<sup>38</sup>

La pérdida de la confianza durante la Gran Depresión fue tan grave que se prolongó durante una década. La confianza y la propia economía no se recuperaron hasta que la Segunda Guerra Mundial transformó por completo la vida de las personas y la economía.<sup>39</sup>

## Resumen de la historia de la Depresión

Hemos visto que las dos depresiones más importantes de la historia de Estados Unidos se han caracterizado por transformaciones fundamentales de la confianza en la economía, la voluntad de perseguir la obten-

37. «La confianza es la clave de la recuperación, asegura Sloan.»

38. Youngman (1938).

39. Romer (1992).

ción de beneficios hasta límites antisociales, la ilusión monetaria y, finalmente, los cambios en la percepción de la equidad en el ámbito económico. Las depresiones estaban íntimamente relacionadas con estas variables de difícil evaluación.

Estas dos épocas puedan parecernos históricamente remotas y podríamos llegar a pensar que nuestras instituciones económicas han mejorado lo suficiente para evitar que estos acontecimientos se repitan. Ambas depresiones supusieron el acoso a los bancos, que ahora nos parecen cosa del pasado debido al establecimiento durante la década de 1930 de enormes fondos de seguros. La primera de estas depresiones también fue anterior a la fundación del gran banco nacional de Estados Unidos, el sistema de la Reserva Federal, y desde la segunda depresión se ha producido un considerable desarrollo de la teoría sobre el sistema bancario nacional.

Por otra parte, la crisis de las hipotecas de alto riesgo se puede analizar directamente paso a paso en las deficiencias que presentan los actuales fondos de seguros. A comienzos de la década de 1990, en Estados Unidos comenzó a desarrollarse un sector bancario en la sombra, sin la protección de los fondos de seguros, bajo la forma de prestamistas de hipotecas *subprime* que respaldaban sus actividades crediticias con la emisión de efectos comerciales a corto plazo. Además, ni siquiera la Reserva Federal tal como existía a comienzos del año 2007, estaba preparada aparentemente para la tarea de evitar comportamientos que se parecían mucho al asedio de los bancos, ya que cerraba una entidad financiera tras otra. Como respuesta, la Reserva Federal se tuvo que reinventar a sí misma con nuevas facilidades de crédito que sobrepasaron su ámbito original como institución depositaria. Esta complejidad creciente del sistema financiero dificulta que las entidades que se dedican a fondos de seguros y los bancos nacionales puedan mantenerse a la cabeza de la innovación financiera.

Hoy en día, a los bancos nacionales les inquieta la deflación y es poco probable que permitan que se produzca. Pero no necesariamente son capaces de detenerla por completo, como demuestra la deflación que se produjo en Japón a finales de la década de 1990 y principios de la década de

2000.<sup>40</sup> Si hoy en día se produjera deflación, ¿sabríamos comprender mejor los recortes salariales nominales que durante los años treinta? Difícilmente podemos afirmarlo, ya que podemos perder de vista las verdades más simples de la economía entre el fragor de la conmoción.

Muchos acontecimientos del pasado están profundamente arraigados en la naturaleza humana, que continúa teniendo la misma fuerza poderosa de siempre. A la gente le sigue preocupando mucho la equidad, es igual de vulnerable ante la tentación de la corrupción, continúa sintiendo rechazo cuando se entera de acciones reprobables cometidas por otras personas, sigue sin comprender bien la inflación y todavía está bajo el influjo de historias vacías de contenido en lugar de pararse a reflexionar sobre la economía. Las dos depresiones que acabamos de describir no se pueden considerar acontecimientos del pasado.

40. El índice japonés de los precios al consumo, que en 1990 fue de 111,4, en 1998 fue de 122,2, habiéndose producido la deflación efectiva solo durante el período de 1994-1995. Pero luego durante el período 1998-2005 se produjo una deflación continuada, aunque leve. En 2006-2007 la inflación prácticamente no existió. Ver *Informe Económico del Presidente* (2008, tabla B-108, pág. 350).

## ¿Por qué los principales bancos influyen en la economía (si es que lo hacen)?

**H**emos llegado ahora a lo que se podría considerar el capítulo central de este libro, como mínimo en lo que concierne a la economía mundial. Nos preguntamos por qué los bancos nacionales (en Estados Unidos, la Reserva Federal) influyen en la economía. Pero hemos añadido «si es que lo hacen», ya que existen épocas en las que la eficacia de una política normal es muy limitada. Por desgracia, es durante este tiempo que se debe ejercer un control más estricto: cuando hay una grave recesión.

Nuestro análisis sobre este punto pone de relieve las principales flaquezas humanas que pueden contribuir a los altibajos económicos, entre ellas una confianza débil, una tendencia a la rigidez y el resentimiento ante la falta de honradez y la corrupción. Sin embargo, solemos confiar en la capacidad que tienen los bancos nacionales para solucionar los problemas, ya que podría parecernos que un banco nacional carece de suficiente poder para controlar algo tan gigantesco como la macroeconomía.

En realidad, mucha gente considera que un banco nacional es solo el guardián del dinero en circulación, aunque este es en realidad muy reduci-

do: en 2008 en Estados Unidos, la medida M1 del dinero en circulación consiste en metálico y depósitos a la vista (es decir, cuentas corrientes), que solo ascienden a 1,4 billones de dólares, de los cuales 800.000 millones son papel moneda.<sup>1</sup> La mayor parte de este papel moneda lo atesora un número relativamente reducido de acaparadores, a menudo en países extranjeros. En algunos momentos, la mayoría de nosotros solo solemos disponer de unos cuantos billetes que llevamos en el bolsillo o la cartera. Entonces, ¿cómo es que la cantidad de papel moneda reviste tanta importancia? El otro elemento del dinero en circulación, los depósitos a la vista y otros depósitos de cuentas corrientes, solo ascendían a unos 600.000 millones de dólares en el año 2008, aproximadamente un 1% de la riqueza nacional de Estados Unidos. ¿Cómo es posible que la gestión de los depósitos a la vista que realiza la Reserva Federal pueda resolver todos los problemas que antes se han indicado en este libro?

La respuesta es que no puede, ya que existen límites a la eficacia de esta política monetaria cuando se produce una pérdida de confianza y las empresas y los consumidores se resisten a gastar dinero.

### La historia más repetida sobre la influencia del banco nacional

Vamos a comenzar analizando la historia más conocida sobre la influencia que ejerce el banco nacional en la economía a través del control de dinero en circulación. No nos confundamos: vamos a presentar esta historia como si fuera una verdad a medias. En realidad nos gusta (más o menos). Sin embargo, más adelante también contaremos otra sobre el modo en que el banco nacional puede ejercer su influencia. Creemos que esta segunda es más interesante en tiempos de crisis, como los actuales, cuando la influencia del banco nacional es más necesaria que nunca.

1. Reserva Federal (2008a).

Un banco nacional (tomaremos como ejemplo la Reserva Federal de Estados Unidos) tiene dos maneras principales de ejercer su control sobre las reservas que afectan a la cantidad de dinero y la macroeconomía. La historia habitual hace hincapié en las llamadas operaciones de mercado libre.<sup>1</sup> La Reserva Federal dispone de una enorme cartera (aproximadamente unos 500.000 millones) de obligaciones del gobierno.<sup>2</sup> En una operación de mercado libre puede vender o comprar obligaciones de esta cartera. Cuando compra obligaciones, efectúa el pago a través de su cuenta de reservas. Además aumenta o disminuye el dinero en circulación inyectándolo dentro o fuera de los mercados generales y afectando de este modo a los tipos de interés, pero sin centrarse en ningún ámbito de la economía. Los tipos de interés son el «precio del tiempo» y los teóricos de la economía han encontrado que resulta interesante basar sus modelos en este parámetro, al parecer tan fundamental.<sup>3</sup>

Existe otro modo en que la Reserva Federal influye en la economía, ya que puede ampliar el crédito prestando dinero directamente a los bancos en apuros y recibiendo garantías a su vez como compensación por ello. Y, por supuesto, puede suscribir créditos aceptando el reembolso de los mismos. Este segundo método operativo se denomina redescuento o empréstito de redescuento y también influirá sobre el volumen de reservas y la cantidad de dinero de la economía. En épocas normales, el redescuento es algo meramente secundario. La Reserva Federal normalmente impone una pequeña carga por este tipo de préstamo y por eso los bancos utilizan el empréstito de redescuento con moderación. La gran diferencia entre las operaciones de mercado libre y el redescuento es que en

2. <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/Current/>. Esta cifra debería usarse exclusivamente como indicador del orden de magnitud. Durante la actual crisis financiera está cambiando constantemente.

3. Sin embargo, a pesar de lo atractiva que les resulta esta historia a los teóricos, falta algo fundamental en la misión de un banco nacional. Hyman Minsky (1982, pág. 250) señaló que los banqueros centrales que creen que esta es la historia principal están poniendo «trabas al suministro de dinero».

este último caso el dinero se transfiere a las instituciones que realmente lo necesitan, no a la economía en general.

En épocas normales, las operaciones de mercado libre son el método principal que utiliza la Reserva Federal para influir en la economía. Pero más adelante explicaremos que el método que reviste mayor importancia es el redescuento, que se ha diseñado para tratar las crisis sistémicas a través de la inyección de dinero directamente a las instituciones que tienen problemas.

Según las ideas convencionales de la economía y lo que se enseña normalmente en la universidad, la Reserva Federal representa su papel principal a través de las operaciones de mercado libre, que funcionan a través del dinero en circulación y los tipos de interés predominantes. Las historias que cuentan los economistas normalmente implican oferta y demanda, los conceptos clave de la teoría económica. En este caso estamos hablando de oferta y demanda para los saldos en cuentas corrientes. La oferta cambia proporcionalmente con los cambios de las reservas que tienen los bancos de la Reserva Federal. La demanda de cuentas corrientes procede de su utilidad en las transacciones. Los economistas representan estas transacciones como proporcionales a los ingresos, lo cual explica que la demanda de las cuentas corrientes dependa de los ingresos. Sea a corto plazo o a largo plazo, la gente necesita realizar transacciones y, según los conocimientos convencionales, estas transacciones son, aproximadamente, proporcionales a los ingresos. Por consiguiente, los depósitos a la vista a su vez son, aproximadamente, proporcionales a los ingresos.

Igual que la demanda de cualquier otro producto básico de consumo, la demanda anterior no debería depender solo de los ingresos, sino también del precio del producto básico o de su coste. En este caso se trataría del «precio de mantener las cuentas corrientes». Según esta versión que tanto gusta a los economistas, de vez en cuando la gente se pregunta si tiene poco o mucho dinero en su cuenta bancaria. Si cree que tiene demasiado, compra valores y reduce sus cuentas bancarias, y si tiene poco dinero, para aumentar su saldo tiene que pedir un préstamo o abstenerse de gastar. La frecuencia de este control depende del coste de guardar dinero. ¿En

qué consiste este coste? En lo que podría ganar en cualquier otra parte si en el banco guardara otra cosa que no fuera dinero. Y esto es el tipo de interés, el coste de oportunidad de guardar dinero. El tipo de interés es el «precio» de guardar dinero.

Se trata, en efecto, de una versión encantadora y en ella se basa la teoría estándar de la determinación de los tipos de interés. Se considera que la demanda de dinero depende del nivel de renta y también de los tipos de interés. Sin embargo, especialmente a corto plazo, esta demanda es bastante indiferente a los tipos de interés (los economistas dirían que esta demanda no es sensible a los precios). ¿Por qué debería serlo? Porque guardar dinero en una cuenta corriente es necesario para participar en transacciones, pero el coste total de guardarlo normalmente no supone una parte considerable de los presupuestos de la gente, que incluso puede no ser consciente de su coste. No le importa gestionar sus cuentas bancarias con mayor o menor diligencia, ya que no supone una gran diferencia en su presupuesto (excepto, por supuesto, si los tipos de interés son muy elevados). Por lo tanto, es lógico pensar que las cantidades que las personas guardan en sus cuentas corrientes a corto plazo serán bastante indiferentes a los tipos de interés.<sup>4</sup>

La paradoja en este caso es que los saldos de las cuentas corrientes son como la sal. La gente la necesita, pero su coste es solo una parte reducida de sus presupuestos. De modo análogo, la gente necesita tener dinero en sus cuentas corrientes debido a que es esencial para efectuar transacciones. Pero, del mismo modo que en el ejemplo de la sal, solo consiste en una parte reducida de sus presupuestos totales. Por consiguiente, la gente presta una atención relativa al precio, que en este caso son los tipos de interés. La elasticidad de la demanda con respecto a los tipos de interés es baja.

Según esta versión que tanto gusta a los economistas, los pequeños cambios en la *cantidad* de sal suministrada cambiarían considerablemente su *precio*. Sería necesario que el precio cambiara mucho para que la gente

4. Goldfeld (1976).

decidiera aumentar o disminuir su uso. De modo análogo, los pequeños cambios de la cantidad de depósitos a la vista alterarían en gran medida su precio, es decir el coste de oportunidad de guardarlo o tipo de interés. ¿Por qué? Debido, a corto plazo sobre todo, a que la mayoría de la gente continuaría con sus negocios habituales sin cambiar el modo en que gestionan sus cuentas bancarias, incluso si se hubieran producido cambios considerables de los tipos de interés. Es preciso que se produzcan grandes cambios en este «precio» concreto para que la gente cambie su nivel de demanda, incluso en una pequeña proporción.

La versión estándar de los economistas sobre por qué los bancos nacionales tienen tanto poder es bastante concluyente. Hemos expuesto que una cantidad pequeña, y al parecer sin importancia, de sal denominada dinero en circulación puede tener un gran efecto sobre el precio de la sal, es decir, de los tipos de interés. Pero es necesario que expliquemos el motivo de que este precio sea tan importante. A nadie, excepto a los productores de sal, le preocupa si el precio de la sal sube o baja. El precio de la sal carece más o menos de relevancia en la economía.

Los economistas terminan esta historia señalando que el precio de guardar depósitos a la vista, que es el tipo de interés, posee una gran importancia no solo para los mismos titulares de estos depósitos a la vista, sino también para el resto de la economía. El valor actual de los activos es sensible al tipo de interés, ya que se usa para descontar los beneficios futuros. Se dice entonces que las pequeñas diferencias de los saldos de las cuentas corrientes producen cambios enormes en el tipo de interés y, por consiguiente, cambios considerables del valor de todos los activos. Y hay billones y billones de dólares en activos de otra clase. En la economía de Estados Unidos alcanzan la cifra de unos 50 billones. Los cambios en el precio de los activos tienen unas repercusiones enormes.

Esta es, pues, nuestra interpretación de la historia habitual que suelen contar los economistas. Los cambios de la oferta de los depósitos a la vista modifican los tipos de interés, lo cual causa modificaciones en el valor de otros activos que, a su vez, hace variar la renta. Existen numerosas formas en que valores elevados de activos estimulan la renta. Solo tiene que dar una

vuelta por su propio vecindario. Si es como el de los autores en Berkeley y New Haven, nos tememos que, hasta hace un año más o menos, en aquella parcela de terreno que siempre había pensado que seguiría vacía durante muchos años, ahora se levanta un edificio nuevo y, de repente, oh sorpresa, otras casas y edificios con graves desperfectos están siendo rehabilitados. Esta no es más que la expresión más trivial del modo en que los precios elevados de los activos estimulan, sobre todo, la construcción y el conjunto de la economía.

### Problemas que plantea la visión estándar

La anterior versión sobre el modo en que la Reserva Federal afecta a la economía a través de la oferta y la demanda de dinero es el cuento que suelen contar los economistas. Sin embargo, existe un puñado de ellos, entre los que nos contamos, que no están de acuerdo, por lo menos en parte. Creemos que no acierta a distinguir que cuando las cuentas corrientes de la gente están poco llenas, sabrá encontrar otros modos ingeniosos de efectuar sus pagos sin que salgan de estas cuentas (siempre podrá utilizar una tarjeta de crédito o cualquier otra forma de crédito comercial. En este caso, los pagos desde cuentas corrientes puede que no sean completamente proporcionales a los ingresos). Pero aunque se adopte este punto de vista alternativo sobre el modo en que la Reserva Federal afecta a la economía, la teoría de los fondos prestables, la conclusión de que las acciones de la Reserva Federal pueden afectar profundamente a la economía en tiempos normales, cambia poco debido a que el dinero es como la sal.<sup>5</sup>

Bajo este punto de vista alternativo, la gente es bastante flexible en el modo de efectuar sus pagos y el dinero que tiene en su cuenta corriente no representa una gran limitación para sus compras o ventas. Pero desde el

5. Ver a Bernanke y Blinder (1988, 1992) para un debate sobre la teoría de los fondos prestables.

punto de vista de los fondos prestables, cuando la Reserva Federal, por ejemplo, decide comprar obligaciones, los bancos dispondrán de mayores reservas, cosa que les permitirá conceder más préstamos. Los bancos de la Reserva Federal requieren una relación entre los depósitos y las reservas que suele ser del 10%.<sup>6</sup> Esto significa que un incremento de las reservas destinadas a préstamos de 30.000 millones, lo cual constituye una minúscula proporción de las dimensiones de la economía general de Estados Unidos, permitiría una ampliación de 300.000 millones de dólares en depósitos a la vista, aproximadamente un 2% del PIB. Y los bancos tendrían que incrementar sus carteras de activos que no son de reserva un 90% de este importe. Esta disponibilidad de nuevos fondos también haría bajar los tipos de interés, lo que haría subir directamente el gasto, ya que la gente obtendría más crédito de los bancos y utilizaría estos fondos para sus proyectos.

Pero la Reserva Federal tiene un segundo modo para aumentar las compras y las ventas. La disminución de los tipos de interés debida a estas compras sube el valor de los activos de la gente que, al disponer de más dinero, tenderá a gastar más, tanto en consumo propio como en inversiones para el futuro.

### Límites de la efectividad de las operaciones del mercado libre

Hasta ahora hemos explicado el modo en que la Reserva Federal, a pesar de sus recursos relativamente limitados, consigue influir en la economía a través de las operaciones de mercado libre. Los tipos de interés representan en ello un papel clave.

La Reserva Federal normalmente opera solo con obligaciones seguras a corto plazo (letras del Tesoro), aunque también puede operar con títulos

6. Los porcentajes exactos varían según las dimensiones y el tipo de pasivo del banco. Ver la Reserva Federal (2008b).

del gobierno de vencimiento más lejano. Y sus operaciones de mercado libre afectan a los tipos de interés de lo que esté gestionando, es decir, los tipos de interés a corto plazo y sin riesgo. Los tipos a largo plazo son bastante susceptibles a estos tipos a corto plazo, por lo que también se ven afectados. Pero cuando la Reserva Federal desea reducir los tipos de interés, como hace durante una recesión, existe un límite para las operaciones de mercado libre. ¿Por qué? Por que, a efectos prácticos, no puede situar los tipos a corto plazo menores que cero. Por supuesto, nadie desea tener letras del Tesoro si sus tipos de interés están bajo cero, ya que, en cambio, podría disponer de efectivo. Como resultado, una vez que las operaciones de mercado libre han asegurado los tipos de interés a corto plazo y seguros a cero, se quedan sin margen de maniobra. Las futuras compras de bonos del Tesoro a corto plazo ya no pueden reducir los tipos de interés.

Cuando estos tipos han bajado hasta cero, la política monetaria convencional ha alcanzado los límites de su efectividad y solo podrán tener efecto otros tipos de política monetaria. ¿Qué podrían conllevar estas políticas?

### Un punto de vista alternativo sobre la influencia de los bancos nacionales

La Reserva Federal dispone de otros métodos, además de las operaciones de mercado libre, para evitar las crisis económicas, que es la finalidad para la que se creó. Vamos a presentar un punto de vista alternativo de la influencia del banco nacional que tiene más que ver con los efectos sistémicos y también con los espíritus animales.

Las operaciones de mercado libre podrían haberse convertido en un método común y corriente a través del cual la Reserva Federal ejerce su control sobre la economía. De hecho, en sus inicios la Reserva Federal no se consideró un mecanismo de control que influía en la economía, ya que cuando se estableció en 1913, emulando a los bancos nacionales europeos, se creía que el crédito de los bancos de la Reserva Federal en tiempos de

crisis (épocas en que la liquidez se necesita especialmente) era su mejor herramienta. Se suponía que la Reserva Federal se ocuparía de los efectos sistémicos, es decir, del contagio del fracaso de una empresa a otra.

Durante todo el siglo XIX se produjeron episodios periódicos de pánico bancario. Los depositarios formaban colas literalmente delante del banco abrumados por el temor de que quienes les precedían fueran los últimos en conseguir retirar su dinero antes de que el banco se quedara sin nada. Este asedio a los bancos era un fenómeno contagioso, ya que cuando se corría la voz de que un banco no podía cumplir con sus obligaciones, los depositarios de los demás bancos comenzaban a hacer cola delante del suyo. Incluso los bancos que eran solventes antes de la crisis podían llegar a pasarlo mal en el cumplimiento de sus obligaciones. De hecho, cuando *todo* el mundo decidía retirar sus depósitos acuciado por el miedo, podía suceder que no hubiera suficiente efectivo para cubrir las solicitudes.

Para el público, el pánico bancario de 1907 fue el colmo. El mismo patrón se había vuelto a repetir. Al parecer, la crisis financiera se había descontrolado a causa de la suspensión de los pagos en moneda del Knickerbocker Trust de Nueva York que se produjo en octubre de 1907. El asedio a los bancos se generalizó. Los bancos del interior del país tenían depósitos en los principales bancos de Nueva York, entre ellos el Knickerbocker. Contaban con que utilizarían estos depósitos cuando sus propios depositarios retiraran moneda. Después de la suspensión de pagos del Knickerbocker se produjo un asedio general a todos los bancos, tanto en el interior del país, donde los depositarios hacían largas colas, como en Nueva York, donde los bancos del interior intentaban cobrar sus propios depósitos. El consiguiente trastorno del comercio causó una grave reducción de los beneficios económicos del país. Entre 1907 y 1908 los beneficios reales descendieron un 11%.<sup>7</sup>

Nelson Aldrich, el eminente senador republicano por Rhode Island y suegro de John D. Rockefeller Jr., fue designado presidente de la Comisión Monetaria Nacional. Estuvo en Europa durante casi dos años para estudiar

7. Friedman y Schwartz dan una versión de ello (1963, págs. 156-168).

el funcionamiento de los bancos nacionales. Cuando regresó a Estados Unidos, Aldrich se encerró durante una semana con mucha discreción con los cuatro principales banqueros de Nueva York en el Jekyll Island Club situado en la costa de Georgia.

Allí urdieron un plan que, debidamente enmendado, se convirtió en la base del sistema de la Reserva Federal. Lo diseñaron para que corrigiera el problema del desvanecimiento de los depósitos en forma de retirada en efectivo. La Reserva Federal estaba autorizada a suministrar crédito (de ahí el redescuento) y también efectivo a los bancos que lo precisaran temporalmente, sobre todo en épocas de pánico bancario. Cuando se fundó en 1913, esta provisión de una «moneda flexible» se consideró su innovación principal.<sup>8</sup> Era el prestamista de último recurso que concedía crédito cuando nadie más lo hacía.

Conviene observar que la motivación original para facilitar esta moneda flexible a través de la Reserva Federal era poder realizar transacciones con plena confianza y evitar el pánico. Después del miedo de 1907, estos temas se debatieron con frecuencia en relación con propuestas para la reforma monetaria. De hecho, en 1908 Henry Cabot Lodge, senador por Massachusetts, explicó ante el Senado justo después del pánico que «lo que había faltado durante el pánico no había sido la moneda, sino la confianza, como sucede siempre en estos casos».<sup>9</sup> En 1911, mientras Nelson Aldrich seguía insistiendo con vehemencia para que se creara una institución en Estados Unidos que se basara en un modelo de banco nacional, *The Washington Post* publicó un editorial que resumía la situación: «En primer lugar, lo que necesitamos es una organización centralizadora que nos permita enfrentarnos a una crisis inminente y resistirla usando una combinación de poderes, en lugar de que cada banco o cada asociación bancaria local salga disparada para resguardarse, precipitando o intensificando el pánico. Así sucedió en 1907, ya que el factor desmoralizador consistió precisamen-

8. «Una moneda flexible y un banco de banqueros.»

9. «El señor Lodge habla de finanzas.»

te en la falta de confianza recíproca entre los bancos». <sup>10</sup> Después de debates que duraron años, la aplicación efectiva del sistema de la Reserva Federal, se produjo como anticipación a otro posible ataque de pánico. A principios de 1913, Carter Glass, diputado por Virginia señaló que «existen síntomas que no deberían pasar inadvertidos... Sería el colmo de la necesidad postergar la reacción hasta que estuviéramos obligados a actuar ante la inminencia del pánico». <sup>11</sup>

La palabra *pánico* conlleva una elevada carga psicológica. Los miembros del Comité Federal del Mercado Libre (FDIC) lo saben por instinto, mientras deliberan durante una crisis financiera. Desde sus comienzos, la Reserva Federal se consideró una agencia que podía emprender acciones decisivas cuando se hundía la confianza.

### La cambiante naturaleza del problema

La Reserva Federal, y posteriormente el FDIC, fueron soluciones inteligentes que permitieron enfrentarse a problemas de liquidez capaces de desembocar en el pánico bancario. De hecho, desde hacía un tiempo, el pánico bancario y las crisis de liquidez parecían cosa del pasado. Muchos economistas los habían considerado hasta hace poco un problema resuelto.

Hay cuatro estrategias de defensa que evitan que la quiebra de las instituciones normales de depósito cause una crisis sistémica. La primera es que están supervisadas, aunque, como ya sabemos bien, esta supervisión no es infalible. La segunda es que estas instituciones garantizan la liquidez en caso de pánico (pero no en caso de insolvencia) mediante el acceso al redescuento de la Reserva Federal. La tercera es que los depositarios individuales tienen una garantía del FDIC que cubre cantidades de hasta 250.000 dólares.

10. «El sistema bancario de Aldrich.»

11. «Sigue el riesgo de pánico financiero.»

lares, según los límites actuales. Finalmente, si estas tres estrategias fracasan, el FDIC está autorizado a la liquidación del banco. De hecho, este procedimiento de insolvencia del FDIC puede ser la herramienta más importante del gobierno para limitar y evitar el pánico bancario, ya que puede liquidar el banco (es decir, puede absorber los activos del banco y venderlos) poco a poco, de conformidad con su propia agenda.

Pero no todas las instituciones de crédito están amparadas por este sistema de defensa de esmerado solapamiento. A medida que fue transcurriendo el siglo xx, sobre todo durante los últimos años, se desarrolló un nuevo sistema bancario en la sombra. Los denominados «bancos no bancos» son los bancos de inversión, las financieras y los fondos de alto riesgo. Sus funciones se limitan a las habituales de un banco. Toman empréstitos con vencimientos a corto plazo, que en su gran mayoría contratan con bancos y financieras, y seguidamente invierten este dinero.

Ahora bien, puede producirse un «asedio» a estas instituciones similar al de los bancos tradicionales. Del mismo modo que durante el siglo xix los depositantes de los bancos rescataron su dinero en épocas de pánico, los prestamistas a corto plazo podían desear ser los primeros en no renovar sus créditos de los bancos de inversión, las financieras y los fondos de alto riesgo.

Igualmente, se puede producir sistémicamente una desbandada en pro de la seguridad, ya que todo el mundo desea ser el primero en cruzar la puerta. El temor de los prestamistas ante las exigencias de sus propios depositantes los puede hacer muy volubles. Esto reduce los fondos disponibles para este tipo de bancos no bancos. También incrementa los tipos de interés que deben pagar por los fondos que puedan tomar prestados. Quizá habían sido absolutamente solventes antes de que comenzara la desbandada de la liquidez, pero durante una crisis es posible que no sean capaces de hacer frente a los elevados tipos de interés que se requieren para continuar tomando prestado. <sup>12</sup>

12. Morris y Shin (2004) y Brunnermeier (2009).

## Bear Stearns y Long Term Capital Management

Las interacciones entre la Reserva Federal y Bear Stearns en 2008, y entre la Reserva Federal y Long Term Capital Management en 1998 constituyen un ejemplo de la preocupación de la Reserva Federal por el sistema bancario en la sombra y la posibilidad de que la quiebra de estas instituciones derivase en el pánico financiero.

En 2008, un lunes de marzo por la mañana, el público descubrió con asombro que durante el fin de semana Bear Stearns, un banco líder en inversiones, se había fusionado con el JP Morgan Chase por un precio de saldo de dos dólares por acción. Según comentó un eminente abogado de Wall Street: «Ha sido como despertar en verano y encontrar el suelo cubierto de nieve».<sup>13</sup> La Reserva Federal había actuado de intermediaria en la negociación y había concedido a JP Morgan una línea de crédito de 30.000 millones de dólares respaldada por la garantía de Bear Stearns.<sup>14</sup> Los comentaristas estaban tan sorprendidos por el papel que representó la Reserva Federal como por la quiebra de Bear Stearns.

En 2008, Ben Bernanke explicó al Comité del Senado sobre asuntos bancarios, de vivienda y urbanos, sus temores acerca de las consecuencias potenciales de la quiebra de Bear Stearns:

La complejidad y la interconexión de nuestro sistema financiero es enorme y Bear Stearns participó en una amplia gama de mercados críticos. Su quiebra repentina probablemente hubiera provocado un desarrollo caótico de las posiciones de estos mercados y hubiera hecho tambalearse gravemente la confianza. La quiebra de la compañía también podría haber puesto en entredicho la posición financiera de algunas de las miles de contrapartes de Bear Stearns y quizá de otras compañías con objetivos similares. Debido

13. Sorkin (2008). Sin embargo, más tarde JP Morgan Chase se comprometió a pagar 10 dólares por acción. De la noche a la mañana, la negociación original se consideró demasiado precipitada y se volvió a renegociar (Thomas y Dash, 2008).

14. Andrews (2008).

a la excepcional presión ejercida sobre la economía global y el sistema financiero, los daños causados por el fracaso de Bear Stearns podrían haber sido muy graves y muy difíciles de contener.<sup>15</sup>

Pero la versión de la Reserva Federal y el intento inicial del redescuento indican con exactitud el motivo de que la Reserva Federal colaborara en el corretaje de esta negociación. El presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, uno de los historiadores más importantes especializado en las crisis monetarias y el papel que ha representado la Reserva Federal en ellas, comprendía el intento inicial de los fundadores de la misma. Le preocupaba que el hundimiento de Bear Stearns pudiera originar una crisis de liquidez. Si se ponía en entredicho la capacidad crediticia de Bear Stearns, ¿quién a su vez iba a conceder créditos a sus acreedores? Eso era exactamente lo que había sucedido un siglo antes cuando se había producido el fracaso de Knickerbocker Trust. Al hundirse, ¿quién podía confiar en que sus acreedores, sobre todo los de los bancos del interior, con sus depósitos, conseguirían cobrar? Se produjo una reacción en cadena.

Nos basta con remontarnos unos diez años para descubrir otro acontecimiento similar. En este caso, la Reserva Federal acudió de nuevo al rescate justo a tiempo. La institución que estaba en peligro no era un banco de inversiones, sino un fondo de alto riesgo. En 1994, un grupo financiero filial de Salomon Brothers, creó un fondo de alto riesgo que denominó Long Term Capital Management (LTCM) cuyos riesgos moderarían según las teorías financieras de Myron Scholes y Robert Merton, quienes, tres años más tarde, compartirían el premio Nobel de Economía por su «nuevo método para determinar el valor de los instrumentos financieros derivados». Debido a la impecable reputación de sus asesores, LTCM no solo consiguió reunir un capital de 1.250 millones de dólares, sino que además se le concedió automáticamente carta blanca para que consiguiera créditos de las principales entidades bancarias de Wall Street.

15. Bernanke (2008a).

Al principio, los partícipes de LTCM obtuvieron el éxito que sugería el folleto de emisión. Disponían de una estrategia de base bastante sencilla, que en su mayor parte se fundaba en el análisis de la regresión y la teoría de las opciones, sobre el modo de ganar dinero en Wall Street. La conducta que se había seguido en el pasado indicaba el comportamiento de las opciones. En numerosos casos comparables, los márgenes tenían tendencia a resituarse en sus medias históricas. Si estos márgenes eran elevados, disminuirían, y si eran reducidos, aumentarían. La realización de estas inversiones era prácticamente segura. Y eso fue exactamente lo que sucedió durante los primeros años de LTCM. Uno de nosotros recuerda haber coincidido con uno de los socios en una fiesta que se celebró en Washington en esa época. Cuando le preguntó cómo le iba, sonrió y respondió que la paga era mejor que la del gobierno, para quien había trabajado antes. En 1997, el capital de LTCM, gracias a los beneficios y a las nuevas suscripciones, había alcanzado los 7.000 millones y sus beneficios eran de 2.100 millones.

Pero después de la vanidad vino el desastre. En 1998 surgió un problema con la estrategia de LTCM. Aunque durante los años anteriores los mercados habían aceptado con agrado las anteriores estimaciones econométricas y los márgenes habían retrocedido casi por completo a sus promedios, en 1998 se produjeron las crisis monetarias de Rusia y Asia. En vez de converger, los márgenes del mercado divergían y LTCM comenzó a perder hasta la camisa. Todo el apalancamiento del dinero que había prestado Wall Street, en lugar de constituir un activo era ahora un pasivo. En agosto comenzó a entreverse la posibilidad de que el fondo iba a irse a pique. A mediados de septiembre parecía probable que LTCM, con más de 100.000 millones de dólares tomados a préstamo e inversiones en instrumentos financieros derivados con un valor nominal que lo superaba ampliamente, iba a quebrar. Nadie sabía realmente qué podía suceder en caso de bancarrota. Si se producía una interrupción en la cadena de pagos mientras la administración judicial determinaba quién debía cuánto a quién, ¿qué podía llegar a suceder?

Entonces intervino la Reserva Federal y se acordó la celebración de una reunión urgente con los colosos de Wall Street en el salón de juntas del

banco de la Reserva Federal de Nueva York. Después de mucho toma y daca, se consiguió un acuerdo según el cual las principales entidades crediticias pondrían a disposición de LTCM un fondo de 3.650 millones de dólares. También retendrían el 90% de las acciones de los asociados.<sup>16</sup>

Tanto en el caso de Bear Stearns como en el de LTCM, el papel de la Reserva Federal consistía en actuar como banco de último recurso para contrarrestar el riesgo sistémico durante una crisis de liquidez. En ambos casos actuó con heroísmo y consiguió evitarla, aunque estos síntomas demostraron ser precisamente las primeras advertencias de lo que estaba por llegar.

Más tarde, el 15 de septiembre de 2008, Lehman Brothers se acogió al capítulo 11 de quiebra. La Reserva Federal y el gobierno federal iniciaron una nueva modalidad de intervención en la economía. Ya no se trataba de utilizar el poder de la Reserva Federal y del Tesoro para rescatar a una sola institución y evitar que cayera la primera ficha del dominó. En todo el mundo los bancos nacionales y los gobiernos están intentando rescatar sus propias economías y la economía mundial en general.

Nuestro punto de vista sobre los espíritus animales y las argumentaciones que figuran en este capítulo sobre la influencia de los bancos nacionales, especialmente durante una crisis, constituyen nuestra interpretación sobre los motivos que han propiciado la crisis actual. Es una propuesta, además, de lo que debe hacerse. En el comentario de este capítulo que viene a continuación se describen estas recomendaciones.

16. Lowenstein (2001, págs. 39, 40, 118, 191 y 207).

## Comentario al capítulo 7

# La crisis financiera actual y cómo debe tratarse

Nuestra teoría, y especialmente la teoría que figura en el anterior capítulo sobre política monetaria y la influencia de los bancos nacionales, tiene sus implicaciones en la crisis económica actual. La receta para la mayor parte de las recesiones económicas, el equivalente a «tomarse dos aspirinas y descansar», consiste en una disminución de los tipos de interés (es decir, la utilización de una política monetaria estándar) y el desarrollo fiscal, ya sea como gasto adicional o, con mayor probabilidad, como recortes de impuestos de gran popularidad política. Pero esta vez tendremos que esforzarnos más.

Esta recesión es diferente. No se debe únicamente a una demanda baja ni tampoco a los precios elevados de la energía, a pesar de que el precio del petróleo alcanzó un valor notablemente alto durante el verano de 2008. La amenaza abrumadora que se cierne sobre la economía actual es la restricción del crédito. Sería difícil, y quizá incluso imposible, lograr el objetivo del pleno empleo si la caída del crédito alcanza unos valores normales considerablemente más bajos.<sup>1</sup>

---

1. La legislación de Estados Unidos, desde la Ley del Trabajo de 1946, considera que la política económica del gobierno tiene dos objetivos principales. Según se estipula en el Código U.S., apartado 15, sección 1021, el gobierno «declara y establece como objetivo nacional el cumplimiento del derecho a oportunidades de empleo útil a cambio de un

El sector financiero ya había presentado problemas con anterioridad. Por ejemplo, como hemos visto antes en el capítulo 3, durante la década de 1980 en Estados Unidos se produjo un hundimiento masivo de las entidades de ahorro y préstamo. Su recuperación costó unos 140 mil millones de dólares, lo cual era un montón de dinero, especialmente si se dilapidaba. Pero se trataba solo del 2% del PIB de esa época<sup>2</sup> y las quiebras no tuvieron una repercusión macroeconómica importante.

En cambio, la crisis actual es omnipresente y se extiende a todas las economías. Además de afectar a los que compraron casas que no se podían permitir, también afecta a todo el estado de California, que ha anunciado que ya no puede solicitar más créditos. Afecta a la desaparición de entidades de inversión en todo el mundo, unas empresas que parecía que iban a perdurar siempre. Afecta a los consumidores que no desean comprarse un coche y que, aunque quisieran, no podrían obtener un crédito para adquirirlo. Afecta incluso a nuestros buzones de correo, pues nos hemos dado cuenta hace poco de que cada vez recibimos menos ofertas para obtener tarjetas de crédito cuyas condiciones especiales nos iban como anillo al dedo.

Por si aun existen dudas estadísticas de que la restricción crediticia es solo una historia más, cada economista tiene un indicador estadístico preferido sobre ella. El nuestro son los efectos comerciales pendientes. Desde el tercer trimestre de 2007 al cuarto trimestre de 2008, el PIB nominal (sin corrección de la inflación) aumentó un 3,4%. En el curso normal de los acontecimientos, la cantidad de efectos comerciales pendientes también habría aumentado, por lo menos algo, pero no sucedió así. Según las esta-

salario justo para pagar a los trabajadores que deseen, puedan realizar y busquen trabajo y además: «El Congreso declara, asimismo, que la inflación es un problema nacional preponderante que requiere la aplicación de políticas gubernamentales mejoradas» (<http://www.law.cornell.edu/uscode/15/1021.html>). En tiempos de crisis, el objetivo de un nivel bajo de inflación no debería ser difícil de cumplir.

<sup>2</sup> En 1994 el PIB era de unos 7 billones de dólares (Informe Económico del Presidente 2001, tabla B-1, pág. 274).

dísticas oficiales de la Reserva Federal, los efectos comerciales pendientes descendieron más del 25% (de 2,19 billones a 1,58 billones de dólares).<sup>3</sup> Los efectos comerciales respaldados por activos se han visto especialmente afectados, ya que han caído más del 40% (de un máximo de 1,21 billones a 725.000 millones de dólares).<sup>4</sup> Los efectos comerciales son nuestro indicador preferido debido a que normalmente se consideran el vehículo principal con que las empresas financian su capital circulante. Es el dinero que necesitan para pagar a sus asalariados y suministradores. No es la única fuente de esta financiación, pero si cae un 25% mientras las actividades se han mantenido bastante constantes es que algo anda mal y que la restricción crediticia es un hecho.

En los capítulos anteriores hemos explicado el motivo de que se haya producido esta restricción del crédito. El antiguo sistema de financiación ha cambiado. Antes, los que financiaban créditos casi siempre los conservaban en sus propias carteras. Pero luego los defensores de la «nueva financiación» descubrieron numerosas y novedosas modalidades para empaquetar estos créditos (para «titularlos») y repartir estos valores. A continuación, los instrumentos financieros exóticos terminaron de aderezar el pastel. Estos productos financieros ni siquiera precisaban un respaldo con activos subyacentes, ya que consistían en promesas de pago si en el futuro sucedía algo. Confiando en una curiosa alquimia financiera, los inversores combinaron con inteligencia estos productos de maneras diversas, creyendo que con ello serían capaces de exorcizar los riesgos subyacentes. Durante la primavera de 2007, justo antes de que los mercados financieros comenzaran a darse cuenta de que quizá algo andaba mal, el bajo nivel de las primas de riesgo no tenía precedentes.

3. Reserva Federal, tabla B16, Publicación Comercial Extraordinaria (<http://www.federal-reserve.gov/DataDownload/Download.aspx?rel=CP&series=40f558ddc745a653699dbcdf7d6baef9&lastObs=24&from=&to=&filetype=csv&label=include&layout=seriescolumn&type=package>).

4. Con un ajuste trimestral, en julio de 2007 era de 1,21 billones de dólares. En octubre de 2008 había descendido a 725.000 millones de dólares.

La versión durante los años dorados fue que todas estas titulaciones e instrumentos financieros derivados consistían en «gestión de riesgos». En realidad, tanto la titulización como ciertos contratos de futuros representan este papel. Pero entonces la historia dio un vuelco y lo que sucedió, tal como hemos explicado antes, revela que la titulización y los instrumentos financieros exóticos podrían ser otra nueva manera de vender el unguento de la serpiente. Y mientras esta nueva versión sobre el carácter de Wall Street y sus productos sustituía a la antigua versión, la vida se escurría de los mercados financieros. La demanda de productos exóticos se hundió y comenzó la restricción de crédito.

La restricción crediticia comenzó por tres motivos diferentes. El primero, y el más obvio, es que se había hundido un método estándar de financiación. Los que habían concedido créditos (hipotecarios, por ejemplo), ya no podían seguir empaquetándolos para pasárselos alegremente a terceras partes incautas. Si iban a conceder estos créditos, o bien debían mantenerlos ultraseguros antes de pasarlos o se los tendrían que quedar.<sup>5</sup>

El segundo motivo de la restricción crediticia tiene que ver con la relación entre las pérdidas de capital y el apalancamiento. Muchas de las instituciones titulares de los créditos o que los habían financiado, como bancos de depósito, bancos de inversión y compañías financieras, habían invertido ellos mismos en estos nuevos productos financieros y a su vez también tenían un gran apalancamiento. Pero entonces, al cambiar la situación y producirse la caída de la confianza, el valor de sus activos también cayó. Por cada dólar que perdieran de estos activos, las instituciones perderían un dólar en valor de capital. Esto no solo las arrastró a la quiebra, sino que también aumentó su coeficiente de endeudamiento.<sup>6</sup> Las instituciones tuvieron que escoger entre un equilibrio a tres bandas: un incremento del coeficiente de endeudamiento, una restricción de los créditos y la aportación de nuevo capital. La restricción crediticia se produjo cuando decidieron res-

5. Por supuesto, muchas hipotecas se pudieron traspasar a Fannie Mae y Freddie Mac.

6. Greenlaw *et al.* (2008) y Morris y Shin (2008).

tringir sus créditos y otros valores. Además, el problema del coeficiente de endeudamiento se agravó porque las instituciones que no eran de depósito tomaban préstamos a corto plazo, pero los concedían a largo plazo. Las financieras, los fondos de alto riesgo y los bancos de inversión eran realmente bancos, pero no se les denominaba así, puesto que eran el sistema bancario en la sombra.

La utilización de líneas de crédito previamente autorizadas proporcionó un tercer motivo para la restricción crediticia. Mientras duraron los buenos tiempos, los bancos garantizaron líneas de crédito a sus clientes. Pero cuando se tuvieron que enfrentar a la escasez de crédito, un número inesperado de esos clientes se aprovechó de ello a raíz de las autorizaciones que habían obtenido con relativa facilidad en tiempos mejores. El cumplimiento de estos compromisos puso a los bancos ante un nuevo aprieto en cuanto a su capacidad de conceder nuevos créditos.

## Selección crediticia

El resumen anterior sobre lo sucedido no es nada original. Una lectura cuidadosa del *Financial Times* o del *Wall Street Journal* de un mismo día expone, implícita o explícitamente, esta interpretación de los hechos. Se trata de la versión estándar.

Pero tiene sus implicaciones en la política macroeconómica. Los modelos macroeconómicos habituales, acostumbrados a efectuar predicciones, no incluyen los pormenores financieros que permitirían describir la restricción crediticia y sus motivos. Ahora es más fácil facilitar el estímulo fiscal y monetario necesario para que la demanda total alcance sus plenas funciones si los mercados financieros funcionan con fluidez. Estas estimaciones se deberían utilizar para determinar las dimensiones del estímulo fiscal que se precisa. La Reserva Federal, el Congreso y el Consejo de Asesores Económicos tienen experiencia en efectuar este tipo de predicciones.

Pero con la pérdida de confianza del sector financiero, los planificadores de la macroeconomía también deberán tener un *segundo* objetivo. En

estos tiempos singulares, los métodos tradicionales que permiten determinar el estímulo que se precisa son engañosos. Los planificadores también deben preparar un plan, que se podría denominar un objetivo o un objetivo intermedio, sobre la cantidad y los diferentes tipos de crédito que se debe conceder.<sup>7</sup> Este objetivo debería coincidir con el crédito que normalmente se concedería si la economía funcionara plenamente. El objetivo no debería consistir simplemente en un total de crédito automático, sino que debería reflejar un estado más general en que el crédito pudiera estar a disposición de quienes, en condiciones normales, lo merecieran. El concepto de selección del crédito se remonta a un artículo que escribió en 1988 Ben Bernanke, el actual presidente de la Reserva Federal, y su anterior vicepresidente, Alan Blinder.<sup>8</sup> (No debe confundirse con el debate que mantienen los economistas sobre política monetaria de selección, principalmente la selección del índice de inflación.<sup>9</sup> El material publicado no trata el modo de compensar la restricción crediticia.)

La obtención de la selección crediticia es urgente por varias razones. La principal es que las empresas que confían en la financiación externa terminarán en bancarrota si no consiguen crédito. Si la restricción crediticia continúa y son muchas las empresas que terminan en bancarrota, para conseguir el pleno empleo, el estímulo podría llegar a requerir una política fiscal y monetaria impracticable debido a su magnitud.

Existe el problema adicional de que, mientras los mercados de crédito permanezcan congelados, se continúe precisando el estímulo fiscal y monetario. Si este estímulo es el adecuado y su cantidad suficiente, es posible que se pueda mantener el pleno empleo. Pero hacerlo sin relajar la restricción crediticia equivaldría a recostar a un enfermo en la cama para que pa-

7. El objetivo del crédito debería considerarse un objetivo intermedio, ya que no es un objetivo definitivo de la Reserva Federal, como es el pleno empleo, pero en cambio se utiliza como medio para alcanzar el objetivo definitivo. El concepto de objetivo intermedio de la política monetaria se ha debatido mucho. Ver, por ejemplo, a Friedman (1990).

8. Bernanke y Blinder (1988, pág. 438).

9. Bernanke *et al.* (2001).

rezca que está mejor, ya que volvería a desmoronarse cuando se le retirara el apoyo que lo sostiene. El caso que se produjo durante la década de los noventa en Japón constituye un ejemplo. Después del desastre que se produjo en este país a comienzos de esa década y que afectó al mercado de valores y al inmobiliario, Japón se enfrentó a un déficit que duró 15 años y la deuda del gobierno llegó a ser 1,71 veces el PIB anual.

Además, mientras se mantenga la restricción crediticia, los multiplicadores serán más reducidos de lo que deberían ser. Por ejemplo, una persona que no puede obtener crédito seguramente no podrá comprarse un coche aunque una política fiscal generosa le haya proporcionado el depósito de entrada que necesita.

## Implicaciones para el futuro

La canción infantil de Humpty Dumpty ya se conocía antes de que se popularizara en los libros ilustrados para niños. Era un acertijo. ¿Quién era Humpty Dumpty? Pues un huevo. Por eso, cuando se cayó, ni los hombres ni los caballos del rey pudieron volver a recomponerlo.

El cuento de Humpty Dumpty describe a la perfección la actual crisis financiera. El segmento del sistema financiero que financió primero los créditos y luego los transfirió, era frágil y terminó hundiéndose. En términos de espíritus animales, la confianza desapareció. La gente comenzó a desconfiar de transacciones que había efectuado antes bajo diversos conceptos y que sumaban billones de dólares. La historia dio un vuelco y ahora tiene que ver con el ungüento de la serpiente. Y no se puede volver atrás.

Sin embargo, el sofisticado sistema de financiación relacionado con la deuda titulizada y los derivados (como la permuta de insolvencia crediticia y otros futuros financieros) que parecía constituir un seguro para estos paquetes de deuda, había estado al servicio de una finalidad. Durante años había sustituido a gran parte del antiguo sistema de préstamo (más o menos) directo.

Ahora el público espera que las estructuras financieras aún existentes, los bancos de depósito, las compañías de seguros, los fondos de pen-

siones, los fondos de alto riesgo, los bancos de inversión y otros, ocupen el vacío que ha dejado la súbita caída de Humpty Dumpty. Creemos, siguiendo el mismo punto de vista keynesiano sobre el papel que representa la macropolítica, que si existe un vacío macroeconómico, el gobierno debe subsanarlo. Debe preparar de nuevo el escenario para sanear el capitalismo. Este ha sido siempre el punto de vista de las generaciones anteriores que crearon los bancos nacionales, ya que el papel de estos bancos consiste en garantizar las condiciones crediticias que permitan garantizar el pleno empleo.

### Respuesta política

Desde el inicio de la restricción crediticia que se produjo en agosto de 2007, el gobierno de Estados Unidos ha utilizado tres tipos de instrumentos para fomentar el crédito.

Método 1: el redescuento. La Reserva Federal ha ampliado mucho sus operaciones de descuento, especialmente a través de la creación de diferentes facilidades de crédito especiales.<sup>10</sup> La primera de ellas fue la *Term Auction Facility* (TAF, Financiación a plazos), que permite a los bancos obtener créditos de la Reserva Federal a través de subastas competitivas. Las dos subastas que se efectuaron en octubre de 2008, después de la caída de Lehman Brothers, son un ejemplo de ello: la primera subasta aportó 138.000 mi-

10. <http://www.frbsf.org/news/speeches/2008/1014.html>. La Reserva Federal también ha abierto una línea especial de crédito de mercado para especialistas en valores del Tesoro, la *Primary Credit Dealer Facility*, y una línea similar destinada a garantizar liquidez a los fondos mutuales del mercado monetario. En dos casos notables ha concedido créditos para evitar la quiebra de entidades financieras de primera magnitud: Bear Stearns (como hemos visto en el capítulo 7) y el American International Group (AIG). Se puede considerar que todas las actividades de la Reserva Federal utilizan el redescuento, aunque de manera poco tradicional.

llones de dólares para créditos a 85 días y la segunda, 113.000 millones de dólares para créditos a 28 días.<sup>11</sup>

La Reserva Federal y el Departamento del Tesoro también han descubierto una manera ingeniosa para ayudar a los mercados de crédito en apuros. En noviembre de 2008, la Reserva Federal estableció la *Term Asset-Backed Loan Facility* (TALF, Financiación a plazos para la compra de valores respaldados por activos). Los créditos de la línea TALF son sin posibilidad de recurso, es decir, los bancos pueden desentenderse de ellos. Además, la Reserva Federal los ofrece con solo un pequeño «retoque» de sus garantías financieras (por ejemplo, la Reserva Federal podría solicitar garantías financieras de 105 millones de dólares por un crédito de 100 millones de dólares. En este caso, el recorte sería del 5%).

Estas disposiciones tienen dos consecuencias. Dado que los créditos de la línea TALF son sin posibilidad de recurso, las pérdidas potenciales de los bancos son limitadas. En consecuencia, los bancos no deberían exigir tasas de rentabilidad muy elevadas para los créditos a fin de compensar el riesgo, ni siquiera ahora en plena crisis, ya que solo pueden perder el «recorte». Al mismo tiempo, como los bancos perderían el recorte si los créditos fallasen, en principio también tienen un incentivo para lanzar buenas líneas de crédito.

Otra disposición de la TALF, a su vez, limita la deuda pasiva de la Reserva Federal. Las pérdidas de depósitos de garantías se reparten entre el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal, de manera que el Tesoro es el deudor menor y la Reserva Federal es el deudor mayor. La primera oferta que se anunció de la TALF constituye un ejemplo sobre su funcionamiento y el motivo de que sea tan potente e ingeniosa. En esta primera oferta, la Reserva Federal se compromete con 200.000 millones de dólares en créditos a un año de vencimiento contra consorcios garantes de activos que consisten en créditos nuevos o recientes para la adquisición de coches, préstamos para estudiantes, tarjetas de crédito y empréstitos a pequeñas

11. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081007d.htm> and <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081021b.htm>.

empresas. Los activos de garantía deben recibir la calificación AAA a través, como mínimo, de dos empresas de calificación. El Tesoro está utilizando el dinero que recibió a través del *Troubled Assets Relief Program* (TARP, Programa de alivio de activos con problemas) de 700.000 millones de dólares para contribuir con una fracción menor de 20.000 millones de dólares de los 200.000 millones. Por lo tanto, los primeros 20.000 millones de dólares de pérdidas los asumirá el Tesoro, no la Reserva Federal. Esta disposición (además del recorte inicial asumido por los bancos) hace que la participación de la Reserva Federal sea bastante segura, lo suficiente para que esté legalmente autorizada para conceder créditos contra la misma.<sup>12</sup>

Este proyecto cumple simultáneamente con tres objetivos. En primer lugar, proporciona poderosos incentivos para que los bancos concedan nuevos créditos. Lo máximo que pueden perder es el recorte. Los actuales márgenes entre los bonos del Tesoro y los tipos de interés que podrían incluirse en el consorcio garante de activos compensarían con creces las pérdidas ocasionadas por pequeños recortes. En segundo lugar, la TALF hace que la parte de la Reserva Federal en los depósitos de garantía sea lo suficientemente segura. En tercer lugar, el dinero del Tesoro puede alargar mucho más que si se estuvieran comprando activos en apuros directamente. Por ejemplo, si el Tesoro suscribe hasta un 10% de depósitos de garantía como asociado júnior (como en la oferta inicial), una contribución de 300.000 millones de dólares podría respaldar 3 billones de dólares de crédito nuevo. Esta es la magnitud de la repercusión sobre el crédito que se necesitaría para sustituir al caído Humpty Dumpty. Por descontado, las futuras ofertas de la línea TALF pueden variar en muchos aspectos, ya que ahora se destinan a efectos comerciales, créditos contra propiedades comerciales y otros tipos de colaterales. Estas ofertas también pueden variar en cuanto a los vencimientos, las clasificaciones de los tipos de interés requeridos y la determinación de los precios.

12. Ver la explicación que proporciona la Reserva Federal en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/monetary20081125a1.pdf>.

En términos más generales, la línea TALF nos demuestra que la financiación creativa tiene dos caras: que puede habernos llevado a esta crisis; y que sus mismos componentes de genialidad también nos pueden sacar de ella. Lo más importante es que la TALF ofrece la expectativa de que el dinero del Tesoro de enorme orden de magnitud que el TARP había autorizado inicialmente permita aumentar en un orden de magnitud todavía mayor los flujos de crédito que se precisen para que se produzca una repercusión importante sobre la restricción crediticia.

*Método 2: inyecciones directas de capital.* Un segundo método de ampliar el crédito y sustituir al caído Humpty Dumpty es la inyección directa de capital a los bancos. El Departamento del Tesoro ya ha adjudicado unos 250.000 millones del TARP con esta finalidad. Aproximadamente, la mitad de esta cantidad se entregó a los siete bancos principales: el Bank of America, el Bank of New York Mellon, el Citigroup, el Goldman Sachs, el JP Morgan Chase, el Morgan Stanley y el Wells Fargo. El capital adicional de los bancos es especialmente valioso en la medida en que su capacidad de conceder préstamos está limitada por sus restricciones sobre el capital.

*Método 3: crédito directo de empresas patrocinadas por el gobierno.* Se trata de una tercera aproximación que permite que el gobierno federal utilice directamente a empresas patrocinadas por el gobierno (GSE, *Government Sponsored Enterprises*) para incrementar el crédito. En febrero de 2008, como parte del proyecto gubernamental para la estimulación de la economía, se incrementó la cantidad máxima de hipotecas que se podían adquirir a través de dos empresas de este tipo, Fannie Mae y Freddie Mac. Primero se había establecido un límite plano de 417.000 dólares, pero ahora el límite es del 125% del precio medio de la vivienda provincial, con un máximo de hasta 729.750 dólares en las zonas más caras. Además, el gobierno indicó a Fannie y Freddie que siguieran incrementando sus carteras de títulos hipotecarios desde 2008 hasta el final de 2009.<sup>13</sup>

13. Departamento del Tesoro de Estados Unidos (2008, pág. 2).

De este modo, el gobierno federal daba instrucciones a Fannie Mae y Freddie Mac para que proporcionaran un respaldo sólido a las hipotecas. A finales de 2007, justo antes de la crisis, su libro de clientes compartido registraba 4,9 billones de dólares, una parte considerable de toda la deuda nacional de Estados Unidos. Si estas instituciones no se hubieran acogido al conservadurismo financiero y a esta directiva, su hundimiento hubiera causado una caída funesta de la financiación de hipotecas y quizá una inmensa desproporción a la baja del mercado de la vivienda. La casi garantía del gobierno sobre Fannie Mae y Freddie Mac (que solo había sido implícita antes de su fusión en septiembre de 2008) significaba que los bonos emitidos por las dos entidades eran seguros.<sup>14</sup> El 25 de noviembre de 2008 la Reserva Federal anunció, además, que adquiriría hasta 500.000 millones de dólares en valores respaldados por hipotecas emitidos por las GSE, y hasta 100.000 millones de dólares de sus obligaciones directas, además de ayudar a respaldar el mercado de hipotecas. Por lo tanto, Fannie y Freddie pudieron reponer una participación considerable del mercado de hipotecas en proceso de hundimiento.

Que el mercado de hipotecas de Estados Unidos todavía no se haya derrumbado se debe únicamente a esta acción drástica. Pero esta acción tuvo una justificación política viable debido precisamente a que se trataba de GSE que el gobierno de Estados Unidos había creado previamente.

Además de la línea TALF y otras operaciones basadas en el redescuento, la prudencia indica que conviene preparar simultáneamente otros planes alternativos para tratar la restricción crediticia. Un plan de recuperación debería facilitar la posibilidad de que los bancos relativamente bien gestionados que hubieran caído en poder del FDIC se pudieran incorporar a una nueva GSE. Esta corporación se podría usar directamente para respaldar otras actividades crediticias además de las hipotecas convencionales que gestionan Fannie Mae y Freddie Mac. Para ello se precisaría una nueva legis-

14. [http://en.wikipedia.org/wiki/Fannie\\_Mae](http://en.wikipedia.org/wiki/Fannie_Mae).

lación y la creación de una corporación similar a la Corporación del Fideicomiso de Resolución (*Resolution Trust Corporation*) que solucionó la crisis de las S&L, aunque en este caso los procedimientos serían diferentes, ya que en lugar de centrarse en la resolución pronta de activos, esta nueva corporación podría dirigir a los bancos, bajo la supervisión adecuada, para que concedieran créditos con el propósito específico de aliviar la restricción crediticia. Durante la crisis financiera que se produjo en Suecia a principios de la década de 1990, para garantizar que el crédito no se paralizara se emplearon diversos métodos, entre ellos la propiedad estatal de los bancos.<sup>15</sup>

### Ventajas y desventajas de los métodos 1, 2 y 3

La mezcla efectiva de los métodos 1, 2 y 3 que se debería utilizar para lograr los objetivos crediticios dependen de sus respectivas ventajas y desventajas.

*Método 1: ampliación del redescuento.* Aunque la línea TALF pudiera parecer el método de alivio asociado con el gasto mínimo de dinero federal y también la intervención mínima directa en el funcionamiento de los mercados de crédito, es solo experimental. Actualmente, la Reserva Federal basa sus depósitos de garantía únicamente en valores calificados AAA. Podrían presentarse muchas dificultades si se ampliara el uso de la TALF a créditos de clase inferior. Además, quienes ofrezcan activos a través de la prestación seguramente intentarán adaptar el sistema para desprenderse de sus activos de menor calidad. Este problema potencial de «porquería» del paquete colateral dificulta la ampliación del funcionamiento de la TALF a valores cuya calificación no sea elevada.

15. Englund (1999) elaboró un estudio excelente sobre la resolución de la crisis bancaria en Suecia durante la década de los noventa. Cuando la crisis hubo terminado, los bancos recuperaron la rentabilidad (figura 6, pág. 90).

*Método 2: inversión directa en los bancos.* La inversión directa en los bancos presenta sus propias características, destacando entre ellas el problema de la justificación y la aceptación. Al público y a la prensa no les gusta la idea de «sacar de apuros a los bancos», puesto que les resulta ofensivo para su (y nuestro) sentido de la equidad. El público también teme, seguramente con razón, que los bancos que reciban compensaciones elevadas se apropiarán de alguna forma de los fondos de rescate para incrementar sus propios beneficios. Gretchen Morgenson del *New York Times* ha sabido reflejar esta reacción política al relatar que un amigo suyo «algo impertinente» creía que TARP significaba «Ley de Compensación de Plutócratas» (*The Act Rewarding Plutocrats*).<sup>16</sup>

También podría resultar difícil realizar inyecciones de la magnitud adecuada. El público podría creer que las inyecciones de capital a los bancos son necesarias para lograr que sean solventes. Pero de este modo no se acierta a percibir el problema de Humpty Dumpty. Para aliviar la restricción crediticia es necesario lograr que los bancos sean tan supersolventes que puedan sustituir los segmentos del sistema crediticio que han fracasado. Cuando se anunció que la Reserva Federal inyectaría 250.000 millones de dólares de capital en los bancos de Estados Unidos, un titular del *Financial Times* señaló que ni siquiera el orden de magnitud de esta cantidad era el adecuado para resolver la crisis crediticia. El titular principal del periódico comparaba los 250.000 millones de dólares asignados a Estados Unidos con «la inyección de 2,546 billones de dólares en Europa».<sup>17</sup>

También existe el problema de que «se puede dar un buen consejo, pero no obligar a seguirlo». Las inyecciones pueden enriquecer a los bancos y, por consiguiente, es menos probable que terminen siendo insolventes, pero no necesariamente van a prestar más dinero por este motivo, ya que se pueden sentir limitados por los créditos extra que habían ampliado para cumplir con sus compromisos de las líneas de crédito.

16. Morgenson (2008).

17. Benoit et al. (2008).

Pero las inyecciones de capital a los bancos presentan dos ventajas potenciales, ya que suponen una interferencia mínima en los sistemas privados de crédito y también pueden constituir un método relativamente barato de cumplir con los objetivos crediticios, siempre que la negativa de los bancos a prestar dinero dependa realmente de las restricciones de capital. Una inyección de capital de 250.000 millones de dólares permitiría créditos extra por un valor de 3.125 billones de dólares si existe una exigencia de capital del 8%. Además, se produce una interacción con otros planes como la TALF. Es probable que las inyecciones relativamente pequeñas permitan aumentar en gran medida la capacidad de los bancos, que de otro modo se hallarían al borde de la insolvencia si no pudiera aprovecharse de la TALF.

*Método 3: utilización de empresas patrocinadas por el gobierno.* Existen problemas, por supuesto, con las empresas controladas por el gobierno. A una GSE no le resultará fácil tener que escoger entre conceder créditos a ciertos clientes y denegárselos a otros. Normalmente, para las instituciones públicas la resolución de este tipo de problemas comporta un sistema burocrático engorroso. En caso de restricción crediticia, fase que precisa una acción ágil, puede suponer una desventaja embarazosa. Sin embargo, muchas de las operaciones del gobierno funcionan correctamente, mientras que muchas empresas privadas funcionan deficientemente, puesto que también pueden ser burocráticas e ineficaces. Por otra parte, las GSE también resuelven la cuestión de «dar un buen consejo». Las directivas gubernamentales, como en el caso de Fannie y Freddie, pueden conseguir que el consejo se siga.

## **Papel de la selección de mercados financieros**

La voluntad de reponer el sector financiero que está cayendo a la manera de Humpty Dumpty resulta obvia para casi todos los macroeconomistas teóricos. Nuestra interpretación general sobre la política de la Reserva

Federal desde que se inició la restricción crediticia en agosto de 2007, y también de la política fiscal durante esa época, se basa en que los principales objetivos han sido mantenerse lo más cerca posible de los dos objetivos de pleno empleo.

El concepto del doble objetivo resulta de utilidad como vehículo para resumir la política económica actual. Pero su utilidad la sobrepasa y la experiencia de la Gran Depresión explica el motivo. Tanto Hoover como Roosevelt siguieron la trayectoria correcta en cuanto al tratamiento del déficit presupuestario y también en cuanto a la creación de nuevas entidades para recuperar el sistema financiero que se estaba hundiendo. Hoy ambos presidentes se consideran unos héroes, aunque las grandes deficiencias de sus planes no hayan pasado desapercibidas. A veces, sus políticas económicas siguieron la dirección correcta (expansionismo keynesiano), pero a menudo no estaban bien informados, como cuando intentaban equilibrar los presupuestos. Al faltarles un modelo keynesiano que les permitiera evaluar las dimensiones del déficit necesario para alcanzar el pleno empleo, ni Hoover ni Roosevelt tuvieron la vocación o la voluntad política de ir lo suficientemente lejos y la magnitud de sus gastos deficitarios se quedó corta.

Ambos objetivos proporcionan un indicador. Los modelos macroeconómicos estándares son bastante precisos en cuanto al estímulo monetario y fiscal que se precisa para alcanzar el pleno empleo. Pero los objetivos de los mercados financieros también se deben seleccionar. El sistema financiero ya no es el mismo que hace unos meses, antes de la caída de Humpty Dumpty. Ahora solo está funcionando una parte de su anterior organismo. Por una parte, el objetivo total de demanda indicará la política de estímulo fiscal y tipos de interés que se precisa para alcanzar el pleno empleo. La selección de objetivos crediticios mostrará las aplicaciones convenientes que se pueden conseguir con los métodos 1, 2 y 3, ya que juntos deben crear los flujos financieros (emisión de efectos comerciales, bonos y otros instrumentos) que también están vinculados al pleno empleo.

Los objetivos no se precisan únicamente para preparar un plan que constituya una buena oportunidad de conseguir la recuperación, sino que además son necesarios porque un plan de este tipo puede conllevar una

gran y desagradable sorpresa. Cuando Henry Paulson, secretario del Tesoro, sugirió inicialmente su plan de rescate de 700.000 millones de dólares, el Congreso le puso obstáculos. La descripción de Paulson sobre el modo en que se gastaría el dinero era poco detallada. Pero incluso después de que el Congreso hubo aclarado los detalles del plan, 700.000 millones de dólares seguían pareciendo demasiado dinero. De hecho, al principio la Cámara de Representantes vetó el proyecto de ley modificado.

Un análisis sobre los espíritus animales revela el motivo de que necesitemos ambos objetivos. Estos y el razonamiento que los respalda son necesarios para devolver la confianza y la legitimidad a los políticos que los planifican a fin de que puedan impulsar un plan cuya audacia sea la adecuada. Nuestras teorías sobre la confianza, el ungüento de la serpiente y todas las demás historias demuestran por qué es esencial hacer algo más que mantener la solvencia del actual sistema financiero. El plan que constituya una posibilidad real de terminar con la crisis debe tener la magnitud suficiente como para sustituir al caído Humpty Dumpty.

Por descontado, el plan del doble objetivo y Humpty Dumpty no se debe aplicar solo a Estados Unidos, sino también a todos los países del mundo.

## ¿Por qué hay gente que no puede encontrar trabajo?

Las depresiones que hemos analizado en el capítulo 6 demuestran que una tasa elevada de desempleo puede prolongarse durante muchos años.<sup>1</sup> Hemos comentado las causas de las depresiones, pero para aclararlo a fondo debemos centrarnos en el fracaso de los mercados laborales, la característica distintiva del desempleo. Aunque la confianza se haya tambaleado durante esas depresiones, haya existido una sensación general de injusticia, hayan circulado historias sobre corrupción y se hayan planteado dudas sobre el futuro, ¿por qué el ajuste salarial no permite despejar el mercado laboral?

En este capítulo nos centraremos en una premisa de nuestra teoría sobre los espíritus animales, la exigencia humana de equidad, para que nos ayude a comprender el desempleo. La explicación nos ayudará a su vez a comprender de qué modo pueden producirse nuevos niveles elevados de desempleo y el tipo de política económica que se debe gestionar con esmero, a fin de garantizar que no vuelva a suceder.

---

1. La mayor parte de este capítulo se basa en el trabajo conjunto de Akerlof y Janet Yellen (Akerlof y Yellen, 1990).

## Desempleo involuntario

Conocemos a un eminente economista que estaba orgulloso del poder de su voluntad. Una vez decidió poner su casa en venta, pero los esperados compradores no llamaron a su puerta y entonces contó a sus compañeros que *no podía venderla*. A ellos no les sorprendió que no hubiera podido vender la casa, aunque sí su aseveración, ya que incumplía los principios económicos básicos de la oferta y la demanda, pues estaban convencidos de que la ausencia de compradores interesados tenía una explicación muy sencilla: el precio de la casa era excesivo. El economista consiguió venderla, pero, como era de esperar, solo después de haber reducido su precio considerablemente.

El desempleo involuntario no encaja con el punto de vista sobre la teoría económica que tienen muchos economistas, ya que precisamente suelen plantearse las mismas cuestiones sobre los desempleados que nuestro compañero se planteaba sobre su casa. Si un desempleado es incapaz de encontrar trabajo (lo cual significa que es incapaz de vender su fuerza laboral), ¿por qué no se limita a pedir un salario más bajo?

O, si eso no fuera posible, ¿por qué no busca un trabajo de menor calificación? ¿Por qué el mercado laboral es distinto del mercado de valores o de artículos básicos, en los que la gente puede efectuar una venta (de hecho casi inmediatamente) si reduce el precio solicitado, aunque solo sea un poco?

La respuesta a estas preguntas consiste en la teoría del salario de eficiencia, que se denomina así porque plantea la noción de que la eficiencia y la efectividad en el trabajo depende de los salarios que reciben los empleados.<sup>2</sup> En el mercado de la vivienda, el mercado de valores y el mercado de cereales, las transacciones entre los compradores y los vendedores finalizan intercambiando sus mercancías por un precio acordado. Sin ninguna duda,

2. Anteriores ejemplos de esta teoría incluyen a Solow (1979), McDonald y Solow (1981), y Akerlof (1982). Ver también Yellen (1984).

un precio menor beneficia al comprador. Pero esto no sucede así cuando se adquiere fuerza laboral, ya que la transacción entre un comprador y un vendedor de fuerza laboral solo *se inicia* cuando se comienza a emplear la fuerza laboral y después de haber acordado un salario. Sin duda alguna, muchos empleadores estarían encantados de pagar salarios más reducidos si ello no les reportara ciertas consecuencias, ya que en el mercado laboral, un salario más bajo suele acarrear repercusiones. ¿Por qué? Porque no basta con que todos los trabajadores del empleador acudan a trabajar durante unas horas acordadas, sino que además deben estar motivados. Al empleador no le supone ningún beneficio tener que contratar a un trabajador que acepte un sueldo menor, ya que si eso le molesta o solivianta, puede sentirse inclinado a fastidiar las actuaciones del empleador. Son pocos los empleados que están lo suficientemente vigilados como para que no tengan ninguna oportunidad de, en sentido figurado, escupir en la sopa.

Se pueden representar los efectos de estos inconvenientes utilizando la herramienta económica más sencilla, las curvas de la oferta y la demanda, el ingrediente básico de la economía más elemental. En este tipo de representación, el empleador establece el salario, pero el dinero que paga representa solo una parte de sus intereses. La otra parte es el efecto que ejerce el salario sobre el ánimo del trabajador. Debido a este efecto sobre el ánimo, el empleador quizá desee pagar un sueldo superior al sueldo mínimo que el trabajador estaría dispuesto a aceptar. Y para todos los demás empleadores, estos sueldos equitativos que están dispuestos a pagar a sus trabajadores pueden ser más elevados que los sueldos básicos que aceptarían los demás trabajadores del mercado laboral. En este caso, la oferta de trabajo sería superior a su demanda. Por consiguiente, existe un intersticio entre la oferta y la demanda laboral que está formado por la gente que no puede encontrar trabajo.

Por lo tanto, el mercado laboral es como el juego de las sillas musicales, con más gente en la pista de baile que sentada en las sillas. Cuando la música se acaba, siempre hay alguien que no puede encontrar su silla. Quizá no pueda saberse qué bailarines serán, pero lo que sí se sabe con seguridad es que alguien se quedará fuera y tendrá que dejar de bailar aunque no

quiera. De modo análogo, cuando el número de puestos de trabajo es menor que el de personas que los buscan, algunas de ellas no consiguen encontrar trabajo. Es posible que sean los desempleados más audaces los escogidos que encontrarán trabajo. Como término medio, los que encuentran trabajo seguramente habrán barajado más opciones y estarán más dispuestos a aceptar puestos que en un principio no habían tenido en cuenta. Pero esto no invalida el concepto de desempleo involuntario, que consiste en el intersticio entre la oferta y la demanda de trabajo con unos sueldos que las empresas están dispuestas a pagar.

Esta teoría sobre el desempleo es tan sencilla que se pueden impartir tranquilamente en primer curso de economía. Ahora aparece en los libros de texto más completos sobre macroeconomía y también en alguna bibliografía sobre «principios», aunque suele estar al final del capítulo que trata sobre el desempleo. Podría resultar útil efectuar una indagación acerca de las objeciones de los economistas a esta teoría, especialmente debido a que nuestras respuestas a ellas permitirían apreciar el motivo de que ofrezca la mejor descripción, tanto teórica como práctica, del desempleo involuntario. De hecho, por muy simple que pueda ser esta teoría, a causa de estas potenciales objeciones, solo comenzó a desarrollarse a comienzos de la década de los ochenta y, como hemos visto, hoy en día su popularidad sigue siendo limitada.

Esta teoría sencillísima sobre el desempleo que postula que las empresas, a fin de atraer a los trabajadores, quizá deseen pagarles más de lo que es estrictamente necesario, parece oponerse al sentido común. ¿Por qué? Porque parece extraño que los compradores de algún producto o servicio deseen pagar más de lo necesario. Pero al pagar salarios eficientes, los empleadores están haciendo exactamente esto, ya que están pagando más por el trabajo de lo que es necesario para hacer que su personal acuda a trabajar. En cambio, no tendría sentido una teoría sobre el mercado de valores o el mercado de los cereales cuyos compradores no desearan pagar menos por lo que compran.

La teoría de los salarios eficientes contradice además las nociones teóricas de los economistas porque no encaja en su habitual marco concep-

tual sobre cómo se determina un problema teórico. La metodología económica habitual consiste en formular preguntas, primero sobre la demanda del mercado y luego sobre la oferta. Según este procedimiento, en lo concerniente a la compra de trabajo nos podríamos preguntar en primer lugar: ¿quiénes son los empleadores potenciales? Y a continuación, para cada salario determinado, ¿cuánto trabajo desearían obtener? Las respuestas a estas cuestiones acotan la demanda de trabajo. En cuanto a la oferta, el método tradicional primero plantea: ¿quiénes son los vendedores potenciales de trabajo? Y, para cada salario, ¿qué cantidad de trabajo están dispuestos a facilitar? El equilibrio de este punto de vista clásico se sitúa en aquel salario en que la oferta iguale a la demanda. Es posible que haya gente descontenta de su sueldo que ni siquiera busque trabajo. Pero según este punto de vista estándar, el desempleo involuntario no existe. Igual que en el caso del compañero que quería vender su casa, todo el mundo puede vender su trabajo, ya que solo hay que ser lo suficientemente flexible en cuanto al precio que se recibe por él, que es el salario.

Pero esta teoría no describe el mercado laboral tal como existe en la actualidad. Como se verá, las estadísticas fundamentales demuestran en concreto que la mayoría de empleadores de buen grado pagan más por el trabajo de lo que deberían. Por lo tanto, la teoría del salario de eficiencia tiene mucho sentido.

### Salarios, precios y sueldos eficientes

Las mercancías son productos básicos mucho más simples que el trabajo. A diferencia de los trabajadores, que se sienten insatisfechos cuando creen que sus sueldos son demasiado bajos, las mercancías son objetos inanimados y carecen de emociones (y por consiguiente, existen aun menos razones para desear comprar una mercancía por encima de su precio mínimo posible que para pagar más de lo necesario por el trabajo). Pero cuando reflexionamos sobre ello, nos damos cuenta de que las mercancías tampoco se venden siempre al precio más bajo posible.

En realidad, las diferencias en los precios que se pagan por el mismo producto en la misma ciudad suelen ser bastante grandes. Hace algunos años, tres economistas de Harvard decidieron comprobar las variaciones que existían en treinta y nueve productos y servicios básicos cuidadosamente seleccionados de la zona de Boston.<sup>3</sup> Los artículos eran muy variados, desde un modelo especial de bicicleta Raleigh de diez marchas hasta una consulta de horóscopos. El precio de la mayoría variaba considerablemente. La bicicleta presentaba la menor variación, con solo un 11% de diferencia entre el precio máximo y el mínimo. Pero la diferencia media entre el precio máximo y el mínimo de cada artículo en la zona de Boston para los 39 artículos era del 157%. El precio máximo de un cepillo Denman para el pelo con siete hileras de púas era casi siete veces el mínimo.<sup>4</sup> Este estudio nos recuerda que aunque solemos buscar el precio más bajo (a veces de manera impulsiva), no solemos efectuar nuestras compras en la tienda más barata (a veces a sabiendas).

Si existen diferencias considerables en los precios de un mismo producto en una misma ciudad, entonces no debería resultar sorprendente que diferentes empresas paguen distintos sueldos por lo que parece ser el mismo tipo de trabajo, incluso en la misma localidad. Las primeras pruebas sobre ello proceden de una tabla sorprendente que publicó John Dunlop, un profesional «duro» de la economía aplicada que deseaba saber cómo funciona realmente el mercado laboral. Se encontraba tan a gusto con los dirigentes sindicales como entre los estudiantes de Harvard (donde a su debido tiempo llegó a ser decano). El presidente Lyndon Johnson le nombró secretario de trabajo. Uno de los artículos más influyentes de Dunlop demostraba la amplia disparidad de los salarios entre los conductores sindicados de diferentes tipos de camiones de mercancías de la zona de Boston. Por ejemplo, la escala salarial del sindicato de «conductores del camión» de Boston en julio de 1951 era de 1,20 dólares la hora para los que repartían lavandería al por mayor y casi el doble, 2,25 dólares, para los que se dedicaban al reparto de prensa. A continuación figura la tabla de Dunlop.

3. Pratt *et al.* (1979).

4. *Ibid.*, págs. 206 y 207.

**TABLA 1. ESCALA SALARIAL DEL SINDICATO DE CONDUCTORES DE CAMIÓN (BOSTON, 1 DE JULIO DE 1951)<sup>a</sup>**

Revistas	2,25 dólares
Periódicos, diarios	2,16 dólares
Petróleo	1,985 dólares
Construcción	1,85 dólares
Transportistas de papel, periódicos	1,832 dólares
Cerveza, botellas y barriles	1,775 dólares
Comestibles, tiendas de cadena	1,679 dólares
Empresas empaquetadoras de carne, 3-5 t	1,64 dólares
Panaderías, kosher	1,595 dólares
Comercios al por mayor	1,57 dólares
Entregas a domicilio	1,55 dólares
Carbón	1,518 dólares
Recogida de basura	1,50 dólares
Servicios generales de elevación	1,50 dólares
Servicios de alimentación, por menor	1,475 dólares
Hielo	1,45 dólares
Vehículos blindados	1,405 dólares
Bebidas gaseosas	1,38 dólares
Residuos de papel	1,38 dólares
Entrega artículos textiles	1,342 dólares
Mudanzas, pianos y domésticas	1,30 dólares
Chatarra, hierro y metales	1,20 dólares
Lavandería, por mayor	1,20 dólares

<sup>a</sup>Dunlop (1957, pág. 21). Fuente: Departamento de estadísticas laborales de Estados Unidos (1951, págs. 9 y 10).

Estas cifras sugieren que se trata de un fenómeno bastante general y que los sueldos suelen variar mucho. Además, esta variación solo refleja en parte las diferencias entre especializaciones. Para comenzar, podemos explorar la cuestión tomando únicamente en consideración las dimensiones de las variaciones actuales de los sueldos. Un artículo clásico sobre la diferencia de sueldos, de Chinhui Juhn, Kevin Murphy y Brooks Pierce, nos proporciona algunas respuestas.<sup>5</sup> En 1988, entre los varones cuya edad estaba comprendida entre 25-65 años, existía una diferencia superior a cuatro veces entre el 90% percentil de los salarios semanales (el 10% de los salarios son más elevados) y el 10% percentil de los salarios (el 10% de los salarios son más bajos). Resulta sorprendente que pocas de estas diferencias, al parecer, se puedan explicar por el nivel de educación y la experiencia laboral, que son las principales causas de la variación. Si la educación y la experiencia se mantienen constantes, aún existe una diferencia superior a tres veces entre el 90 y el 10% percentil de los salarios.<sup>6</sup>

Estas estimaciones de la variación de los salarios se pueden ajustar aun más si se toman en consideración las diferencias de especialización. Erica Groshen analizó los salarios de seis industrias diferentes mientras se producían desplazamientos de trabajadores de un establecimiento a otro.<sup>7</sup> De este modo expuso la parte del salario que correspondía a cada trabajador y la parte que correspondía por aleatoriedad al lugar donde estaba trabajando. Descubrió que el 50% de la variación de los salarios no se podía explicar por el diferente nivel de especialización de cada trabajador, sino por la empresa

5. Juhn *et al.* (1993).

6. Estas cifras pueden exagerar considerablemente los márgenes, ya que no tienen en cuenta los errores de medición. El uso como fuente de datos de los suplementos del Current Population Survey (CPS) de marzo del CPS, que considera los salarios como ganancias anuales declaradas divididas por horas anuales declaradas, contiene considerables errores de medición (ver Lemieux, 2006).

7. Groshen (1991).

que le contrataba.<sup>8</sup> De hecho, sus hallazgos parecen apuntar claramente que las suposiciones iniciales de Dunlop eran acertadas, ya que trabajadores con un mismo nivel de especialización cobraban sueldos diferentes.

Existe otro motivo, aparte de la especialización, para la variación de salarios que se ha observado. Las empresas cuyas condiciones de trabajo son duras tienen que ofrecer salarios más elevados para atraer a los trabajadores. Hace poco, uno de nosotros coincidió con un ingeniero de minas que trabajaba en una mina de zinc en Alaska, en el círculo polar ártico. No le gustaban los turnos de dos semanas que le apartaban de su mujer y su hija recién nacida en Spokane, durante los cuales vivía en una ciudad dormitorio. Tampoco le gustaba el invierno. Pero le explicó que los elevados sueldos que pagaban en la mina hacían que el trabajo valiera la pena (también mencionó que, trabajando de ingeniero de minas, cualquier otro trabajo que hubiera podido obtener también le hubiera obligado a irse a algún lugar remoto donde las condiciones hubieran sido prácticamente las mismas).

Por lo tanto, las variaciones del nivel de especialización y de las condiciones laborales son, por descontado, responsables de algunas de las variaciones de los salarios que hemos visto, pero no constituyen la única explicación. William Dickens y Lawrence Katz han demostrado que existe una estrecha relación entre los salarios de diferentes industrias y la ocupación. Así, por ejemplo, las industrias que pagan mejor a los directivos también pagan, en general, mejor a las secretarías. De modo análogo, un estudio de Alan Krueger y Lawrence Summers demuestra que cuando los trabajadores pasan de una industria que ofrece un salario mayor a una industria que ofrece un salario menor suelen aceptar un recorte salarial, aunque cuando es al revés, obtienen un aumento.<sup>9</sup> También demostraron que los trabajado-

8. Se trataba de la explicación sobre la variación de la media, no el control de la ocupación (ver Groshen, 1991, pág. 874).

9. Dickens y Katz (1987) y Krueger y Summers (1988). Más tarde, Summers fue secretario del Tesoro y rector de la Universidad de Harvard. Actualmente es uno de los principales asesores del presidente Obama. Este estudio constituye una demostración sobre

res suelen preferir trabajar en industrias que ofrecen salarios superiores y que es menos probable que abandonen estos trabajos voluntariamente. Por lo tanto, el índice de cambio de empleo suele ser superior en las industrias con salarios inferiores que en las que tienen salarios superiores. Esto indica que la diferencia de salarios de las industrias con sueldos superiores es mayor que lo que se precisa para atraer trabajadores.

### La gente no suele dejar el trabajo durante una recesión

Podemos comprobar la misma conducta cuando observamos los cambios de empleo, no entre diferentes empresas o industrias, sino a lo largo del tiempo. Al parecer, los trabajadores de Krueger y Summers que cobran sueldos elevados por su trabajo son conscientes de que son afortunados y es menos probable que lo abandonen que los trabajadores que tienen sueldos más bajos.

Se observa un comportamiento similar durante el transcurso de las actividades empresariales. La teoría de los salarios eficientes con relación al desempleo considera que los índices elevados de desempleo se deben a la amplia brecha que existe entre los sueldos que pagan las empresas y los sueldos cuya oferta y demanda por un trabajo son iguales. Por consiguiente, cuando el desempleo es elevado, la oferta de trabajo excede ampliamente la demanda del mismo. Cuando el desempleo es bajo, existe solo una pequeña diferencia entre el número de personas que desean encontrar trabajo y los que lo tienen. Por lo tanto, es previsible que cuando el desempleo es elevado, pocas personas dejan el trabajo, ya que los que tienen un empleo se consideran afortunados.

---

la calidad de su trabajo como economista. Conviene observar que estos estudios son sobre Estados Unidos durante un período en el que los sindicatos eran bastante débiles. Por lo tanto, es poco probable que sean el factor principal subyacente en estas diferencias salariales. En cambio, las diferencias salariales de Dunlop podrían haber sido el resultado de diferenciales sindicales. Cole y Ohanian (2004) explican el papel de los sindicatos en la determinación de salarios durante la Gran Depresión de los treinta.

En realidad, las estadísticas demuestran esta relación con exactitud y contundencia. El mundo de la economía está lleno de todo tipo de relaciones poco sólidas. El funcionamiento de los mejores modelos económicos de renta o empleo solo va algo mejor que la predicción superficial de que la renta de mañana es la renta de hoy con un pequeño ajuste de la tendencia (la renta es un «paseo al azar» con tendencia). Ya hemos visto que la educación y la experiencia no explican la variación de los salarios. En cambio, cuando el índice de desempleo sube, los abandonos del trabajo bajan invariablemente.<sup>10</sup> En realidad, la relación entre los abandonos del trabajo y el desempleo explica las tres cuartas partes de la variación. Cuando el desempleo sube 1 punto de porcentaje, el índice mensual de abandonos de empleo por cada 100 empleados baja un 1,26.<sup>11</sup>

Estos cambios del índice de abandono de empleo sugieren que el desempleo está causado precisamente por el exceso de los sueldos en el equilibrio de mercado. Por supuesto, esto corresponde exactamente a las predicciones de la teoría de los salarios eficientes. Con esta perspectiva, cuando el desempleo sube, la diferencia entre la oferta y la demanda de trabajo aumenta. Los trabajadores que tienen empleos con salarios consolidados se dan cuenta de que son afortunados, ya que pueden ver cómo les iría en otro sitio y por lo tanto son reacios a dejar su trabajo.

### Por qué los empleadores pagan más de lo necesario

Existen dos versiones principales sobre la teoría de los sueldos eficientes. La teoría del desempleo de Carl Shapiro y Joseph Stiglitz se basa en la observación de que las empresas no pueden controlar por comple-

---

10. Para más datos sobre el comportamiento anticíclico del abandono del empleo, ver Akerlof *et al.* (1988).

11. *Ibíd.*, pág. 532.

to a sus trabajadores,<sup>12</sup> lo que les permite decidir entre trabajar u holgazanear. Si trabajan poco, corren un riesgo, ya que si les pillan, les despedirán. Shapiro y Stiglitz han comprendido que las economías cuyos trabajadores se enfrentan a esta opción obtendrán un equilibrio del desempleo. ¿Por qué? Si no existiera el desempleo y todas las empresas pagaran los mismos sueldos, los trabajadores carecerían de estímulos para esforzarse. Si no hubiera desempleo, un trabajador no tendría nada que perder si le despidieran por trabajar poco. Bastaría, en sentido figurado, con que «cruzara la calle» para conseguir un trabajo igual al que tenía. Por este motivo, los empleadores deben proporcionar a sus trabajadores algún elemento extra para alejarles de la holgazanería. Según Shapiro y Stiglitz, este incentivo extra se manifiesta en forma de pagas extra, por encima de las cuales la oferta de trabajo es exactamente igual a la demanda del mismo, con la que cada trabajador podría obtener un empleo inmediatamente. Si todas las empresas ofrecieran pagas extras, como lo harían en caso de equilibrio, existiría desempleo.

Esta versión de la teoría de los sueldos eficientes es la más popular entre los economistas. Tal como la presentan Shapiro y Stiglitz, es matemáticamente adecuada. Ni la empresa ni los trabajadores tienen otra motivación que el frío cálculo económico que los economistas creen que constituye la base de todos los comportamientos económicos. Por culpa en gran parte de este motivo, este modelo también encaja con lo que los estudiantes de economía, especialmente los licenciados, aprenden fuera del aula de macroeconomía. Este modelo proporciona una gran lección, como ambos autores de este libro saben por experiencia. Los estudiantes y el profesor terminan la clase completamente satisfechos. Los estudiantes tienen la satisfacción de que los métodos matemáticos que están aprendiendo con tanto esfuerzo en los demás cursos permiten explicar con eficacia el problema social real y acuciante. Explican por qué existe el desempleo.

12. Shapiro y Stiglitz (1984) y también Stoft (1982), Foster y Wan (1984), y Bowles (1985).

Este modelo de Shapiro y Stiglitz es de nuestro agrado, ya que contiene cierta veracidad. Después de todo, cuando el desempleo cae, el absentismo (que es una forma de holgazanería) sube.

Pero quien se atreva a montar en el lomo de un tigre terminará mal. El atractivo de esta explicación sobre el desempleo, su dependencia exclusiva de una fría motivación económica, constituye también su talón de Aquiles. ¿Por qué? Porque los economistas que se creen más listos que Shapiro y Stiglitz han expuesto que si a los trabajadores solo les importa el dinero y lo duro que sea el trabajo, los empleadores pueden crear esquemas de incentivos que aún les resulten más beneficiosos a ellos mismos y que no produzcan excesos salariales en el equilibrio del mercado. Por ejemplo, Edward Lazear, que sucedió a Stiglitz en la presidencia del Consejo de Asesores Económicos, ha señalado que los derechos de antigüedad proporcionan un incentivo opcional para mantener a los trabajadores alejados de la holgazanería.<sup>13</sup> Si se sorprende a un trabajador haciendo el haragán y debido a ello tiene que buscarse un nuevo trabajo, perderá todas las prerrogativas que hubiera ganado por haber trabajado durante un tiempo prolongado en la misma empresa. Quizá esto tenga más importancia para los trabajadores especializados que tendrán más que perder, ya que si los despidieran perderían su buena reputación. Los beneficios que hubieran obtenido derivados del trabajo duro en el instituto y la universidad, sin contar el dinero invertido en sus estudios, peligrarían. Por lo tanto, aunque la versión de Shapiro y Stiglitz sea popular entre los economistas debido a que sostiene que los trabajadores y el trabajo solo tienen motivaciones económicas, eso es motivo para que muchos macroeconomistas recelen de ella.

Esto nos conduce a nuestra teoría favorita que relaciona el porqué las empresas pagan sueldos tan elevados con la generación de desempleo. El ejemplo anterior sobre la relación entre el empleador y el empleado, en la que el trabajador solo trabaja por el salario y por este motivo trabajará lo menos posible, nos parece demasiado simple bajo la perspectiva de la rela-

13. Lazear y Moore (1984).

ción empleado-empendedor. Por descontado, nuestro punto de vista asume que a los empleados les importa su salario y también que hay épocas durante las cuales un empleado prefiere haraganear a trabajar. Pero también somos conscientes de que los trabajadores tienen una relación compleja con sus empleadores, en muchos casos una relación de amor-odio, ya que desean que los empleadores les paguen más y tengan una buena opinión de su trabajo, aunque al mismo tiempo poseen cierto sentido del deber que les obliga a trabajar. Este sentido del deber se puede modelar siempre que perciban que sus empleadores les tratan con equidad. Por una parte, si creen que los tratan con poca equidad, su sentido del deber será nulo y trabajarán lo mínimo para cubrir el expediente. Y lo que es peor, si están resentidos pueden llegar a sabotear la actividad. Por otra parte, si notan que los tratan bien (y su sueldo es la constatación definitiva de este trato), cumplirán con los objetivos de sus empleadores.

De acuerdo con las tablas del Estudio Social General, una gran mayoría de trabajadores son fieles a sus empresas, comparten sus valores, están orgullosos de trabajar en ellas y se sienten satisfechos con su trabajo.<sup>14</sup> En este caso, el salario no es un mero incentivo, sino que es el símbolo del intercambio que se establece entre el empleador y el empleado.<sup>15</sup> El trabaja-

14. Akerlof y Kranton (2005, pág. 22).

15. Katz (1986), Blinder y Choi (1990), y Uchitelle (2006) describen la complejidad de las relaciones emocionales entre los empleados y sus empleadores. La importancia de la reciprocidad se ha puesto de manifiesto a través de varios experimentos. McCabe *et al.* (2003) en un juego experimental sobre la confianza, demuestran que la gente desea dar alguna cosa a un desconocido anónimo e invisible con la esperanza de que el desconocido haga una elección recíproca inteligente. Blinder y Choi han encontrado pruebas sólidas a favor de las consideraciones morales de pagar sueldos elevados, así como pruebas compuestas a favor de sueldos eficientes como dispositivo para mantener la disciplina laboral. Bewley (1999) llega a la conclusión de que la moral es un motivo importante para fallar cuando se realizan recortes salariales. Campbell y Kamalani (1997) informan de que la moral es el motivo principal para no efectuar recortes salariales, aunque también les preocupa el riesgo de abandonos del puesto laboral de los me-

dor puede escoger entre trabajar o hacer el holgazán según el coste que esto le suponga. Pero esta decisión también se basa en si cree o no que se le tratan bien.<sup>16</sup> Por consiguiente, los empleadores tienen un excelente motivo para pagar un buen sueldo. Una retribución adecuada será lo suficientemente elevada como para provocar desempleo. Cuanto mejores sean las oportunidades externas o menor el índice de desempleo, más elevadas serán las retribuciones eficientes que los trabajadores creen que sus empleadores deben pagarles.

Por descontado, la mayoría de empresas dan trabajo a muchos empleados y, por consiguiente, la interacción entre un trabajador y su empleador es muy compleja. Los empleados forman grupos de trabajo y grupos sociales que interaccionan entre sí y se combinan de diferentes maneras. Pero estas complejas interacciones entre los trabajadores, así como entre un trabajador y su empleador, restringen en mayor medida si cabe la libertad del empleador para establecer sueldos, de modo que se puede limitar a sentarse en su despacho a esperar que alguien entre por la puerta para pedirle un empleo. Cuando se trata de decidir sobre salarios, el empleador deberá tener siempre en cuenta los efectos que estos salarios tienen sobre la fuerza laboral efectiva.<sup>17</sup> Los salarios demasiado bajos y los que se hayan distribuido con poca equidad siguiendo jerarquías laborales, debilitan la predisposición de los empleados a considerar que el trabajo que realizan en la empresa constituye una responsabilidad personal.

jores trabajadores. Fang y Moscarini (2002) argumentan que la inquietud de tipo moral que sienten las empresas fomenta una política de no diferenciación y compresión salarial donde la paga no está relacionada con el rendimiento.

16. Akerlof y Yelien (1990) y Levine (1991).

17. Las teorías sobre desempleo que subrayan el papel que representan los trabajadores que ya había contratado la empresa, se denominan teorías de insiders-outsiders (trabajadores que forman parte de la plantilla de la empresa-trabajadores que son contratados solo eventualmente). Assar Lindbeck y Dennis Snower (1988) las desarrollaron por primera vez y Olivier Blanchard y Lawrence Summers (1987) las han utilizado para explicar el elevado desempleo continuado que se produce en Europa.

Este punto de vista sobre el mercado laboral es a la vez más sencillo y más complicado que los razonamientos tradicionales de la economía. Es más complicado debido a que atribuye a los empleados motivos más realistas que los del modelo económico estricto, aunque es más sencillo porque creemos que permite representar al salario como algo que depende, como mínimo en parte, de lo que los trabajadores consideran que sería justo, estando dichos salarios justos casi siempre por encima del salario de equilibrio del mercado. También cambian con lentitud. Se trata de una explicación sobre el desempleo que al parecer acierta con su punto ideal, ya que es sencilla, realista y encaja con los hechos. En concreto, explica con facilidad y naturalidad por qué aumenta el abandono del trabajo cuando desciende el desempleo.

Se trata de un componente fundamental de la economía. Si el trabajo es lo que le importa realmente a la gente, la teoría de la macroeconomía debería comenzar explicando la razón de la permanente escasez de puestos de trabajo. Esta teoría lo explica con toda exactitud.

## 9

## ¿Por qué a largo plazo se produce un equilibrio entre la inflación y el desempleo?

**Y**a hemos visto que los espíritus animales son necesarios para comprender por qué la economía fluctúa tanto, de qué modo la Reserva Federal controla la economía (en caso de que lo haga) y por qué existe el desempleo involuntario.<sup>1</sup> En este capítulo figura un ejemplo adicional en el que la presencia de los espíritus animales y, en particular, la interacción entre la ilusión monetaria y la equidad constituyen la diferencia.

En el capítulo 4, que trata sobre la ilusión monetaria, se expone el modo en que Milton Friedman socavó uno de los principios esenciales de la macroeconomía que existía en su época. Los macroeconomistas anteriores habían creído que, en tiempos normales, para que los bancos nacionales facilitaran más empleo y beneficios, bastaba con que estuvieran dispuestos a permitir un incre-

1. La mayor parte de este capítulo se basa en el trabajo conjunto de Akerlof, William Dickens y George Perry (Akerlof *et al.* 1996, 2000; Akerlof y Dickens 2007). Ver además Schuitze (1959), Tobin (1972) y Palley (1994).

mento de la inflación. En cambio, Friedman mantenía que solo existía un nivel sostenible de desempleo, que denominó *tasa natural*, que no conducía ni a una inflación acelerada ni a una deflación desacelerada. Esta teoría hoy forma parte de los conocimientos convencionales de los economistas. Una gran mayoría la aceptan, aunque, como veremos, nosotros no creemos que sea indiscutible. Además, ha sido la justificación de una política económica muy insensata.

### La inflación responde al desempleo

Retrospectivamente, durante las décadas de 1950 y 1960, antes de la escalada de la guerra del Vietnam, las cosas eran más sencillas. En el ámbito de la economía, el equivalente de *Leave It to Beaver* (Las travesuras de Beaver) era el libro de Paul Samuelson titulado *Economía*.<sup>2</sup> Samuelson era, con gran diferencia, el principal economista de su época. No solo era el autor del libro más famoso, sino también el profesor universitario de más prestigio y el *poder en la sombra* de la política económica de la administración Kennedy. Opinaba que la ciencia económica había resuelto los grandes problemas de la recesión y la depresión y que una política monetaria puede resultar ineficaz para salir de una crisis cuando ésta es verdaderamente grave, pero que una política fiscal puede sacarnos de casi cualquier problema. Y, a modo de dividendo añadido, tanto la política monetaria como la fiscal también se pueden concordar para gestionar permanente una tasa de desempleo baja y una producción elevada. El desempleo bajo tenía un coste que valía la pena pagar hasta cierto punto. El empleo se debía incrementar hasta que su coste, en términos de inflación añadida, consiguiera equilibrar los beneficios. El equilibrio entre la inflación y el desempleo (la curva de Phillips) señalaba que la escalada de la inflación hasta niveles elevados solo se producía con niveles muy bajos de desempleo, lo cual significaba que la tasa de empleo podía ser elevada constantemente.

2. Samuelson (2006 [1948]).

Estas opiniones fueron recusadas en su momento, especialmente por Milton Friedman, que opinaba que se basaban en un enfoque de la curva de Phillips deformado por la ilusión monetaria. Según Friedman, en una curva apropiada de Phillips, los salarios variarían según el índice previsto de inflación. En un nivel determinado de desempleo, tanto si esperaba el empleador como los empleados que se produjera una inflación del 3%, por ejemplo, en lugar de cero, el incremento de los salarios sería exactamente un 3% más. Una curva de Phillips que incorpore esta reacción de la inflación frente a las previsiones no proporciona un equilibrio a largo plazo entre el nivel de inflación y el nivel de desempleo. Un desempleo inferior a la tasa natural no produce una inflación constante, sino una inflación acelerada. El desempleo por encima de la tasa natural produce una aceleración de la deflación.

### Las cosas fueron demasiado lejos

Friedman y Samuelson eran rivales. Aunque Samuelson reconocía que Friedman solía tener razón, creía que llevaba las cosas demasiado lejos. Le parecía que Friedman era como un niño que había aprendido a pronunciar la palabra *banana* y no podía parar de decirla. En cuanto al papel que representaban las previsiones inflacionarias, Friedman tenía razón en parte, por descontado. Es de puro sentido común, especialmente cuando la inflación es muy elevada, que tanto las negociaciones salariales como la determinación de los precios incluyan previsiones inflacionarias. Estaba enseñando a la gente a pronunciar la palabra *banana*.

Pero Samuelson también tenía razón, puesto que Friedman no sabía cuándo tenía que parar. En el caso de ausencia absoluta de ilusión monetaria, la teoría de la tasa natural encajaba. Pero igual que creemos que es una ingenuidad pensar que las negociaciones salariales y el establecimiento de precios no tienen en cuenta las previsiones inflacionarias, creemos también que lo es dar por sentado que la ilusión monetaria no existe en absoluto. Nos parece irreal que no exista una falsa ilusión por el dinero en

algún rincón remoto de la economía. Y si existe, ¿esta ilusión no producirá un equilibrio a largo plazo entre la inflación y el desempleo, aunque sea menor? Este es el tema de este capítulo.

### La ilusión monetaria afecta a los salarios

La teoría de la tasa natural resulta atractiva por su generalidad. Consta de una sola premisa clave: que la gente no siente ninguna falsa ilusión por el dinero. En apariencia, esta deducción parece muy razonable, sobre todo si no meditamos en profundidad sobre ella. Pero no hace falta buscar mucho para encontrar un ejemplo claro sobre la ilusión monetaria y, por consiguiente, un claro incumplimiento de la premisa supuestamente universal, básica y fundamental de la teoría de la tasa natural. La gente opina que los recortes salariales no son justos y, por lo tanto, los sueldos son rígidos a la baja.

Todos tenemos nuestro propio ejemplo sobre la resistencia a los recortes salariales que la vida real nos hace experimentar personalmente, aunque también existen pruebas que se basan en las estadísticas. La rigidez a la baja de los salarios se puede deducir fácilmente de los datos sobre las variaciones de los salarios. Lo único que debe hacerse es buscar la frecuencia con que se producen las variaciones salariales de diferente magnitud. Supongamos que hemos comprobado que las variaciones salariales se concentran exactamente en cero y se producen muchas más variaciones salariales por encima que por debajo de cero. Entonces podríamos extraer la conclusión de que los empleadores siempre se lo piensan dos veces cuando aplican recortes salariales a sus empleados, y esto es exactamente lo que encontramos. Se han realizado numerosos análisis minuciosos que documentan esta problemática en Australia, Canadá, Alemania, Japón, México, Nueva Zelanda, Suiza, Estados Unidos y el Reino Unido.<sup>3</sup> Los acuer-

3. Card y Hyslop (1997) y Kahn (1997).

dos sindicales salariales no suelen contener recortes. En Estados Unidos (excepto durante la recesión de 1982), los sindicatos han aceptado recortes salariales en escasas ocasiones. Algunos datos sobre Canadá resultan especialmente impactantes, ya que durante la grave recesión de 1992-1994, la inflación cayó en ese país un 1,2% y el desempleo aumentó una media del 11,0%. No obstante, el 47% de los acuerdos sindicales sin ajuste de inflación experimentaron una congelación salarial durante el primer año y solo el 5,7% sufrió recortes salariales.<sup>4</sup>

Truman Bewley de la Universidad de Yale ha proporcionado pruebas cualitativas sobre la inflexibilidad de la cuantía de los salarios. Llevó a cabo un estudio intensivo en Nueva Inglaterra basado en encuestas sobre el proceso de establecimiento de salarios.<sup>5</sup> Quería saber por qué el importe de los salarios no disminuyó durante la recesión de 1991-1992 que se produjo en Nueva Inglaterra. Con el elevado índice de desempleo de la época, se hubiera podido reemplazar con facilidad y rapidez a cualquier trabajador que hubiera dejado su puesto de trabajo como reacción ante un recorte salarial. Pero Bewley descubrió que durante la recesión los empleadores se resistían a disminuir los salarios, ya que pensaban que sus trabajadores considerarían que los recortes salariales no eran justos, lo cual reduciría el compromiso que sentían por su puesto de trabajo. Además, cuando la economía se hubiera recuperado, seguirían estando molestos y, por tanto, aun dispuestos a irse. Bewley encontró que varias empresas habían aplicado recortes salariales, pero solo después de haber sufrido una considerable y desesperante retahíla de pérdidas.<sup>6</sup> En estos pocos casos, los trabajadores habían aceptado los recortes salariales por considerarlos justos, ya que constituían el último y necesario recurso que podría salvar sus puestos de trabajo.<sup>7</sup>

4. Fortin (1995, 1996).

5. Bewley (1999). Bewley realizó 334 entrevistas, algunas de ellas a más de un entrevistado.

6. *Ibíd.*, págs. 535-554.

7. Las empresas suelen igualar los salarios y pagan el mismo sueldo a todos los trabajadores de la misma categoría laboral, aunque algunos sean notoriamente más producti-

En vistas a estas pruebas irrefutables, los macroeconomistas han aceptado, aunque a menudo con reservas, que quizá sí que existe el concepto de *rigidez* de la cuantía de los salarios, aunque en su mayoría también lo han considerado un factor demasiado modesto como para que tenga una influencia considerable sobre los resultados de la teoría de la tasa natural. Uno de nosotros, Akerlof, en colaboración con William Dickens y George Perry, ha analizado las dimensiones que podrían tener sus repercusiones. Realizaron simulacros utilizando parámetros realistas sobre la repercusión sobre el desempleo de pasar de una inflación del 2% a 0. En los simulacros utilizados, una reducción permanente de la inflación del 2% a 0 aumenta de modo permanente el índice de desempleo un 1,5%.<sup>8</sup> Se han obtenido resultados bastante similares a partir de estimaciones econométricas y mediante cientos de simulacros cuyos parámetros se habían escogido al azar dentro de un margen razonable.

Un cálculo por encima nos muestra por qué se obtenían unos resultados tan consistentes. Si los trabajadores se oponen a los recortes salariales, cuando la inflación sea menor su sueldo será más elevado (mientras el desempleo siga siendo el mismo). En los simulacros que hemos realizado, serían, aproximadamente, un 0,75% mayores si la inflación fuera 0 en vez del 2%. Se obtuvieron resultados similares utilizando otros métodos de cálculo.<sup>9</sup> La repercusión del 0,75% sobre los salarios se convertiría en un incre-

---

vos que otros. Esto parece desafiar la lógica de la economía. ¿Por qué no se recompensa a los trabajadores que son más productivos? Sin embargo, muchas empresas suscriben estrictamente las políticas de igualdad de salarios. No pagan sueldos más elevados a los trabajadores más productivos solo porque creen que hacerlo sería injusto, sino debido a su percepción de un «peligro moral»: una pérdida de confianza potencial entre los trabajadores de salarios inferiores, el deterioro de su autoestima y, por lo tanto, su compromiso hacia su empleador (Fang y Moscarini, 2002).

8. Akerlof *et al.* (1996, pág. 31).

9. Este valor del truncamiento de salarios entre 0 y el 2% es una convención aproximada de cálculos de truncamiento de salarios procedente de la asimetría de la distribución de la variación salarial de Card y Hyslop (1997). Obtienen valores inferiores para el truncamiento, pero ello se puede prever porque también están buscando en niveles de inflación superiores, en los que el truncamiento sería mucho menor.

mento del desempleo de 1,5 puntos porcentual. ¿Cómo lo podemos saber? Existe una regla general, derivada de la estimación de las curvas de Phillips, en la que se precisa un incremento de 2 puntos porcentuales del desempleo para que la inflación disminuya un 1%. Por consiguiente, para neutralizar el incremento del coste del 0,75% de las empresas, el desempleo debería aumentar 1,5 puntos porcentuales.<sup>10</sup>

## El largo plazo

Si es correcta, la teoría de la tasa natural tiene grandes consecuencias sobre la política monetaria, ya que los objetivos inflacionarios muy bajos presentan pocas pérdidas. Se puede obtener la estabilidad de los precios a largo plazo, con un objetivo de inflación igual a cero, sin que se produzcan consecuencias permanentes graves. En general, durante un largo período el desempleo no estará afectado por la elección del objetivo inflacionario.

Por otra parte, si la teoría de la tasa natural no es cierta, ya que existe un equilibrio a largo plazo entre la inflación y el desempleo, un objetivo inflacionario igual a cero constituye una política económica deficiente. El incremento calculado de la tasa de desempleo del 1,5% supondría una diferencia considerable. En términos humanos, en Estados Unidos este incremento dejaría sin empleo a 2,3 millones de personas, más que la totalidad de los hombres, mujeres y niños que habitan las ciudades de Boston, Detroit y San Francisco juntas, y supondría una pérdida del PIB de más de 400.000 millones de dólares al año.<sup>11</sup>

---

10. Esta argumentación figura precisamente, con las ecuaciones subyacentes que se muestran, en Akerlof *et al.* (1996, 2000) y Akerlof y Dickens (2007).

11. Esta cifra se ha obtenido mediante el uso de la ley de Okun, que establece que para cada incremento de un punto porcentual del desempleo, se produce una disminución del rendimiento del 2%.

## El importe de los salarios a modo de cuento

Estos simulacros y cálculos no son lo único que hacen que la rigidez salarial constituya una caja de Pandora para los defensores de la teoría de la tasa natural, que se basan en un argumento preexistente, casi filosófico, de que la gente no siente ninguna ilusión monetaria. Este argumento podría parecer más sólido si no fuera tan fácil presentar el ejemplo opuesto de la rigidez de la cuantía de los salarios. Como indican las encuestas de Bewley, la rigidez salarial se produce fundamentalmente porque los trabajadores, y también sus empleadores, consideran que los recortes salariales son injustos. Si la ilusión monetaria tiene en cuenta consideraciones sobre una forma de justicia (los empleadores no deberían efectuar recortes salariales), no debería resultar sorprendente que también se tengan en cuenta otras formas.

Uno de nosotros, Shiller, ha llevado a cabo estudios a través de encuestas sobre las diferentes opiniones sobre la inflación que tienen los economistas y el público en general. Ambos grupos contestaron a las preguntas que se les plantearon sobre la inflación de modo muy diferente. Cuatro de las preguntas principales que se planteaban en la encuesta explican claramente sus marcadas diferencias.

Como hemos expuesto, todas las respuestas que dieron los economistas se pueden explicar fácilmente mediante la teoría de la tasa natural, con la premisa añadida de que la inflación ha sido generada por un banco central que incrementa a un ritmo constante el suministro de dinero. En este caso, la inflación tendrá poco efecto sobre la economía y, por tanto, sobre el poder de adquisición de los salarios. Así, solo el 12% de los economistas, contra el 77% del público, opinan que la mayor queja que tienen contra la inflación es que los empobrece. Los economistas suscriben con firmeza el concepto de que «la competencia entre los empleadores haría que mi salario experimentara un aumento. Podría obtener ofertas externas de otros empleadores y, por tanto, mi empleador tendría que subirme el sueldo para retenerme». Un 60% de los economistas, contra solo un 11% del público, opinan que eso describe «el modo en que la inflación general que afecta a los sueldos y a los salarios está relacionada con [mi situación personal]».

Los economistas y el público general también discrepan mucho en cuanto a sus inquietudes sobre la inflación. Solo el 20% de los economistas, en comparación con el 86% del público general, admite la siguiente afirmación: «Cuando veo las predicciones sobre cuántas veces más costará la educación universitaria o cuál será el coste de la vida durante las próximas décadas, tengo una sensación de inquietud, ya que las previsiones inflacionarias hacen que me preocupe mucho el que mis ingresos futuros no aumenten en la misma proporción». El público general y los economistas también reaccionan de manera muy diferente ante la afirmación: «Si me aumentan el sueldo estaré más contento con mi trabajo y me sentiré más realizado aunque los precios aumenten igual». Un rotundo 90% de los economistas, en comparación con un 41% del público, no está de acuerdo con esta afirmación.<sup>12</sup>

Mientras que las reacciones de los economistas se pueden explicar en términos de la teoría de la tasa natural, la reacción del público parece tener una explicación más fácil y sencilla, puesto que opinan que los aumentos salariales se producen porque su jefe desea recompensarles. No comprenden que los aumentos de sus sueldos reflejan, por lo menos parcialmente, la transferencia que se produce a causa de la inflación. Esto explica fácilmente que crean que la inflación les empobrecerá, que no crean que la competitividad o el sentido de la justicia de su jefe causarán un ajuste de la inflación, que les preocupe cómo podrán pagar la futura educación de sus hijos y también que estén satisfechos si los aumentos salariales sirvan para mantener a raya la inflación.

## Un motivo adicional para el equilibrio

Para corroborar que los trabajadores experimentan la ilusión monetaria, vamos a analizar la relación que existe entre las variaciones de la inflación y el

12. Shiller (1997a).

desempleo a lo largo del tiempo. Esta comprobación sugiere que hay otro motivo (además de la animadversión a los recortes salariales) para que se produzca un equilibrio entre la inflación y el desempleo. Si para contener la inflación, los trabajadores creen que deberían obtener una compensación extrasalarial, entonces los empleadores, ante niveles superiores de inflación, deberían pagar menos, en términos de poder adquisitivo, a sus trabajadores para que siguiesen igual de satisfechos.<sup>13</sup> Con semejante repercusión favorable para los empleadores, las empresas podrían ahorrar en costes laborales. Si la inflación aumenta, el nivel sostenible de desempleo debería bajar.

Existen algunas pruebas de que las negociaciones salariales contienen esta ilusión monetaria con niveles bajos de inflación, pero a medida que aumenta la inflación, van tomando en consideración las previsiones inflacionarias.<sup>14</sup> Parece que cuando la inflación prevista se acerca a cero, no se añade a los aumentos salariales. Pero cuando la inflación es elevada, sus previsiones se suman en la misma proporción a los incrementos salariales.<sup>15</sup>

13. Ver Shafir *et al.* (1997) para un modelo formal con este efecto.

14. Una manera sencilla y natural que usa la gente para hacer previsiones inflacionarias es la media ponderada (más formalmente, como distribución diferida) de inflación pretérita. En este caso, la suma de las ponderaciones de la inflación pretérita en las estimaciones de la curva de Phillips indica el alcance que tiene la teoría del índice natural. Si la suma de los coeficientes es uno, mientras aumenta la previsión de inflación, los salarios aumentan exactamente en la misma cantidad. Si las ponderaciones son menores que uno, los salarios aumentarán menos que las previsiones inflacionarias. Sobre una excepción a esta argumentación, ver a Sargent (1971).

15. Cuando las curvas de Phillips se estiman respectivamente para períodos de inflación baja y alta en Estados Unidos, la suma de las ponderaciones de la inflación pretérita se aproxima a cero cuando la inflación es baja. La suma de las ponderaciones de la inflación pasada se aproxima a uno cuando la inflación es alta. Si las previsiones inflacionarias son una media ponderada de la inflación reciente, con un traspaso completo de las previsiones inflacionarias a salarios, se puede esperar que la suma de estas ponderaciones sea uno, mientras que sin traspaso, se puede esperar que sea cero (Akerlof *et al.* 2000; Brainard y Perry 2000). La diferencia entre las estimaciones de alta y baja inflación también se puede producir por motivos econométricos.

Esto es coherente con la idea de que, con una inflación baja, los empleados no creen que, para actuar con justicia, su empleador deba añadir un ajuste por la inflación. Pero cuando la inflación pasa a ser superior, sí creen que su empleador debería añadirlo.<sup>16</sup>

Deberíamos admitir que es difícil evaluar el modo en que las curvas de Phillips dependen de las previsiones inflacionarias. Pero la política económica se aplica en un entorno en el que se plantean dudas. Nuestro problema con la teoría de la tasa natural no es la propia teoría, pues creemos que ofrece una perspectiva correcta, ya que la determinación de salarios y precios estará afectada por las previsiones inflacionarias. Pero nos parece muy poco probable que estas previsiones inflacionarias afecten siempre, con exactitud e invariabilidad, a la determinación de salarios y precios en la misma proporción. Nuestros simulacros y estimaciones indican que, especialmente con una inflación baja, deberían contemplarse con mucho escepticismo.

Esto recuerda a uno de nosotros, Akerlof, lo que le pasó hace más de cuatro décadas, durante la primavera de 1964. Asistía a una clase en el MIT sobre teoría monetaria que impartía Paul Samuelson, quien les explicó que un miembro del Consejo de Asesores Económicos del presidente Dwight Eisenhower, Raymond Saulnier, había planteado lo siguiente: ¿sería posible alcanzar una tasa baja de desempleo a corto plazo con el coste de una inflación elevada? Pues mientras se producía la inflación, sus previsiones aumentarían, de modo que el mantenimiento de un nivel bajo de desempleo comportaría una inflación más elevada. Este argumento sonaba conocido, aunque quien lo contó en clase fuera Paul Samuelson, no Milton Friedman.

16. Los datos parecen demostrar que las variaciones salariales dependen más de la inflación retardada si ésta es alta. Pero debemos advertir al lector sobre las dificultades de la estimación de las curvas de Phillips. Podrían existir causas sistemáticas para que dichas estimaciones fueran erróneas. Pero estos motivos de error son difíciles, cuando no imposibles, de demostrar. Por ejemplo, la inflación retardada podría ser una representación estridente de las previsiones inflacionarias de baja inflación y no de alta inflación.

Pero el final de la explicación nos recuerda a Milton Friedman. Samuelson concluyó diciendo que, aunque se trataba de una idea interesante, quizá no revelaba cómo funcionan las cosas. Y si las autoridades monetarias y fiscales actuaban sobre ella y no era verdadera, el desempleo obtenido sería cada vez mayor. Pensaba en el desempleo extra, de dimensiones comparables a las poblaciones conjuntas de Boston, Detroit y San Francisco que hemos comentado antes. Hoy este razonamiento parece tan convincente como cuarenta años atrás.

Son varias las razones por las que la teoría de la tasa natural no funciona. La determinación de los salarios y los precios presupone todo tipo de consideraciones sobre la ilusión monetaria y la equidad. Estas consideraciones se oponen a las suposiciones de la teoría de la tasa natural. No deberíamos aceptarla sin espíritu crítico.

## En el norte

Solo tenemos que ir al norte, a Canadá, para encontrar los temores de Samuelson hechos realidad. Canadá es un ejemplo de que la negación del equilibrio entre la inflación y el desempleo no solo tenía importancia, sino que era primordial. Durante la década de 1990, la economía de Estados Unidos anduvo sobre ruedas, pero sus vecinos canadienses del norte estaban sufriendo la «Gran Depresión de Canadá», como la denominó el eminente economista canadiense Pierre Fortin.<sup>17</sup> En 1996, Fortin comparó esta depresión con la que había tenido lugar en los años treinta. Su medición de ambas recesiones se basó en la disminución acumulativa del punto máximo de la fracción de la población empleada en edad laboral. En 1996, la economía ya había sufrido el 30% de la disminución acumulativa que se había producido durante la Gran Depresión.<sup>18</sup> En 1996, Fortin declaró que la Gran Depresión

17. Fortin (1996).

18. *Ibíd.*, pág. 761.

había sido peor, ya que había sido más profunda y había durado más. Entonces no sabía que la economía precisaría cuatro años más para recuperarse.

Según Fortin, ¿cuál era la causa? Elaboró una larga lista de todas las posibles causas de la recesión, como la política empresarial y fiscal, los salarios mínimos y las políticas monetarias restrictivas. Pronto las descartó, excepto una: la política monetaria restrictiva del Banco de Canadá. En 1987 los canadienses habían escogido al nuevo director del banco nacional, John Crow. Nacido en Londres, se había graduado en Oxford, había trabajado en el Fondo Monetario Internacional durante 12 años, y luego se le había destinado al departamento de investigación del Banco de Canadá. Entonces comenzó a ascender de cargo: adjunto principal del departamento de investigación, responsable del departamento de investigación, asesor del gobernador y, finalmente, gobernador. Cuando Crow asumió el cargo de gobernador, la inflación era del 4,8%. Utilizó su gestión en el banco para garantizar la estabilidad de los precios. Crow creía firmemente en la teoría de la tasa natural y en la capacidad del banco central para reducir la inflación y su empeño tuvo éxito. En 1993 la inflación cayó al 1,8%, pero a un precio enorme.<sup>19</sup> El desempleo alcanzó niveles que no se habían visto desde la Gran Depresión, con el 11,3% en 1992.<sup>20</sup>

No obstante, Crow estaba orgulloso de sus logros. A su parecer, los costes de disminuir la inflación eran transitorios, pero los beneficios, dado que las previsiones habían cambiado, serían duraderos. Crow defendía su política con tanta vehemencia que la prensa canadiense lo clasificó de «luchador» y «corrosivo».<sup>21</sup> En 1994 fue sustituido por Gordon Thiessen, quien, al contrario, era constantemente convencional. Pero, fiel a los principios que había aprendido en la misma agencia del Banco de Canadá que Crow, durante siete años más Thiessen persiguió los mismos objetivos de baja inflación del mandato anterior.

19. *Ib.* (1994).

20. Fortin (1996, pág. 765).

21. *Ib.* (1994).

Esta historia debería servir de advertencia. En la actualidad se confía demasiado en la teoría de la tasa natural. Durante el último cuarto de siglo, Estados Unidos ha seguido una política monetaria sensata que ha sabido equilibrar con precisión los dos objetivos de estabilidad de los precios y el pleno empleo. Pero nos atemoriza pensar que los futuros ideólogos del Consejo de la Reserva Federal puedan adoptar la teoría de la tasa natural como si fuera una alegoría de demostrada utilidad, y consideren un deber estabilizar la determinación de los precios con inflación cero con costes para conseguirla, a su parecer, no muy elevados. Bastaría con que esta teoría contara con un puñado de partidarios, lo cual está bien solo a medias, para conducirnos al «Gran Hundimiento Económico de Estados Unidos».

De hecho, nuestra inquietud sobre esta posibilidad futura fue una de las principales motivaciones que nos condujeron a escribir este libro. Si se llegara a producir esta toma del poder ideológica, cabe esperar que el mandato de la Reserva Federal y su consejo se parezcan más al de Crow que al de su sucesor, Thiessen. Esperemos que no sea constantemente convencional.

## 10

## ¿Por qué ahorrar para el futuro es tan arbitrario?

Cuando iniciamos un debate con los estudiantes de una de nuestras clases sobre cuánto creían que ahorrarían durante su vida, pudimos constatar que todas las decisiones importantes acerca del dinero que tenemos que guardar para el futuro están influenciadas por los espíritus animales.

Uno de nosotros, Shiller, les preguntó: «¿Por qué no ahorráis el 30% o más de vuestros ingresos?». Una pregunta sorprendente si se tiene en cuenta que en Estados Unidos la media que una persona ahorra es exactamente el 0% de sus ingresos personales. Sin embargo, la pregunta produce escasa reacción y los estudiantes piensan, en general, que este nivel de ahorro no supone un gran sacrificio. Observan que su consumo hubiera coincidido con su renta total si se hubieran graduado 15 o 20 años antes, ya que la renta real había crecido un 2% al año y les parece que la gente estaba igual de bien entonces que ahora.

Lo primordial es que en realidad a la mayoría no parece que le importe ahorrar poco o mucho. Esto deja un amplio margen para que en la determinación del nivel de ahorro intervengan los espíritus animales, cuando determinar el nivel de ahorro es algo fundamental para la economía. A corto plazo, un incremento exógeno del índice de ahorro deseado de solo un

par de puntos porcentuales podría ser suficiente para arrastrar la economía a la recesión, como parece que está sucediendo en la actual crisis financiera. A largo plazo podría constituir una gran diferencia en el nivel de riqueza acumulado. En este sentido, lo que se debe analizar para comprender nuestras fluctuaciones económicas y nuestras perspectivas de crecimiento es la influencia de los espíritus animales en el ahorro.

### **Consecuencias a largo plazo y el poder de los intereses compuestos**

Hay muchas maneras de hacerse rico: Inventar el fax. Conseguir ganar el casi monopolio del sistema operativo que contiene la mayoría de los ordenadores de todo el mundo. O comprar una mina de oro que acaba de detener su producción porque sus costes de funcionamiento eran demasiado elevados y luego esperar hasta que el precio del oro haya alcanzado los 1.000 dólares la onza. O ser el mejor cirujano del país. O ser abogado y ganar un gran caso. O heredar una fortuna. Algunas personas hacen y les pasan estas cosas. Pero para la mayoría de ellas, estas maneras de enriquecerse son simples golpes de suerte.

Sin embargo, en el pasado había una manera con la que casi todo el mundo se podía hacer medianamente rico y que consistía en ahorrar mucho dinero para invertirlo a largo plazo en el mercado bursátil, cuya tasa de rentabilidad después del ajuste de la inflación había sido del 7% anual.

Analicemos el programa de ahorro de Christina y David. Mientras son veinteañeros, cada uno puede ahorrar para el día de mañana unos 10.000 dólares al año durante 10 años, que invertirán en el mercado bursátil para cuando se jubilen. Aunque no ahorraran absolutamente nada durante el resto de su vida laboral, podrían disfrutar de una buena jubilación. Si el mercado bursátil funciona medianamente como ha hecho durante el siglo pasado, a los 65 años tendrían más de 3 millones de dólares. Por supuesto que si incrementaran sus ahorros a partir de los 30 años, llegarían a ser mucho más ricos.

Este experimento teórico con los ahorros de Christina y David contiene la clave de la economía del gran experto conservador Martin Feldstein, cuyo objetivo principal era lograr que todo el mundo, fueran personas o países, ahorrara más. Gracias a las maravillas del interés compuesto, incluso los sacrificios moderados representados por el incremento de los ahorros, especialmente durante la juventud, constituirían una gran diferencia a la hora de jubilarse.

De hecho, uno de nosotros es el beneficiario directo de la sabiduría de Feldstein. Durante los años setenta, cuando un profesor adjunto se incorporaba a trabajar en Harvard, la universidad comenzaba inmediatamente a contribuir a su fondo de pensiones. Sin embargo, estas cuentas no deven-gaban intereses hasta que su beneficiario no llenaba un impreso declarando el modo en que deseaba invertir el dinero. Se trataba de una gestión menor que se realizaba en menos de media hora, pero Feldstein observó que la gran mayoría de los profesores adjuntos rellenaban los formularios al cabo de cinco o seis años, cuando se iban de Harvard (los profesores adjuntos que obtenían la titularidad eran pocos). La esposa de Akerlof, Janet Yellen, fue profesora adjunta en Harvard durante la década de 1970. Como resultado del incremento de sus intereses durante estos años y gracias a que siguió las recomendaciones de Feldstein, hoy en día dispone de 15.000 dólares extra. No es un mal resultado por haber realizado una tarea que le ocupó solo media hora y constituye, asimismo, un ejemplo del poder que tiene el interés compuesto.

Pero cuando hablamos del poder del interés compuesto con nuestros estudiantes, sus ojos delatan incredulidad. Comprenden que podrán tener una jubilación mejor, pero les cuesta imaginar la diferencia que puede suponer. Son incapaces de tener una opinión sobre sí mismos durante la tercera edad que les permita saber lo que desearán gastar entonces.

Si consiguen ahorrar una cantidad sustanciosa, sus nietos podrán heredar una fortuna, pero se preguntan qué podrán hacer con ese dinero en el futuro. Esa fortuna, ¿supondrá una gran oportunidad para sus nietos o bien los echará a perder y les dejará sin objetivos? Sus nietos, ¿los considerarán unos héroes o ni siquiera se acordarán de ellos?

Al parecer, nuestros estudiantes nunca se han parado a pensar sobre las posibilidades a largo plazo que ha creado el interés compuesto para ellos y cuando les exponemos los hechos, son incapaces de entender la cuestión y dar una respuesta rotunda sobre la cantidad que ahorrarían. Es como si no pudieran determinar un significado claro a la finalidad definitiva del ahorro como previsión de futuro. En realidad, hacer participar a gente joven en estos debates demuestra lo absurdo que es intentar modelar su conducta mediante el equilibrio calculado de ganancias frente a sus gastos futuros, como dicen que hacen los teóricos de la economía.

Si les cuesta centrarse en estos costes y beneficios económicos fundamentales del ahorro, buscarán indicaciones en alguna otra parte sobre lo que deberían ahorrar: en sus propios espíritus animales. Estas indicaciones pueden estar ligadas a elementos de nuestra teoría sobre los espíritus animales, como la confianza, la credibilidad, diversos miedos e inquietudes y las historias que la gente cuenta sobre sus vidas actuales y futuras.

### **Papel del encuadre psicológico**

Por consiguiente, no debería resultar sorprendente que la tasa de ahorro sea muy variable según los países. En algunos de ellos, los ahorros netos constituyen una tercera parte de la renta nacional, mientras que en otros el ahorro neto es negativo. A comienzos de la década de 1980 en Estados Unidos, la tasa de ahorro individual era de un 10%, pero últimamente es negativa. Los expedientes sobre insolvencia de los consumidores han aumentado en este país mientras la tasa de ahorro disminuía, en aparente relación con la tasa de ahorro en disminución. Esta tasa de ahorro también varía según las personas y existen grandes diferencias individuales en las pensiones de los jubilados que se basan principalmente en las enormes diferencias de la tendencia al ahorro.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>. Venti y Wise (2000).

Esta variación del ahorro constituye un enigma para la actual teoría económica estándar sobre el ahorro. Según esta teoría, la gente compensa sus ahorros con su consumo para lograr un equilibrio exacto. En cada momento de su vida, pondera los beneficios de gastar un dólar extra con los beneficios de abstenerse de ese gasto. En este caso recibirán los beneficios extra previstos de unos intereses devengados por haber diferido el gasto de ese dinero. Veremos que esta teoría es útil en algunos contextos, ya que refleja ciertas las motivaciones reales que tiene el ahorro. Pero también veremos que no llega a explicar muchos hechos relacionados con el ahorro, ya que, en concreto, prescinde completamente del problema de la variabilidad. ¿Por qué el ahorro es tan sensible a pequeñas señales y cambios institucionales? Para comprenderlo deberemos añadir bastantes cosas a la teoría existente.

En nuestra opinión, el ahorro en parte es el resultado de las motivaciones económicas básicas y normales, ya que lo que la gente desea son unos ahorros para cuando se jubile. También desean dejar un legado a sus hijos, e incluso a su parroquia o a la universidad donde estudiaron. Pero la teoría estándar no explica con detalle la mayoría de los hechos que comporta el ahorro. Para comprender estas observaciones detalladas deberemos entender primero que los ahorros dependen de la historia que nos contamos sobre nuestra vida y nuestro futuro, es decir, el modo en que se enmarcan en ellos las decisiones que hemos tomado sobre el consumo y el ahorro. Este marco determina la forma en que la gente responde a la siguiente cuestión: «¿Debería ahorrar este dólar (euro, yuan o dinar) extra o debería gastarlo?». Nuestras historias y su contexto cambian continuamente, lo cual aporta un componente de espíritus animales a la decisión de ahorrar.

Este marco mental repercute en muchos ámbitos diferentes. Puede verse en los grandes almacenes, donde la gente paga con su tarjeta de crédito y sin querer efectúa compras que, de haberlo reflexionado más, no hubiera hecho o hubiera pospuesto. Igualmente, puede verse en los experimentos de economía que han sido especialmente diseñados para revelar el modo en que los cambios de mentalidad pueden afectar a lo que se ha decidido gastar o ahorrar. También puede apreciarse en las diferencias del

consumo en países diferentes, por ejemplo, entre Estados Unidos y China. También se pueden observar en la tendencia individual de la insolvencia en Estados Unidos, donde cada vez se considera menos un fracaso personal.<sup>2</sup>

Al parecer, la importancia de este marco de referencias tiene una explicación sencilla. A la gente le cuesta saber lo que tiene que ahorrar, ya que también le cuesta tener una percepción de sí misma en un futuro lejano y prever lo que necesitará o no consumir. Puede incluso pensar que estos conceptos ni siquiera son los adecuados teniendo en cuenta quiénes son ellos. Por tanto, son muy susceptibles a diferentes claves cuando toman sus decisiones sobre ahorro, unas claves que les indican lo que deberían consumir y lo que deberían gastar. Estas claves proceden del comportamiento y de los puntos de vista de los demás. Por ejemplo, estos comportamientos pueden indicar lo que cada persona debe gastar o ahorrar en su consideración de ciudadano americano o ciudadano chino. Se trata de claves que proceden de la percepción sobre el modo en que la gente de su edad y entorno debería pensar. Por ejemplo, en Estados Unidos se supone que el ahorro se destina principalmente a la jubilación y se mira con extrañeza que una persona joven ya piense en un futuro lejano. O bien las claves pueden ser más inmediatas, como, por ejemplo, por una parte, las tarjetas de crédito, que parecen decirnos, «¡Gasta, gasta!», o, por otra, las disposiciones por defecto de la contribución o la dotación de los planes de jubilación, que parecen ser recomendaciones sobre el importe que se aconseja ahorrar y el modo en que debe hacerse.

Este deslumbramiento que sufre la gente en sus decisiones sobre el ahorro, unido a su susceptibilidad a los indicios, constituye la causa de la variabilidad del ahorro. Resulta poco sorprendente que muchas recomen-

2. F. H. Buckley y Margaret Brinig (1998) señalan que la casi triplicación de las declaraciones de insolvencia personal entre 1980 y 1992 no coinciden con las épocas durante las cuales la ley sobre la insolvencia era más indulgente. Ofrecen pruebas de que el aumento de las declaraciones de insolvencia se pueden atribuir a cambios en las normas sociales, como los relativos al conservadurismo social, la aversión a romper compromisos y el sentido del desprestigio personal.

daciones (que se basan en la teoría estándar del ahorro, la cual, a su vez, se basa en los fundamentos de la economía y, por lo tanto, carece de opinión sobre estos indicios) muchas veces sean puramente erróneas.

Un experimento que llevaron a cabo los economistas Hersh Shefrin y Richard Thaler demuestra claramente esta tendencia a aferrarse desesperadamente a una esperanza. Preguntaron a los participantes en el experimento qué cantidad gastarían de una ganancia imprevista y única de 2.400 dólares en tres situaciones contextuales diferentes.

En la primera situación, el ingreso adicional era una prima laboral nueva que se cobraría a razón de 200 dólares al mes durante el año siguiente. El participante medio declaró que gastaría 100 dólares al mes, con un total de 1.200 dólares. En la segunda situación, se trataba de un ingreso adicional de 2.400 dólares que se recibía de una sola vez el mismo mes. El participante medio declaró que gastaría inmediatamente 400 dólares y luego 35 dólares al mes durante los 11 meses siguientes, de modo que solo gastaría un total de 785 dólares. En la tercera situación, se trataba de una herencia de 2.400 dólares que se debería colocar en una cuenta que devengaría intereses durante cinco años y al final de este período, el titular, además de los 2.400 dólares, recibiría los intereses devengados (de modo que el valor real de la herencia seguiría siendo de 2.400 dólares). La respuesta media de los participantes fue que no se gastaría la herencia ese año.<sup>3</sup>

Según la teoría económica racional, los participantes gastarían la misma parte de dinero extra en las tres situaciones. Shefrin y Thaler interpretaron que sus resultados confirmaban que la gente se comporta como si colocara diferentes tipos de ingresos o patrimonios en «cuentas mentales» separadas, que en este caso serían cuentas actuales de ingresos, activos e ingresos futuros, y que las contemplan desde un punto de vista psicológico muy diferente y gastan su contenido de manera también muy heterogé-

3. Shefrin y Thaler (1988). Existen pruebas basadas en datos sobre los hogares estadounidenses del *Consumer Expenditure Survey* que confirman que la procedencia del consumo de los hogares es de los dividendos y no de las ganancias de capital (Baker *et al.* 2006).

nea. La cantidad que desean gastar depende básicamente de cómo encuadran la cuestión: «¿Cuánto debería ahorrar?».

Si generalizamos a partir de estos resultados, está claro que el contexto y el punto de vista son cruciales para determinar el ahorro. De hecho, reflexionar sobre contextos mentales nos permite adivinar lo que piensan nuestros estudiantes y los profesores adjuntos de Harvard. La reacción de ambos grupos hacia el ahorro refleja su opinión real sobre quiénes piensan que deberían ser. Imaginemos a un profesor adjunto recién llegado a Harvard. Está legítimamente orgulloso de haber terminado (¡por fin!) su licenciatura y ahora está ni más ni menos que en Harvard, la cúspide universitaria del mundo entero. Su mente se centrará en primer lugar en las expectativas que lo han llevado hasta Harvard y no en rellenar el formulario relacionado con su jubilación en un futuro lejano. Nuestros estudiantes se plantean cuestiones similares y sus pensamientos giran alrededor de los sofisticados caminos que esperan poder seguir en esta vida. En su contexto mental presente resulta bastante extraño que piensen en el porcentaje de ahorro que deberán aplicar. Les parece impropio estar pensando en la jubilación antes de haber iniciado su carrera profesional.

Otras conclusiones confirman la veleidad de las decisiones sobre el ahorro, así como la susceptibilidad de la gente ante cualquier indicio relacionado con la cantidad que debe ahorrar. Thaler y Shlomo Benartzi han diseñado un plan de ahorro que denominan *Ahorra Más Mañana* destinado a superar la tendencia que tienen los trabajadores a posponerlo. Ellos mismos lo han llevado a la práctica personalmente. Invitaron a un grupo de trabajadores para que participaran en un plan de ahorro. Podían elegir con antelación la parte del salario, así como una fracción eventualmente diferente de sus futuros incrementos salariales, que reservaría como ahorros. Thaler y Benartzi analizaron en detalle los efectos del plan en una empresa de producción de tamaño mediano. Este mínimo estímulo ya producía grandes cambios en los ahorros. Los trabajadores escogieron porcentajes relativamente modestos de ahorro de sus ingresos reales, pero se comprometieron a ahorrar una gran parte de sus futuros incre-

mentos salariales. Al cabo de un corto periodo de tiempo, el promedio de la tasa de ahorro se había doblado.<sup>4</sup>

Otro análisis también indica la relación entre las aportaciones y el contexto de la decisión de ahorro. En 1998, como consecuencia principalmente de instancias de los economistas conductistas, se modificaron las regulaciones relativas a los planes de ahorro con ventajas fiscales 401(k). En esa época, el Congreso de Estados Unidos permitía que las empresas inscribieran automáticamente a sus empleados en dichos planes de ahorro con unas prestaciones básicas preestablecidas que los propios trabajadores podían cancelar rellenando un formulario. Desde entonces, las empresas de Estados Unidos han incrementado la adopción de esta práctica con sus empleados. Con este tipo de inscripción automática, los trabajadores se apuntan con mayor rapidez, de modo que la participación en los planes ha aumentado, pasando de un 75% de trabajadores idóneos a un 85-95%.<sup>5</sup> Y lo que es más notable, la mayoría de los trabajadores mantienen sus aportaciones en el mismo nivel básico preestablecido,<sup>6</sup> igual que si no supieran lo que deberían estar ahorrando y permitieran que la opción preestablecida lo determine por ellos.

Anna Maria Lusardi y Olivia Mitchell realizaron un estudio que demuestra el escaso grado de planificación visible que existe en la decisión de ahorrar. Dado que comporta muy poca planificación, no resulta nada sorprendente que ahorrar sea tan susceptible a las indicaciones sobre lo que la gente debe o no debe hacer. Lusardi y Mitchell añadieron un módulo al plan de jubilación de la Encuesta sobre Salud y Jubilación de Estados Unidos, que recoge muestras al azar de personas de más de 50 años. Si se tiene en cuenta que

4. Thaler y Benartzi (2004). El índice de ahorro aumentó del 4,4 al 8,8% (pág. S174). Esta tendencia también se puede explicar en términos de la teoría de las previsiones de Kahneman y Tversky (1979). Según esta teoría, el contexto de la toma de decisiones es importante y la gente se resiste a aceptar pérdidas. En el contexto del estudio de Thaler y Benartzi, los empleados no desean tener pérdidas de su nivel de consumo.

5. Gale *et al.* (2005).

6. Madrian y Shea (2001).

todas ya tenían esa edad y la mayoría, de hecho, ya estaba jubilada, resulta sorprendente que solo el 31% declaró que ella misma o su cónyuge había intentado suscribir un plan de este tipo<sup>7</sup> y de este 31%, solo el 58% dijo que había seguido uno.<sup>8</sup> Nos resulta francamente sorprendente que tan pocas personas, especialmente mayores, se hayan tomado el tiempo y la molestia de destinar la hora más o menos que se necesita para planificar cómo se mantendrán durante una buena parte de sus vidas adultas. A fin de cuentas, la jubilación suele durar bastante tiempo. Según las tablas actuales de duración de la vida, un hombre de 50 años tiene un 48% de posibilidades de vivir hasta los 80. Una mujer de 50 años tiene un 62% de posibilidades de vivir 30 años más y es bastante corriente que las mujeres vivan hasta los 90 (el 26%).<sup>9</sup>

### Errores de las teorías convencionales sobre el ahorro

Todos estos hechos, como la naturaleza aparentemente aleatoria del ahorro, el fracaso en obtenerlo, la susceptibilidad del ahorro al contexto, resultan sorprendentes porque se desvían de lo que los economistas suelen decir sobre la decisión de ahorrar.

7. Lusardi y Mitchell (2005, pág. 11).

8. *Ibíd.*, pág. 12.

9. Shiller (1982), Grossman *et al.* (1987), Campbell y Deaton (1989), y Deaton (1992) recogen numerosas anomalías sobre el ahorro. Hall y Mishkin (1982) explican algunas de ellas a través de la división de los individuos entre consumidores que dependen de un crédito y los que no tienen esta dependencia. Shea (1995b) presenta pruebas de que ni la dependencia de un crédito ni la «miopía» pueden explicar por completo las previsiones de consumo. Postula que las preferencias relacionadas con la aversión a las pérdidas deben representar un papel al explicar la predictibilidad del consumo. Shefrin y Thaler juntaron algunas de las pruebas sobre anomalías y crearon un modelo de ciclo de vida conductista que incorpora algunas de las mejores características del modelo de ciclo de vida de Ando y Modigliani (1963) y lo ajusta a hechos conocidos del comportamiento humano (Thaler, 1994). Para una discusión más amplia sobre estos temas, ver a Thaler (1994).

Keynes creía que la mayoría de la gente reflexionaba poco sobre lo que debería ahorrar. En su opinión, solo reaccionaba automáticamente ante los cambios que se producían en sus ingresos: «Las personas están dispuestas, como norma y promedio, a incrementar el consumo cuando incrementan sus ingresos, pero no en la misma cantidad con que aumentan sus ingresos».<sup>10</sup> No existe ninguna contradicción entre este punto de vista sobre el consumo y el rompecabezas de la variabilidad, que es el objetivo de este capítulo. En realidad, que Keynes incluya con diligencia la frase «como norma y promedio» parece dejar constancia exacta de la falta de precisión que solemos adjudicar a la decisión de ahorrar. Pero después de Keynes, la opinión de los economistas sobre el consumo comenzó a consolidarse y la creencia de que ahorrar es el resultado de decisiones racionales de mejora se fue infiltrando lentamente en la economía. Los economistas buscaban un modelo más preciso sobre el que basar su labor econométrica. A partir de la teoría emergente del control óptimo y la planificación dinámica, desarrollaron el concepto de que las personas saben equilibrar con exactitud las ganancias extra con su consumo en diferentes fechas. Este constituye actualmente el paradigma fundamental de sus investigaciones, no solo en el ámbito de la macroeconomía, sino también en otras muchas ramas de la economía.<sup>11</sup>

Por descontado, el ahorro se produce porque la gente tiene motivaciones económicas para ello. De hecho, una teoría que tenga en cuenta

10. Keynes (1998 [1936]).

11. Hall (1978) halló varios indicios aparentemente sorprendentes a favor de este modelo maximizador al exponer que una serie temporal de consumo global en Estados Unidos era más o menos un proceso aleatorio. Sin embargo, indicios subsiguientes han generado otras interpretaciones (Blinder *et al.*, 1985; Hall, 1988). Carroll y Summers (1991) han hallado indicios contra la hipótesis del recorrido aleatorio en los que el consumo individual suele seguir variaciones previsibles del ciclo de vida en la renta, aunque Carroll (2001) se retractó un poco de sus conclusiones. Shea (1995a) halló indicios de que las variaciones del consumo individual se pueden prever utilizando datos sobre ingresos futuros incluidos en los contratos sindicales.

esta motivación y ninguna otra, puede predecir, correctamente y por razones adecuadas, uno de los aspectos que resultan más fáciles de observar sobre el consumo. Se trata de su comportamiento a lo largo del ciclo vital.<sup>12</sup> Esta teoría predice con exactitud que, como término medio, la mayoría de las personas en Estados Unidos y otros países suelen ahorrar durante la juventud para tener dinero en el futuro, y más adelante, cuando envejecen, se lo gastan. Esta conclusión, incluso para los planificadores descuidados que son el tema de este capítulo, no es sorprendente. También el comportamiento de las personas que ahorran, pero descuidan la planificación, presenta una cierta racionalidad que debería bastar para explicar estos patrones de conducta. Pero la teoría estándar dice muy poca cosa sobre el motivo de que ahorrar sea tan variable. Tiene que haber alguna razón de peso para que sus observaciones sean tan incompletas e imprecisas.

Ya que en el contexto económico estándar se considera que la decisión de ahorrar es algo óptimo, también resulta sorprendente que no se pueda utilizar para analizar algunas cuestiones que nos inquietan sobre el ahorro. Si se supone que las decisiones que toma la gente sobre ahorrar son óptimas, entonces, pase lo que pase, deberían ahorrar la cantidad adecuada. Por descontado, esto resuelve el problema. Según las circunstancias que hemos expuesto, la gente no reflexiona a fondo sobre su comportamiento frente al ahorro, sino que ahorrar está ampliamente vinculado a diferentes contextos mentales e institucionales y, como término medio y resultado, la mayoría de las personas ahorran poco, lo cual las hace vulnerables cuando son viejas.

Ahorrar poco es, por descontado, una noción muy popular en muchos países avanzados. En una encuesta realizada en Estados Unidos, el 76% de los encuestados declararon que ahorraban poco. Otra encuesta planteaba dos cuestiones: «¿Cuánto ahorra?» y «¿Cuánto cree que debería ahorrar?». Una diferencia aproximada del 10% (relacionada con los ingresos) en las respuestas a estas dos cuestiones indica que la gente cree que debe-

12. Modigliani y Brumberg (1954) y Friedman (1957).

ría ahorrar mucho más.<sup>13</sup> Para compensar esta falta, el gobierno de numerosos países desarrollados tiene que prestar un gran apoyo financiero a las personas mayores jubiladas. Además, una gran cantidad de empleadores obliga y subvenciona las aportaciones a la pensión de sus empleados. Numerosas formas de ahorro disfrutaban de ventajas fiscales. Aún así, la opinión general es que los activos financieros de la mayoría de los hogares se quedan bastante cortos con respecto a lo que se precisará cuando tengan que mantener el consumo una vez que se hayan jubilado.<sup>14</sup>

En efecto, estas cuestiones a menudo forman parte del núcleo de la política interna de un país. La administración Bush no tuvo que vencer una gran resistencia a sus propuestas más específicas hasta que intentó privatizar la Seguridad Social. Por primera vez, el público se resistió. La americana media quizá no sea una buena planificadora financiera, pero por lo menos es consciente, en general, de lo mucho que va a depender de la Seguridad

13. Como figura en Angeletos *et al.* (2001, pág. 47), al citar a Bernheim (1995) y a Farkas y Johnson (1997).

14. Engen *et al.* (1999, pág. 97) han llegado a la conclusión opuesta. Han comparado la riqueza actual de los hogares con la que procede de un modelo calibrado de optimización. Su calibración favorita tiene un tipo preferencial de descuento del 3%. Usando datos del *Health and Retirement Survey* y una amplia definición de riqueza que incluye todo el patrimonio neto de un hogar, han encontrado que el 60,5% de los hogares presentan una riqueza óptima media más elevada que el modelo calibrado. Pero si nos fijamos en un resultado opcional de sus simulaciones veremos que si excluimos las inversiones en patrimonio del hogar del capital financiero y tomamos un índice cero de descuento preferencial intertemporal, solo el 29,9% de la gente alcanza la edad de prejubilación de los 60 o 61 años con más del capital medio óptimo propio de las personas de su edad (tabla 5, pág. 99). Como los autores, por motivos tanto empíricos como *a priori*, consideramos que un índice de descuento de cero es más correcto. Esto se adapta a las preferencias manifestadas por la gente hacia un consumo que no disminuya con un tipo de interés igual a cero, y pondera su utilidad en épocas distintas con una base uno-por-uno. Nuestra opción de excluir el capital del patrimonio del hogar supone que los jubilados no deberían abandonar su casa por motivos económicos o, a medida que se hacen mayores, puedan obtener una hipoteca inversa.

Social cuando sea vieja. Gary Burtless, de la Brookings Institution, ha realizado un estudio que determina con exactitud la dependencia que tendrá esa persona cuando sea vieja.<sup>15</sup> Dividió a la población de edad superior a los 65 años en quintiles (veinte grupos percentiles) según su renta. En cada uno de los cuatro quintiles inferiores (del percentil 0 al 80), más de la mitad de la renta no salarial procedía de la Seguridad Social y en su inmensa mayoría, de los tres quintiles inferiores. La dependencia de la Seguridad Social de una vasta mayoría de la población explica tanto la reacción popular a las propuestas de la administración en pro de la privatización como la popularidad del programa de la Seguridad Social. La gente depende de ella porque sus ahorros para la jubilación son insuficientes.

Uno de nosotros, Akerlof, hace un inciso de carácter personal. En el año 2004, participó en un equipo (menor) de asesores económicos durante la campaña de Kerry. Hasta las elecciones, hablamos por teléfono cada dos semanas. De la primera a la última llamada que nos hicimos, Akerlof afirmó que Kerry pensaba mantener su apoyo para que la Seguridad Social conservara su forma actual. Hacia el final, Austan Goolsbee (ahora uno de los principales consejeros del presidente Barack Obama) solía bromear: «Y ahora vamos a escuchar a George, que nos va a decir que Kerry va a utilizar el tema de la Seguridad Social para practicar la demagogia». Kerry tuvo que contenerse y no rebatir la propuesta de privatización de Bush porque no pudo diseñar un plan que le permitiera mantener las fórmulas en vigor destinadas a obtener beneficios sin recibir una inyección externa de fondos. Entonces comprendimos el problema, aunque creímos que era menor. Las estimaciones de la Brookings Institution indican que el mantenimiento de la Seguridad Social en sus niveles actuales supondría un gasto equivalente al 2% de las ganancias sujetas a impuestos.<sup>16</sup> Entonces nos pareció, y lo seguimos creyendo, que este error le costó las elecciones a Kerry.

15. Informe de Gary Burtless, tabla titulada «Fracción de ingresos no gananciales por fuente, por quintil de renta de la población de 65 años y mayor».

16. Aaron y Reischauer (1999, pág. 174).

## El ahorro y la riqueza de las naciones

Hasta ahora hemos hablado de las decisiones personales sobre el ahorro, sus variaciones y lo importante que es para el bienestar de las personas cuando se jubilan. Pero hace tiempo que existe otro tema relacionado con el ahorro. Hay enormes diferencias en la riqueza de las naciones. En términos *per capita*, entre los países más ricos y los más pobres existe una diferencia de más de 200 veces. Lo cierto es que si se incluye a Luxemburgo y a Burundi, esta diferencia es de 1.000 veces.<sup>17</sup> La renta y la riqueza dependen de la libertad que tienen los países para comerciar, la capacidad de sus gentes, su geografía, sus guerras presentes y pretéritas y sus instituciones políticas y jurídicas. Recientemente, los economistas han puesto de manifiesto el papel que representan los cambios tecnológicos como elementos determinantes del crecimiento económico. Pero los economistas clásicos, como Adam Smith, insistían en que la acumulación de capital procedía del ahorro.

También en la actualidad, algunos países, sobre todo del este de Asia, se toman a Smith en serio y han adoptado la estrategia del ahorro para salir de la pobreza.<sup>18</sup> El país más destacado es Singapur. En 1955 creó el Central Provident Fund (CPF, Fondo de Seguridad Social). Igual que el programa *Save More Tomorrow* de Thaler y Benartzi, aunque en este caso las prestaciones corren a cargo del gobierno. En sus inicios requería que los empleadores y los empleados contribuyeran conjuntamente al fondo con un 5% de la renta salarial de los empleados, aunque luego las tasas de las aportaciones aumentaron con rapidez y no dejaron de hacerlo hasta

17. Sin ajustar la paridad del poder adquisitivo, el PIB *per capita* de Luxemburgo es 897 veces mayor que el de Burundi (*Central Intelligence Agency* 2008).

18. Existe realmente, como es sabido desde hace tiempo, una sólida conexión histórica (en términos de correlación entre países) entre el índice de ahorro interior y el índice de crecimiento económico interior (ver, por ejemplo, a Modigliani, 1970 y a Carroll y Weil, 1994).

1983, en que tanto a los empleadores como a los empleados se les exigía que aportaran un 25% cada parte (¡un total del 50%!). Las tasas de aportación siguen una programación compleja, pero incluso hoy en día, los empleados que cobran salarios elevados y cuya edad está comprendida entre 25-50 años, contribuyen con un 34,5% y sus empleadores con un 20%.<sup>19</sup> El sistema no ha sido de «pago por uso», y las cantidades recogidas se han invertido ciertamente. En gran medida a causa del CPF, la tasa de ahorro bruta nacional de Singapur se ha aproximado al 50% durante varias décadas.<sup>20</sup>

El autor del plan, Lee Kuan Yew, que durante mucho tiempo fue primer ministro de Singapur, quizá sea uno de los pensadores económicos más importantes del siglo xx. Su modelo económico de alta tasa de ahorro fue un ejemplo para China, que ha copiado los planes de ahorro de Singapur y ha conseguido un desarrollo económico considerable durante décadas. Las diferencias en el ámbito del ahorro entre China y Estados Unidos, países situados en los extremos opuestos del espectro del ahorro, resultan ilustrativas de las grandes variaciones del comportamiento frente al ahorro. Es normal que los ahorradores de ambos países tengan una actitud muy diferente hacia el consumo y el ahorro.

La tasa de ahorro en China es una de las más elevadas del mundo y en la actualidad solo la sobrepasan Singapur y Malasia. China debe gran parte de su milagroso éxito económico iniciado a comienzos de la década de 1980 a su elevada tasa de ahorro.<sup>21</sup> El ahorro bruto total de China (depreciación incluida), integrados el ahorro privado (de los ciudadanos), el ahorro

19. Ver <http://ask-us.cpf.gov.sg/?prof=mem>.

20. Peebles (2002).

21. En la contabilidad estándar del crecimiento, la contribución del ahorro al incremento del PIB sería el producto de la «participación de capital» (que suele estar comprendido entre 1/4 y 1/3) y el índice de crecimiento del capital nominal. Con una relación capital-producto de 3 y un índice neto de ahorro de 1/3, el capital nominal crecería con una relación de 1/9. La contribución de los ahorros al crecimiento del PIB estaría comprendida entre 1/36 y 1/27.

corporativo (de las empresas) y el ahorro del gobierno (ahorro gubernamental en forma de superávit de impuestos sobre gastos), ha alcanzado conjuntamente durante los últimos años la mitad del PIB. En la década de 1990, el ahorro *privado* bruto en China superaba el 20% del PIB y en la actualidad sigue siendo igual de elevado.

Durante décadas, tanto el gobierno de Estados Unidos como el de China, han deseado fomentar el ahorro personal. Desde comienzos de la década de 1950, Estados Unidos ha fomentado el ahorro a través de incentivos fiscales especiales, como las cuentas individuales para la jubilación, los planes 401(k) y 403(b) y las campañas de títulos de ahorro.

En China comunista, cuando no existían los impuestos sobre la renta, los esfuerzos para fomentar el ahorro adoptaron la forma de campañas de propaganda. Hoy la gente colecciona los viejos pósteres de propaganda. Un póster de 1953 muestra a un grupo de trabajadores que, felices y sonrientes, convierten en efectivo los bonos del gobierno en el Banco Popular de China. Un póster de 1990 muestra a un sonriente Lei Feng, un héroe tradicional, joven y guapo, escribiendo la palabra ahorro en una hucha. En la década de los noventa en las calles se colgaron carteles rojos que decían: «El ahorro es maravilloso». Estas campañas, que convertían el acto de ahorrar en un deber patriótico, determinaron el contexto para las elevadas tasas de ahorro de la actualidad.

La historia de la economía moderna de China comienza en 1978, dos años después de la muerte del líder Mao Tse Tung. En un famoso discurso pronunciado durante el tercer pleno del undécimo Congreso del partido, el viceprimer ministro Deng Xiaoping dejó muy claro que el gobierno iba a apoyar la inversión privada en China. El milagro económico chino acaba de comenzar.

A finales de la década de 1970, varios pueblos chinos pequeños, como Huaxi y Liutuan, realizaron inversiones que tuvieron un éxito espectacular entre las empresas locales. Famosas por su éxito, se convirtieron en modelos que se propagaron por toda China. En estas aldeas, la práctica del ahorro, en forma de aportación de trabajo o dinero a las empresas locales, fue una exigencia de los ancianos del lugar.

Enviamos a Andy Di Wu, uno de nuestros estudiantes, a la aldea de Liutuan para que entrevistara a su alcalde, Shao Changzue.<sup>22</sup> Deseábamos conocer el sistema que utilizaban los dirigentes para estimular a la gente a sacrificarse para fomentar las empresas locales. Shao había administrado la aldea durante décadas, durante su transición de comunidad socialista pobre a modelo de frugalidad e iniciativa empresarial de toda China.

Al principio, cuando en 1972 abrió su propio taller clandestino de moldeado de metales, Shao había seguido el modelo de Liutuan. En 1982, después de la legalización que trajo la reforma, se lo cedió a la aldea, con lo que los aldeanos se convirtieron en accionistas de la empresa. Cuando Andy le preguntó por qué había cedido una empresa tan valiosa a la aldea, su alcalde contestó: «Existen varias razones, aunque la más importante es que no deseo que los aldeanos me consideren una persona ostentosa. Me sentiría mal si ellos fueran muy pobres mientras yo tengo mucho. Soy el tipo de persona que desea que las demás le consideren un buen hombre. Sencillamente, no estaría contento viendo que los demás son pobres».

Andy se había dado cuenta de que había un BMW 765 aparcado junto a la casa y le pidió al alcalde que le aclarara si el coche era coherente con sus opiniones. Este replicó: «La verdad es que este coche me lo ha regalado mi hijo. Además, la mayoría de los aldeanos pueden permitirse comprar un coche como este BMW, aunque no lo hagan. A la gente mayor no nos gusta comprar objetos lujosos, son los jóvenes de las nuevas generaciones como usted quienes desean comprar coches y ropa caros. Los mayores seguimos influenciados por el ejemplo de frugalidad de Lei Feng y su lucha contra las duras condiciones de vida».

Andy le preguntó si había apelado al patriotismo o al colectivismo para conseguir que los aldeanos participaran en la empresa y el alcalde contestó: «La verdad es que sí. Básicamente uso tres tipos de argumento. El primero es que el país ha cambiado. Deng Xiaoping nos abrió al mundo

y nuestras acciones pueden cambiarlo y convertirlo en un lugar mejor. El segundo argumento que expongo a los aldeanos es que la actividad económica es buena para el pueblo y, por lo tanto, para todos. El tercer argumento es que durante 10 años he dirigido esta empresa en la clandestinidad y sé muy bien cómo funciona, de modo que la gente puede confiar en mi capacidad empresarial». «¿Confían en usted?» «Sí y les estoy muy agradecido por ello. La gente de Liutuan es buena, ama a su país y a su pueblo y está dispuesta a convertirlo en un lugar mejor.»

Con estos principios y gracias a la existencia de pueblos como Liutuan, en la mentalidad de los habitantes de China comenzó a arraigar una historia de esfuerzo de ámbito nacional basada en el esfuerzo individual y el sacrificio nacidos de la iniciativa personal, aunque también con la motivación de una visión patriota sobre el futuro de China. Existía la sensación de que estaba empezando una nueva época histórica que de nuevo iba a impulsar a China a la cúspide del éxito. China iba a recuperar el lugar que tuvo siglos atrás y todas las personas recuperarían la autoestima a través de su propia contribución. De momento, ser pobre en China no es ninguna vergüenza, ya que se considera un estado de transición. Algún día los abuelos contarán a sus nietos historias de lucha y sacrificio.

### Los grandes almacenes y las tarjetas de crédito

En Estados Unidos, las cosas se ven de otro modo. El icono de los grandes almacenes y las tarjetas de crédito constituye una indicación de la actitud relajada que existe hacia el ahorro, justo lo opuesto de lo que hemos constatado en China. La historia de amor entre los estadounidenses y sus tarjetas de crédito se pone de manifiesto con una sola estadística: los ciudadanos estadounidenses poseen más de 1.300 millones de tarjetas de crédito. No se trata solo de una cifra fabulosa, sino que también significa que en Estados Unidos hay más de cuatro tarjetas de crédito a disposición de cada hombre, mujer y niño. En cambio, los chinos solo usan 5 millones de tarjetas de crédito que se reparten entre 1.200 millones de habitantes.

22. La información siguiente procede de las entrevistas personales efectuadas por Andy Di Wu.

Algunos economistas opinan que en Estados Unidos el consumo de tarjetas de crédito ha representado un papel muy importante en la disminución del ahorro. Vamos a ver algunas pruebas experimentales sobre ello. Richard Feinberg, profesor de ciencias del consumo y ventas de Purdue, preguntó a varias personas si la presencia de una tarjeta de crédito (no la suya) les incitaba a gastar. Respondieron que gastaban bastante más si se les incitaba y que, además, lo hacían con mayor rapidez. Feinberg llegó a la conclusión de que la gente estaba programada para que «el incentivo de las tarjetas de crédito se relacionara con el consumo». <sup>23</sup> En otro experimento realizado en Boston, Drazen Prelec y Duncan Simester subastaron entradas a estudiantes del MBA para que asistieran a acontecimientos deportivos. El experimento contaba con dos opciones: una requería el pago con tarjeta de crédito y la otra en efectivo. El experimento se había diseñado de modo que la comodidad de ambas formas de pago supusiera una diferencia insignificante. Los estudiantes del MBA pujaron un 60-110% más cuando el pago se efectuó con tarjeta de crédito. <sup>24</sup>

Las conclusiones de estos experimentos son muy interesantes, aunque sea difícil poder verificar estadísticamente si el aumento de las tarjetas de crédito que hemos visto a lo largo de la historia es la causa de la disminución del ahorro. Esta disminución no termina de encajar con el aumento del uso de las tarjetas de crédito, pero en una economía global han sucedido muchas otras cosas que también podrán haber afectado al consumo mientras el uso de las tarjetas de crédito aumentaba. Por ejemplo, durante la década de 1990 y a comienzos de la de 2000, el incremento masivo del valor de las acciones y las propiedades hipotecadas podría haber producido la disminución del ahorro. Además, gran parte del incremento de la deuda procedente de las tarjetas de crédito se puede explicar a través de la disminución del crédito a plazos. Por lo tanto, nunca podremos llegar a saber

23. Feinberg (1986, pág. 355).

24. Prelec y Simester (2001).

hasta qué punto las tarjetas de crédito son directamente responsables de la baja tasa de ahorro de Estados Unidos o su disminución.

Pero aunque las tarjetas de crédito no sean las responsables directas, reflejan aspectos de la identidad estadounidense que seguramente constituyen un factor principal en la baja y disminuida tasa de ahorro. La devoción que sienten los estadounidenses por las tarjetas de crédito y los grandes almacenes constituyen los síntomas de un enfoque más vasto sobre quiénes creen los estadounidenses que son y cómo deberían comportarse. <sup>25</sup>

Para la identidad nacional, que Estados Unidos sea el país más capitalista del mundo es motivo de gran orgullo. En el capítulo 3 hemos reflexionado sobre la naturaleza dual del capitalismo, que hace que los fabricantes se beneficien con la venta de artículos que los compradores desean comprar, aunque también se benefician de saber lograr que los consumidores lleguen a desear comprar lo que los fabricantes quieren vender. Al identificarse con el capitalismo, el estadounidense medio sabe que es perfectamente conveniente disfrutar de los bienes que le proporciona el capitalismo y que le hace desear consumir. Debe tener una tarjeta de crédito, ya que si ve alguna cosa en los grandes almacenes que le llama la atención, lo que debe hacer es no resistirse a comprar. Y de eso es de lo que va toda la historia del capitalismo, esto es lo que significa ser un buen ciudadano de Estados Unidos. Con semejantes valores, no resulta sorprendente que el ciudadano estadounidense tenga muchas tarjetas de crédito o que las tasas de ahorro sean muy bajas, aparte de que las propias tarjetas de crédito sean una incitación directa al consumo.

Al parecer, este punto de vista se sustenta en un hecho notable. De nuevo, la excepción confirma la norma. Solo una minoría de estadouni-

25. Laibson *et al.* (2000, pág. 38) sostienen que la gente «parece tener dos mentalidades» cuando se trata de ahorros. Llevan mentalmente cuentas separadas para sus ahorros de la jubilación (que colocan en activos líquidos) y sus débitos de la tarjeta de crédito. Esto puede ayudar a explicar la extendida práctica de tener una deuda considerable de la tarjeta de crédito cuyos tipos de interés son más elevados que lo que se gana con los activos de la jubilación.

denses no tiene tarjeta de crédito y como término medio, quienes no tienen suelen ser bastante más pobres que los estadounidenses de renta media. Esto quizá constituya un indicio de que sus activos financieros son mucho menores que sus ingresos, ya que los estadounidenses más ricos pueden ahorrar una parte mayor de sus ingresos. Pero no es esto lo que hemos constatado, sino al contrario: los activos financieros de las personas que no tienen una tarjeta de crédito son bastante más elevados que sus ingresos. Quienes resisten al sueño americano al no disponer de una tarjeta de crédito, también parecen declarar su rebeldía de otra manera: ahorrando más.<sup>26</sup>

### Implicaciones para los demás países

La política de ahorro de una nación puede tener muchas consecuencias. En primer lugar, determina si la gente podrá disfrutar de su jubilación o si tendrá que luchar contra la pobreza. Una política adecuada de la Seguridad Social debería reflejar la aversión que siente la gente por la planificación financiera. A falta de esta planificación, su plan de ahorro procede de indicios que flotan en su entorno. Sin la Seguridad Social, la gente estaría ahorrando demasiado poco. La política de ahorro representa un papel muy importante en la corrección de sus errores. El sistema actual de la Seguridad Social de muchos países occidentales disfruta de una gran popularidad porque está al servicio de esta necesidad. La gente teme, justificadamente, que si se les deja a merced de sus propios recursos, no podrá ahorrar lo suficiente para la vejez. En Estados Unidos, privatizar la Seguridad Social y permitir que la gente planee su jubilación a su modo, sería un desastre, ya que no lo haría. Al mismo tiempo, el gobierno debería fomentar aquellos indicios que estimulen el ahorro, del mismo modo que debería obstaculizar aquellos indicios que incitan a la gente a consumir más.

26. Barenstein (2002).

Pero Estados Unidos, y en menor medida Europa occidental, no es más que una cultura entre otras muchas donde la opinión corriente es que la gente debe gastar su dinero. Algunos países del este de Asia, por ejemplo, Singapur y China, han sabido aprovechar diferentes compromisos culturales hacia el modo en que deben comportarse las personas en cuanto al consumo y al ahorro. De hecho, ambos países han convertido sus elevados niveles de ahorro en el vehículo principal que les permitirá alcanzar un crecimiento económico espectacular. Como hemos visto antes, la política del ahorro también puede ser un elemento clave del crecimiento económico de una nación.

Los espíritus animales explican el rompecabezas de la arbitrariedad y la variabilidad del ahorro. A su vez, la comprensión de estos espíritus animales es fundamental para diseñar las políticas nacionales de ahorro.

## ¿Por qué los precios financieros y las inversiones corporativas son tan volátiles?

Nadie ha sacado nunca conclusiones racionales sobre los desenfundados virajes de los precios financieros tales como el de las acciones. Estas fluctuaciones son tan antiguas como los propios mercados financieros<sup>1</sup> y sus precios constituyen un factor primordial en las decisiones que se toman sobre inversiones, a su vez fundamentales para la economía. La inversión corporativa es mucho más volátil que la suma total del PIB y parece ser un envite importante en las fluctuaciones económicas. Si reconocemos estos hechos, comprobaremos de nuevo que los espíritus animales son un elemento esencial en los altibajos de la economía.

Entre 1920 y 1929, el valor real del mercado bursátil de Estados Unidos se quintuplicó, aunque entre 1929 y 1932 volvió a bajar. Entre 1954 y 1973, el valor real del mercado bursátil se duplicó para volver a descender de nuevo.

---

1. Partes de este capítulo se basan en el trabajo conjunto de Shiller y John Y. Campbell, por ejemplo, Campbell y Shiller (1987, 1988).

Entre 1973 y 1974, perdió la mitad de su valor real, pero entre 1982 y 2000 se multiplicó por ocho, para perder luego la mitad de su valor entre 2000 y 2008.<sup>2</sup>

La cuestión no consiste en predecir estos acontecimientos antes de que sucedan, ya que el problema es mucho más grave. El motivo de que estos acontecimientos hayan sucedido nunca se ha podido explicar racionalmente, ni siquiera *después* de que hayan ocurrido.

Viendo la seguridad en ellos mismos que suelen tener los economistas cuando ensalzan la eficiencia de los mercados, se podría pensar que disponen de explicaciones fiables sobre la conducta de los mercados bursátiles globales, pero que se las callan. Por desdichado, *sí pueden* proporcionar ejemplos que permiten justificar los cambios de los precios de las acciones de algunas empresas particulares, pero no pueden hacer lo mismo con el mercado bursátil global.<sup>3</sup>

Con el tiempo, los economistas han intentado dar explicaciones convincentes sobre el movimiento del precio global de las acciones en términos de principios económicos básicos. Sin embargo, nunca lo han conseguido. Al parecer, no se pueden explicar a través de las variaciones de los tipos de interés, de los dividendos o beneficios subsiguientes, o de ninguna otra cosa.<sup>4</sup>

«Los fundamentos de la economía siguen siendo sólidos.» Este tópico lo repiten las autoridades cuando intentan recuperar la confianza del público después de que el mercado bursátil ha sufrido una gran caída. Pueden permitirse decirlo porque todas las caídas del mercado bursátil siempre parecen inexplicables si solo se tienen en cuenta los factores que *deberían* afectar por lógica a estos mercados. Lo que ha cambiado es casi siempre el mercado bursátil, ya que sus fundamentos no lo han hecho.

2. Estos cálculos utilizan el Índice compuesto del *Standard and Poor's* dividido por el Índice de precios al consumo de *All Urban Consumers*, según cálculos del Departamento de Estadísticas Laborales de Estados Unidos. Ver <http://www.robertshiller.com>.

3. Paul A. Samuelson dijo que el mercado bursátil es microeficiente y macrodeficiente. Creemos que hay algo de cierto en esta afirmación (Jung y Shiller, 2005).

4. Shiller (2003).

¿Cómo podemos saber si estos cambios proceden de los fundamentos de la economía? Si los precios reflejan estos fundamentos se debe a que estos principios son útiles para prever los futuros beneficios de las acciones. En teoría, los precios de las acciones son los que prevén los valores actualizados de los futuros flujos de ingresos en forma de dividendos o beneficios futuros. Pero los precios de las acciones son demasiado variables, incluso son más variables que los mencionados flujos de dividendos (o ganancias) actualizados que intentan predecir.<sup>5</sup>

Pretender que los precios de las acciones reflejan el uso de la información que hace la gente sobre las futuras ganancias es como contratar a un meteorólogo que se ha vuelto loco. Él vive en un pueblo cuyas temperaturas son bastante estables, pero un día pronostica que alcanzarán los 70 °C y otro día que bajarán a -40 °C. Aunque indique correctamente el promedio de temperaturas y sus estimaciones desorbitadas determinen por lo menos si los días serán bastante cálidos o más bien fríos, le despedirán igualmente. En términos medios, sus predicciones serían más precisas si no pronosticara ninguna variación de temperatura. El concepto de que los precios de las acciones reflejan predicciones que se basan en los principios elementales de la economía sobre los beneficios futuros se debería refutar por el mismo motivo. ¿Por qué? Porque los precios son demasiado variables.

Por muy obvio que sea, este hecho no ha conseguido convencer a los defensores de la eficiencia de los mercados de que su teoría es errónea. Señalan que los movimientos de los precios de las acciones aun *podrían* ser racionales y dicen que podrían reflejar nueva información sobre algún acontecimiento potencial significativo que pudiera afectar a los fundamentos y que casualmente no sucedió durante el siglo pasado ni en el anterior. Según este punto de vista, el mercado bursátil sigue siendo el que predice mejor las ganancias futuras. Sus virajes se producen porque a los fundamentos debe de haberles sucedido alguna cosa. Sostienen que el simple hecho de que el acontecimiento principal no se produjera, no tiene por

5. Shiller (1981) y Campbell y Shiller (1987).

qué significar que el comportamiento del mercado haya sido irracional. Quizá tengan razón. No se puede *demostrar* de manera concluyente que el comportamiento del mercado bursátil haya sido irracional. Pero con toda esta polémica, nadie ha presentado pruebas reales que demuestren que la volatilidad es racional.<sup>6</sup>

Sin embargo, las variaciones de los precios parecen estar relacionadas con cambios sociales de varios tipos. Andrei Shleifer y Sendhil Mullainathan han analizado los cambios en la publicidad de Merrill Lynch. A comienzos de la década de los noventa, antes de que se produjera la burbuja del mercado bursátil, la publicidad de Merrill Lynch mostraba a un abuelo que pescaba con su nieto. En el rótulo se leía: «Quizá deberías planear hacerte rico poco a poco». El año 2000, cuando el mercado había alcanzado su cúspide y los inversores estaban lógicamente encantados con los resultados obtenidos, la publicidad de Merrill cambió completamente. Mostraba la fotografía de un chip informático con forma de toro. El rótulo decía: «Conéctate... sé alcista» (*Be wired... be bullish*). Después de la subsiguiente corrección del mercado, Merrill recuperó al abuelo y al nieto que pescaban cargados de paciencia. El rótulo decía: «Ingresos para toda la vida».<sup>7</sup> Indiscutiblemente, los profesionales de la mercadotecnia que crean estos anuncios creen que están realizando un seguimiento de cerca sobre lo que piensa el público a medida que se producen cambios con el paso del tiempo. ¿Por qué deberíamos creer que sus opiniones profesionales valen menos la pena que las de los profesores de economía y los defensores de la eficiencia de los mercados?

6. Terry A. Marsh y Robert C. Merton, en sus comentarios sobre las publicaciones de LeRoy y Porter (1981) y Shiller (1981), intentaron cierta vez proporcionar «pruebas fehacientes» de que los precios de las acciones son en realidad el valor presente de dividendos de óptima previsión (Marsh y Merton 1986). La verdad es que no hicieron nada de eso (Shiller, 1986). Las razones que proporcionan para pensar que la ineficiencia de un mercado será «arbitrada» por el dinero de los inversionistas inteligentes tiene varias limitaciones (Shleifer y Vishny, 1997; Barberis y Thaler, 2003).

7. Estos anuncios aparecen y se comentan en Mullainathan y Shleifer (2005).

## Las parábolas del concurso de belleza y la manzana deliciosa

En el libro que publicó en 1936, Keynes comparaba el equilibrio del mercado bursátil con el concurso de un popular periódico de la época. Entre cien fotografías, los concursantes tenían que escoger las seis caras más bonitas. El ganador sería el concursante cuyas elecciones se aproximaran más a las preferencias de los participantes del grupo. Por descontado, para ganar el concurso no se tenían que escoger las caras que uno considerara más bonitas, sino las que uno creyera que a los demás les pudieran parecer más bonitas. Pero esta estrategia tampoco es la óptima, ya que, por supuesto, los demás también la practican. Lo mejor sería escoger las caras que uno creyera que los demás creyeran que los demás creyeran que eran las más bonitas. Esta idea quizá se puede llevar incluso más allá.<sup>8</sup> Invertir en acciones suele ser parecido, ya que como en un concurso de belleza, no se gana a corto plazo escogiendo la empresa con mayores probabilidades de éxito a largo plazo, sino escogiendo la empresa con mayores probabilidades de tener un valor elevado de mercado a corto plazo.

La oferta de la «manzana deliciosa» es otra parábola sobre la misma teoría. Hoy a casi nadie le gusta el sabor de la variedad denominada *Deliciosa* y, sin embargo, es una clase de manzana omnipresente y suele ser la única opción en las cafeterías, los mostradores de tapas y las cestas de fruta para regalar. Antiguamente, en el siglo XIX, las manzanas Deliciosas sabían mejor, pues se trataba de una variedad completamente diferente de la manzana que hoy se comercializa con este nombre. En la década de 1980, la variedad Deliciosa se convirtió de modo abrumador en la manzana más vendida de Estados Unidos. Cuando los expertos en la materia comenzaron a interesarse por otras variedades, los cultivadores de manzanas intentaron salvar sus beneficios e introdujeron la manzana Deliciosa en un nuevo sector del mercado. La Deliciosa se convirtió en la manzana barata que la gen-

8. Allen *et al.* (2002).

te cree que gusta a los demás o que cree que otra gente cree que gusta a otra gente. Muchos cultivadores dejaron de lado el buen sabor y abarataron la manzana utilizando variedades cuya producción era mayor y su conservación más prolongada. La abarataron mediante la recolección rápida de un huerto entero sin pararse a escoger las manzanas una a una a medida que maduraban. Dado que las manzanas Deliciosas no se venden precisamente por su sabor, ¿por qué pagar más por él? El gran público es incapaz de imaginar lo mucho que puede llegar a abaratarse una manzana. Ni siquiera los motivos reales de que estas manzanas sean tan omnipresentes a pesar de su sabor bastante soso.<sup>9</sup>

El mismo tipo de fenómeno se produce con la inversión especulativa. Mucha gente no es consciente de lo mucho que puede cambiar una empresa de renombre con el paso del tiempo o las muchas maneras que existen de rebajar su valor. Las acciones en las que nadie cree, pero que conservan su valor, son las manzanas Deliciosas del mundo de las inversiones.

### Las epidemias y el multiplicador de confianza en los mercados especulativos

Como es lógico, lo que les interesa a los inversores es hacerse ricos cuanto antes mientras el mercado sube a ritmo vertiginoso. Desean proteger sus valores cuando el mercado decaiga, lo cual constituye una reacción psicológica ante el comportamiento del mercado. Si la gente tiende a comprar como reacción al incremento del precio de las acciones o a vender como reacción a la reducción de los precios, su reacción ante las variaciones de los precios del pasado tiene el potencial de realimentar nuevas variaciones de precios en el mismo sentido, un fenómeno que se conoce como realimentación precio-a-precio.<sup>10</sup> Se puede crear un círculo

9. Higgins (2005).

10. Shiller (1984, 2002, 2003, págs. 56-81).

vicioso que causaría la continuación del ciclo, por lo menos durante un tiempo. Ocasionalmente, el movimiento al alza de los precios, una burbuja, debe reventar, ya que lo único que respalda a los precios son las previsiones sobre su futuro incremento. No pueden seguir subiendo indefinidamente.

La propia realimentación precio-a-precio quizá no tenga la fuerza necesaria para crear las mayores burbujas del precio de los activos que nunca hayamos visto. Sin embargo, como veremos más adelante, también existen otras formas de realimentación que las que se producen entre precios. En concreto, existen procesos de realimentación entre los precios de los activos de la burbuja y la economía real. Esta realimentación adicional prolonga el ciclo y magnifica los efectos precio-a-precio.

Si solo fueran datos curiosos, podríamos desdeñar estos movimientos especulativos de los precios de los activos. Sin embargo, tienen su importancia. Mientras se realimentan de la economía real, además de afectar a los que participan en el juego, también afectan a los que nunca han jugado. Un estadounidense medio, por ejemplo, un capataz que conduce un tractor en una explotación de Peoria, que se ha quedado en el paro de repente, nunca ha sido titular directo de acciones. La titularidad de acciones frente a otras opciones de inversión está claramente determinada por el grupo social al que pertenece el individuo, y no por los dictados de la optimización económica.<sup>11</sup> Incluso dentro de un mismo grupo social, las titularidades cambian mucho como respuesta a las variaciones de los precios.

Existen, como mínimo, tres fuentes diferentes de realimentación entre los mercados de activos y la economía real. Cuando el precio de las acciones y el precio de la vivienda aumentan, la gente tiene menos motivos para ahorrar y gasta más para sentirse próspera. También puede considerar que sus beneficios del mercado bursátil o la calificación de su vivienda forman parte de sus ahorros presentes. El efecto del precio de las acciones sobre el consumo se denomina el *efecto riqueza* sobre el consumo.

11. Campbell (2006).

El valor de los activos también representa un papel importante a la hora de determinar una inversión. Cuando el valor del mercado bursátil cae, las empresas disminuyen sus inversiones en nuevas instalaciones y equipos. Como veremos en el capítulo siguiente, cuando el mercado de casas unifamiliares pierde valor, las empresas de construcción cancelan sus proyectos de construcción de nuevas viviendas.

Ambas formas de inversión, empresarial e inmobiliaria, pueden verse muy afectadas por las quiebras. Si el valor de los activos cae, los deudores no pagan sus deudas. Esto, a su vez, pone en un brete a las instituciones financieras, la fuente habitual de la financiación de deudas. Cuando estas instituciones reducen su predisposición a conceder nuevos créditos (porque ellas mismas han quebrado, están pasando una mala época recogiendo fondos o la corrección del mercado les ha obligado a adoptar un punto de vista más conservador sobre la concesión de préstamos), causan nuevas caídas del precio de los activos.

De una manera u otra, el movimiento del precio de los activos se alimenta de la confianza del público y de la economía. Por consiguiente, hay una realimentación precio-a-beneficios-a-precio. Cuando el precio de las acciones está al alza, se produce una realimentación que incrementa la confianza e incita a la gente a aumentar el consumo. Como resultado, los beneficios de las corporaciones aumentan. Esto, a su vez, fomenta el aumento de los precios de las acciones. Se pueden producir realimentaciones positivas que se refuerzan recíprocamente, pero solo durante un tiempo. En la caída, tanto la realimentación como la economía siguen direcciones opuestas.

La realimentación también se incrementa a través de una realimentación del coeficiente de endeudamiento y del ciclo del mismo.<sup>12</sup> El índice de los activos de garantía es la cantidad que los prestamistas ofrecen a sus inversores como porcentaje del valor de los activos comprometidos como colaterales en garantía. Durante el alza del ciclo, el índice de activos de

12. Geanakoplos (2003) y Fostel y Geanakoplos (2008).

garantía aumenta. Por ejemplo, en el mercado de viviendas unifamiliares, durante el alza del ciclo es la cantidad de dinero que los bancos están dispuestos a conceder como préstamo a los compradores de viviendas en forma de fracción del valor del incremento de su vivienda. El incremento de activos de garantía se realimenta del incremento del precio de las acciones, estimulando continuamente el coeficiente de endeudamiento. El mismo proceso funciona en la dirección opuesta cuando cae el precio de las acciones.

El ciclo del coeficiente de endeudamiento funciona en parte a causa de los requisitos del capital bancario. Mientras aumentan los precios de los activos, también aumenta el capital de las instituciones financieras con coeficiente de endeudamiento en relación con sus requisitos de reglamentación y de este modo pueden comprar más activos. Si son muchas las instituciones financieras que responden de esta manera, podrán asumir muchas más posiciones en los activos que poseen de modo que elevarán los precios de compra, lo que provocará la liberación de todavía más capital. De este modo se produce un bucle de realimentación que impulsa el alza de los precios. Además, si el precio de los activos cae, las instituciones financieras con coeficiente de endeudamiento podrían estar obligadas a vender para cumplir con sus compromisos de capital y el efecto sistémico de estas ventas podría suponer una nueva disminución del precio de los activos y, por consiguiente, los índices de capital de las instituciones disminuirían. Por tanto, en esta situación, están obligados a vender más activos, lo que puede producir una realimentación a la baja.<sup>13</sup> En casos extremos, la realimentación puede originar precios muy bajos o «ventas forzadas».<sup>14</sup> Al parecer, existía escaso reconocimiento sobre la posibilidad de este tipo de realimentación sistémica en los acuerdos de Basilea I (1988) y Basilea II (2004), que estipulaban las normas internacionales para los requisitos bancarios de

13. Greenlaw *et al.* (2008) y Morris y Shin (2008).

14. Shleifer y Vishny (1992).

capital.<sup>15</sup> Pero últimamente este tipo de realimentación, y la necesidad de intentar reducirla con lo que ahora suele denominarse regulación macroprudencial, cada vez se examina más a fondo.<sup>16</sup>

A muchas personas les cuesta imaginar que existen realimentaciones más amplias. Para ellas, el aumento de los beneficios reales que acompaña al *boom* del mercado de valores (por ejemplo, durante la década de 1990) constituye una «prueba» de que el *boom* es racional. Pocas veces tienen en cuenta que la posibilidad de que los beneficios aumenten no es otra cosa que una manifestación transitoria más del alza del mercado bursátil. Si se produce un aumento de los alquileres durante un *boom* de la vivienda (a comienzos del 2000 durante el *boom* de la vivienda en Estados Unidos se produjo un ligero aumento en las rentas reales), creerán que el incremento de los alquileres es la justificación del incremento del precio de la vivienda. No tendrán en cuenta la posibilidad de que el incremento de los alquileres sea solo una manifestación transitoria del incremento de la vivienda.

## Realimentación y espíritus animales

Vamos a analizar un ejemplo que ilustra los diferentes tipos de realimentación que mueven los precios de las acciones y que muestra de manera incluso más amplia la participación de los espíritus animales en esa realimentación. Este ejemplo demuestra las múltiples caras que suele tener esa realimentación en la realidad. Además de la confianza, comprende numerosos elementos de nuestra teoría sobre los espíritus animales, como varios temas relacionados con la equidad y la aparición de historias alentadoras o desalentadoras.

15. En el ámbito del hogar, se puede producir un tipo similar de realimentación que se refleja en el libro de contabilidad del hogar igual que sucede en los libros de contabilidad de los bancos (Mishkin, 2007).

16. Borio (2003) y Bernanke (2008b).

Vamos a comparar la historia de la empresa Toyota Motor Company de Japón, fundada en 1933, con la de las Industrias Kaiser Argentina, S.A. (IKA) en Argentina, fundada en 1955. Las acciones suscritas por estas dos empresas automovilísticas han tenido una historia muy diferente. En el momento de redactar este escrito, las acciones ordinarias de Toyota tenían una capitalización bursátil de 157.000 millones de dólares y la revista *Forbes* la clasificó hace poco (en términos conjuntos de ventas, beneficios, acciones y valor de mercado) como la octava empresa del mundo. En cambio, IKA, después de años de fracasos, en 1970 se vendió al fabricante francés Renault y ya no existe.

Pero ¿por qué, en última instancia, los resultados de ambas empresas han sido tan diferentes? ¿Por qué en Japón se creó mucho valor bursátil mientras que en Argentina las cosas siempre fueron mal? Aunque los analistas centren su atención en diferentes causas, en última instancia la causa es un mecanismo de realimentación que implicaba a los espíritus animales y que se movió en diferentes direcciones en cada país.

Toyota fue fundada por una familia que se dedicaba a la fabricación de telares mecánicos.<sup>17</sup> En sus inicios, más que un ejemplo de confianza pudo parecer un *exceso patológico de confianza*. Hacia 1920, los fabricantes de automóviles de Europa y de Estados Unidos ya llevaban décadas fabricando coches y también tenían plantas de montaje en Japón. Además, en Japón no existían industrias que apoyaran la fabricación de coches a partir de cero. Por ejemplo, no existía ningún fabricante de máquinas de estampación para conformar las placas de metal. Peor incluso, ni siquiera existían fabricantes de placas de metal. Los japoneses tuvieron que crear estas industrias junto con la propia industria automovilística. La creación de Toyota constituye un claro ejemplo del triunfo del desafío individual sobre el sentido común convencional. En cierta medida reflejaba el optimismo y el patriotismo que arrastró perversamente al Japón a invadir Manchuria en 1931.

17. Cusumano (1985).

Pero este tipo de exceso de confianza ya se venía observando en la cultura japonesa desde hacía cierto tiempo. Formaba parte de su filosofía nacional, que desarrolló principalmente Yukichi Fukuzawa, considerado generalmente uno de los fundadores del moderno Japón.<sup>18</sup> Fukuzawa fomentó una historia de independencia y voluntad de aprender de los extranjeros argumentando que no existía nada vergonzoso en imitar sus logros y supo convertir la imitación de lo que hacían los demás en el símbolo de la inteligencia y el ingenio japonés.

En cambio, cuando IKA se fundó en 1955, con un sólido apoyo del gobierno, en Argentina no existía una filosofía bien articulada que permitiera que la sólida iniciativa y la confianza individual se pudieran convertir en última instancia en un éxito, como había sucedido en Japón. En Argentina no existía ningún Fukuzawa. En realidad, los directivos de IKA ni siquiera eran argentinos, sino personal importado de Estados Unidos. La empresa se creó porque el gobierno argentino, que deseaba establecer una industria automovilística, ofreció a Henry Kaiser (que ya había fracasado como fabricante de automóviles en Estados Unidos) una sólida protección fiscal. La provincia de Córdoba se la garantizó durante diez años.<sup>19</sup>

Nacida como un proyecto del gobierno, IKA consiguió sobrevivir gracias a una amplia protección económica, cosa que todo el mundo sabía. Los propios trabajadores de la empresa automovilística carecían de confianza y del sentido de misión compartida. En 1963, cuando IKA anunció el cierre durante una semana a sus 9.000 empleados, el tema de la equidad se convirtió en algo funesto para la empresa. Los trabajadores «organizaron disturbios inmediatamente, tomaron la planta y encerraron a 150 supervisores y capataces en el taller de pintura. Blandieron latas que rezumaban gasolina y amenazaron con pegar fuego al taller si los dirigentes no revocaban la orden de cierre. El presidente de Kaiser Argentina, F. McCloud, temiendo por la seguridad de los directivos rehenes, al final capituló». En 1969

18. Fukuzawa (1969 [1876]).

19. «La planta de Kaiser en la Argentina atacada por piezas defectuosas, huelgas y demoras»

y 1972, en IKA volvieron a producirse otras huelgas violentas y destructivas. En 1972 el gobierno llegó a llamar al ejército para que protegiera las plantas de los huelguistas.

Con tales condiciones, no resulta sorprendente que los inversores no sintieran ningún entusiasmo por aportar nuevos fondos. «Desde una perspectiva económica, la fabricación de automóviles en Hispanoamérica es un absoluto sinsentido», declaró el tesorero de una gran empresa. «Si no fuera por los impuestos, aquí podríamos importar coches por solo doscientos dólares más de lo que cuestan en Estados Unidos o Europa.»<sup>20</sup> Esta opinión se convirtió en una historia de amplia difusión que disminuyó no solo el precio de las acciones, sino también la fuerza laboral de IKA. La única esperanza era que la subvención continuada del gobierno permitiera mantener el negocio.

Por descontado, en Japón la industria automovilística también recibió subvenciones del gobierno. La Ley de Comercialización y Fabricación de Automóviles de 1936 le concedió un trato preferencial en sus obligaciones fiscales. Pero la formación tanto de Toyota como de Nissan Motor Company era algunos años anterior a esta ley. A diferencia de IKA, la fundación y el desarrollo de Toyota se basaron en la autoestima y la confianza. Los japoneses, individual y colectivamente, eran ambiciosos y sabían que de alguna manera, el futuro de su gran país precisaba una industria automovilística. En su análisis sobre el surgimiento de la cultura japonesa moderna, Eiko Ikegami detalla la evolución de un orden social único que exteriormente parece muy educado y formal.<sup>21</sup> Pero esta misma cultura es extraordinariamente propensa a permitir que la gente participe en ambiciosas e interesantes aventuras sin por ello franquear fronteras que pudieran constituir un desafío del ego personal o sugerir falta de equidad. Este tipo de proyectos atrae a un amplio conjunto de gente unida por lazos endeblados. Antes de que la poesía haiku apareciera bajo la forma con que la conocemos hoy en día,

20. Moffitt (1963).

21. Ikegami (2005).

explica; en Japón se produjo un movimiento en pro de la escritura de versos encadenados. Se trataba de poemas largos escritos por varios poetas, en los que cada uno contribuía con una pequeña parte que podía considerarse un haiku en sí mismo, pero que solo se valoraba como una parte del todo. Metafóricamente hablando, las grandes empresas de Japón son como estos haikus encadenados.

Antes del fin de la Segunda Guerra Mundial el concepto de sindicato organizado apenas existía en Japón.<sup>22</sup> Las organizaciones sindicales existentes no solían organizar huelgas o negociaciones colectivas con la alta dirección de las empresas.<sup>23</sup> Después de la guerra, a finales de la década de los cuarenta y bajo la influencia de la ocupación de Estados Unidos, se crearon verdaderos sindicatos e incluso un sindicato nacional de trabajadores del sector del automóvil, Zenji. Pero la idiosincrasia nacional japonesa seguía encontrando que el concepto de sindicato, y en particular de huelga, era difícil de captar. La organización Zenji se encontró con que había varios líderes comunistas que se enfrentaban a elementos importantes de la sociedad japonesa. Como consecuencia de la amplia oposición del público a los sindicatos, y en especial el miedo al comunismo, en 1953 el gobierno japonés adoptó una fuerte tendencia antisindicalista a raíz de una huelga en Nissan. Su efecto destruyó el sindicato existente y supuso un apoyo para la creación de un nuevo sindicato de empresas que se fundó con la colaboración de Nissan. Poco tiempo después, Nissan ofrecía a sus empleados un puesto de trabajo para toda la vida.

En cambio, el movimiento sindical en Argentina había sido muy fuerte y combativo desde que en 1910 se había producido la huelga del ferrocarril. Se produjeron disturbios en Buenos Aires que precipitaron una respuesta contundente del gobierno y convirtieron la ciudad en un «campamento

22. Cusumano (1985).

23. En 1920 se produjo una gran huelga en la Yahata Steel Company, en 1933 disturbios laborales en la Singer Sewing Machine Company y en 1937 una huelga de geishas organizada por los sindicatos, pero sin que los acontecimientos alcanzaran nunca la gravedad de Argentina.

militar».<sup>24</sup> A partir de ese momento, los conflictos relacionados con la gestión laboral fueron hechos destacados de la política nacional argentina. En 1946 salió elegido el gobierno de Juan Perón de tendencia laborista y se redactó una nueva constitución que garantizaba los derechos laborales. No resulta sorprendente, por tanto, que las relaciones hostiles en el ámbito de la gestión laboral se cebaran en IKA. La empresa sufrió una larga serie de huelgas que no solo hicieron que la producción fuera cada vez más costosa, sino que terminaron limitándola a 70 vehículos por día.<sup>25</sup>

¿Por qué los sindicatos encajaron perfectamente en Japón y no en Argentina? Uno de los factores clave subyacentes era su sentido diferente de la identidad. En Japón, los trabajadores del sector automovilístico se consideraban parte de la organización y, por tanto, no juzgaban cada una de las acciones que realizaba su compañía en términos de equidad. Tendían a considerar que el éxito de su compañía era su propio éxito. La política de un puesto de trabajo para toda la vida permitió que los trabajadores se identificaran con la corporación. Nissan deseaba fomentar un sentido compartido de la confianza y la responsabilidad y su táctica tuvo éxito.

La comparación entre la confianza y la percepción de la equidad en Japón y Argentina que acabamos de examinar se puede considerar como un asunto exclusivo de diferencias entre las culturas nacionales. En realidad, sin embargo, existen muchas razones para creer que estos factores cambian con el paso del tiempo, incluso dentro de una misma empresa e igualmente en diferentes países, a medida que se va consolidando el éxito de la empresa y se van produciendo cambios en el precio de sus acciones. Si entonces se vive con un sistema de realimentación de precio-espíritus animales-precio, nos hallamos en un mundo que resulta muy difícil de predecir. Las empresas y las personas de Japón y Argentina de hoy en día pueden ser bastante diferentes de los que hemos descrito antes y vol-

24. Alexander (2003).

25. «La planta de Kaiser en la Argentina atacada por piezas defectuosas, huelgas y demoras.»

verán a cambiar en el futuro para formar parte de una realimentación económica interminable.

A muchos economistas no les gustan las historias sobre realimentación psicológica, ya que consideran que ofenden su concepto fundamental de la racionalidad humana. Además, existe otra razón para desestimarlas: no existe ningún sistema consagrado que permita cuantificar la psicología de las personas.<sup>26</sup> Muchos economistas consideran que los intentos que se han efectuado hasta ahora para cuantificar la realimentación e incorporarla en los macromodelos son demasiado arbitrarios y, por tanto, siguen sin convencerles.

### **Espíritus animales y oscilaciones del precio del petróleo**

Igual que el precio de las acciones, el precio del petróleo experimenta grandes fluctuaciones. Algunas fueron especialmente trascendentes, como la crisis del petróleo de los años 1973 a 1986. La primera crisis del petróleo golpeó a la economía desde 1972 a 1974, cuando los países productores de petróleo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) restringieron su producción. El precio del crudo de petróleo se duplicó con creces, pasando de 3,56 dólares el barril en 1972 a 10,29 dólares el barril en 1974.<sup>27</sup>

Al parecer, los dirigentes de la OPEP tomaban represalias por la derrota árabe de 1973 en la guerra del Yom Kippur. Pero existe otra explicación menos conocida sobre el motivo y la coyuntura de su actuación. Antes de 1973, la denominada anacrónicamente Texas Railroad Commission (Comisión

26. Los modelos econométricos en general se describen bien como modelos de realimentación que solo contienen datos observables, con todos los datos no observables relegados a lo que se denominan términos de error. Aunque creemos que estos modelos suelen ser útiles, ciertamente descuidan algunas estructuras importantes que contienen variables psicológicas que no podemos cuantificar.

27. <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/OILPRICE>.

del ferrocarril de Texas) regulaba la fracción de tiempo durante la cual se permitía bombear a los productores de petróleo del estado de Texas. La restricción sobre el bombeo elevó el precio del petróleo, beneficiando a los productores de Texas. El público casi no se dio cuenta de que a finales de 1972 la comisión elevó la cuota al 100%, eliminándola definitivamente.<sup>28</sup> Pero esta acción significó que a partir de entonces, la OPEP tendría vía libre y podría disminuir su producción para aumentar los precios sin que Estados Unidos pudieran oponerse.

Aunque fue la primera vez que los precios del petróleo subieron mucho, en 1979 volvieron a dispararse. La guerra de Irán-Irak interrumpió el suministro de petróleo del Golfo Pérsico y el precio del petróleo volvió a doblarse. Permaneció elevado hasta 1986 en que, después de la tremenda recesión de comienzos de la década de 1980, el cártel de la OPEP se hundió y el precio del petróleo se redujo a la mitad.

Este breve resumen sobre el mercado del petróleo durante los años cruciales parece indicar que sus precios estaban determinados por principios fundamentales que, aunque no eran económicos, sí eran principios políticos y militares, como la guerra y la paz. Quizá fueron los protagonistas predominantes en el mercado del petróleo durante aquellos años y lo han seguido siendo desde entonces. Aun así, también vemos que existe realimentación entre la confianza, la producción y los precios que rigen en el mercado del petróleo (aunque de forma atenuada), y que es extraordinariamente similar a la del mercado bursátil.

El incremento de los precios del petróleo durante la década de 1970 se acompañó con una creciente retórica sobre la explosión de la demografía y la carestía que acarrearía de productos de primera necesidad. Cuando una década más tarde terminó la crisis del petróleo, esa retórica no desapareció, aunque disminuyó bastante. Dieciocho meses antes de la restricción sobre la producción de la OPEP, un equipo de investigadores del Instituto

28. Ideas personales de Akerlof como colaborador del Comité de Asesores económicos en 1973.

Tecnológico de Massachusetts, bajo la dirección de Jay Forrester, publicó un informe inquietante. Forrester era famoso como el científico informático que un par de décadas antes había diseñado el sistema de memoria magnética del ordenador más utilizado, el IBM 650. El informe de su grupo de investigadores llegaba a la conclusión de que el mundo estaba agotando sus recursos naturales.

El informe, titulado *Los límites del crecimiento: Informe para el proyecto del Club de Roma sobre las problemáticas de la humanidad*, pronosticaba que se producirían desastrosos problemas económicos en todo el mundo. En uno de los contextos, el resultado sería que a finales del siglo XXI moriría entre una cuarta parte y la mitad de la población mundial. Se produciría una gran escasez de recursos naturales que se reflejaría en un incremento enorme de los precios, lo cual significaría indudablemente que «la tasa de mortalidad se dispararía como consecuencia de la falta de alimentos y servicios sanitarios». <sup>29</sup> El prestigio profesional de Forrester otorgó credibilidad al informe ante el público, a pesar de que los críticos alegaron que se basaba en suposiciones cuestionables. Sin embargo, *Los límites del crecimiento* era un producto típico del pensamiento popular de su tiempo y las opiniones que contenía fueron una gran ayuda para el establecimiento del cártel de la OPEP. Si reducía su producción, no solo se vería recompensada inmediatamente por el incremento de los precios, sino que también estaría ahorrando sus reservas de petróleo para días más duros, cuando su precio aun fuera más elevado. Además, la decisión de la OPEP también animó a los que obtenían beneficios de las conclusiones del Club de Roma. ¿Qué prueba más contundente podían encontrar sobre su teoría que la triplicación del precio del petróleo ante sus propios ojos?

Pero entonces sucedió lo inimaginable. Después de la grave recesión de comienzos de la década de los 80, el precio del petróleo cayó y, por lo menos durante un tiempo, las historias sobre el agotamiento de los recur-

29. Meadows et al. (1972, pág. 125).

sos naturales disminuyeron. Un estudio ProQuest realizado por el *New York Times*, *Los Angeles Times* y el *Washington Post* sobre artículos de prensa que contenían las palabras *reservas comprobadas* y *petróleo* confirmó la tendencia. Durante el período de un lustro entre 1965-1969, solo 18 artículos contenían estas palabras, durante el período 1970-1974, 60 artículos, entre 1975-1979, 115 artículos, entre 1980-1984, 137 artículos, y entre 1985-1989 solo 73 artículos. Un patrón similar se produjo en la búsqueda de artículos que contuvieran «recursos no renovables».

Sin duda, las consideraciones económicas y políticas representaron un papel preponderante en el *boom* y el hundimiento de la OPEP y la industria petrolera durante esos años. Que nuestros recursos naturales tienen sus límites lo sugiere el hecho de que el 2 de julio de 2008 el precio del petróleo alcanzara su cúspide de 145,31 dólares el barril antes de volver a hundirse. El calentamiento global es una amenaza en gestación, pero entre estas perspectivas a largo plazo (tanto para la tierra como para la producción de petróleo), el precio del petróleo y las historias relacionadas con él se parecen extraordinariamente a las del mercado bursátil y sus mitos. Son demasiado variables. Una vez más, se debería despedir al que predice el tiempo.

### Los mercados como propulsores de la inversión

Las inversiones que realiza un país, en maquinaria y equipos, la construcción de fábricas, puentes y autopistas, software e infraestructuras de comunicación, tienen una importancia enorme para su prosperidad económica. Estas herramientas transforman nuestro trabajo cotidiano en rendimiento moderno y sofisticado. Cuanto mejor sean nuestras herramientas, mejor será nuestro nivel de vida. Si un país importa la maquinaria y el software más actuales o, en el mejor de los casos, los fabrica directamente, sus trabajadores están obligados a un aprendizaje que les mantiene a la cabeza de las últimas tendencias en tecnología. La inversión genera experiencia práctica con nuevas tecnologías. Diversos estudios concienzudos han confirma-

do que los países que han efectuado más inversiones de este tipo son los que tienen los niveles de vida más elevados.<sup>30</sup>

No obstante, hoy en día no son los gobiernos (con escasas excepciones) quienes deciden las inversiones que realizarán sus países, sino los hombres de negocios, los cuales mientras están limitados por parámetros financieros, están obligados a *creer* en sus inversiones. En última instancia, sus procesos de toma de decisiones son intuitivos y psicológicos. Por tanto, el futuro de los países está en las manos de los hombres de negocios que deciden las inversiones, las cuales dependen en gran medida de su psicología.

Los estudiantes de las escuelas empresariales estudian las matemáticas de la presupuestación del capital y las teorías sobre las decisiones óptimas de inversión. Pero cuando las compañías deciden lo que deben invertir, los factores psicológicos subyacentes representan un papel preponderante. La aplicación de la teoría de la presupuestación de capital requiere entradas: flujo previsto en efectivo procedente de inversiones, costes del capital estimado de la empresa, reacciones previstas del mercado bursátil a la inversión, y correlaciones con otros riesgos. Además, estos dependen indirectamente de numerosos factores adicionales: oportunidades para que la compañía aprenda de su experiencia, establezca contactos y organice canales de distribución, sinergia con otras inversiones, y efectos sobre la imagen corporativa y el sector de mercado. No existe ninguna fórmula sencilla que permita cuantificar estos factores y establecer las cifras que requiere la teoría sobre la presupuestación de capitales. Estas actividades empresariales suelen desarrollarse en un ambiente muy competitivo. Las decisiones se deben tomar con rapidez basándose en la información disponible y se debe actuar inmediatamente.

30. De Long y Summers (1992), en una comparación entre países de todo el mundo, demostraron que los que tienen un nivel más elevado de inversión, sobre todo en equipamientos, tienen un crecimiento superior de la renta *per capita*. Hsieh y Klenow (2003, pág. 1) llegan a la conclusión, además, de que: «Una de las relaciones más sólidas que establece la bibliografía empírica sobre el crecimiento es la correlación positiva entre la tasa de inversión en capital físico y el nivel de rendimiento por trabajador».

Volvamos a la autobiografía de Jack Welch, *Hablando claro*, para poder observar este enfoque psicológico en acción. Dice: «No será el PIB el que nos haga crecer... sino que, en vez de su furgón de cola, GE será la locomotora que impulsará al PIB». Welch insistía en que sentía desconfianza hacia los procedimientos cuantitativos: «Lo último que deseaba era una serie de planteamientos técnicos para ganar unos puntos. Disponíamos de docenas de personas que se dedicaban a analizar continuamente lo que a mí me parecían "libros muertos". En ningún momento de mi carrera he querido ver un libro de planificación antes de que su responsable me lo presentara. Para mí, el valor de esas sesiones no residía en los libros, sino en la cabeza y el corazón de la gente que acudía a Fairfield [la sede central de GE en Connecticut]. Deseaba profundizar, ir más allá de los *dosiers* y penetrar en las ideas que contenían. Necesitaba observar el lenguaje corporal de los líderes empresariales y la vehemencia que ponían en sus argumentaciones». Welch describe su reacción ante un análisis de inversión de un empleado: «Taché el análisis del plazo de recuperación de su último gráfico, marqué la transparencia con una X y garabateé la palabra «*Infinitos*» para indicar que los beneficios de nuestra inversión serían ilimitados».<sup>31</sup>

Los hombres de negocios toman decisiones sobre el futuro que se basan en la ausencia total de certidumbre. *Risk, Uncertainty and Profit* (El riesgo, la incertidumbre y el beneficio), escrito en 1921 por Frank Knight en Chicago, se considera un clásico. Knight estableció una distinción entre el concepto de riesgo de los economistas y otro tipo diferente de incertidumbre presente en casi todas las decisiones empresariales. El *riesgo*, explicó, se refiere a algo que se puede medir con probabilidades matemáticas. En cambio, la *incertidumbre* se refiere a algo que no se puede medir porque no existen normas objetivas para expresar las probabilidades. Los teóricos de la economía se han esforzado siempre para comprender cómo gestiona la gente esta innegable incertidumbre. A medida que va pa-

31. Welch y Byrne (2007).

sando el tiempo, sus esfuerzos parecen converger en la economía conductual.<sup>32</sup> La expresión de Jack Welch «directamente de las entrañas» lo resume: las decisiones importantes relativas a una inversión siempre son más intuitivas que analíticas. Esta intuición es un proceso social que sigue las leyes de la psicología y, en particular, ya que se toman decisiones en grupo, de la sociología.

Las actividades empresariales, por lo menos las que tienen éxito, prosperan gracias al entusiasmo de *crear* futuro. Lo que importa en la economía global son las empresas que tienen éxito. En una empresa, las decisiones de inversión que acompañan al desarrollo del éxito son secundarias a este concepto. La historia de una empresa se narra en términos completamente diferentes de los que emplean los economistas en sus historias de siempre sobre la adquisición de empresas y equipos. Preguntar por qué fluctúan los gastos de capital de un año a otro es como preguntar por qué el consumo de cerveza varía de una fiesta a otra. ¿Lo sabe o lo recuerda alguien? ¿Le importa realmente a alguien? La inversión solo fue un medio con una finalidad. Pareció necesaria durante una época en la que sucedían cosas importantes. O quizá no hubo inversión porque las grandes ideas se tuvieron que

32. Truman Bewley (2002), basándose en experimentos efectuados por Daniel Ellsberg que demuestran que la gente siente aversión por la incertidumbre, describe la reacción popular ante la incertidumbre como de inercia, es decir, que la gente suele quedarse con el *statu quo*. Se han desarrollado algunos modelos macroeconómicos en los que la gente reacciona ante la incertidumbre a través de un proceso de toma de decisiones que minimiza las pérdidas máximas utilizando una teoría sobre la incertidumbre desarrollada por Gilboa y Schmeidler (1989). Sims (2001) ha examinado esta bibliografía macroeconómica, pero sostiene que estos modelos de la incertidumbre se han construido en general de manera demasiado restringida, en la que unos pocos árboles no dejan percibir el bosque entero de la incertidumbre. Caballero y Krishnamurthy (2006) sostiene que la incertidumbre fundamental crea temores de difícil manejo sobre posibles crisis económicas sistémicas sin especificar, y que dichos temores a su vez hacen que los financieros reaccionen con unos requerimientos excesivos de seguridad que provocan la crisis financiera.

posponer a causa de otros problemas. De modo que nunca se llegaron a discutir las posibilidades que ofrecían las grandes inversiones.

Teniendo en cuenta las fluctuaciones especulativas de los precios de los activos que hemos comentado, podría parecer que parte del motivo de estas fluctuaciones tiene que ver con el cambiante precio de los activos y las creencias que se les asocian. Welch observó que: «El estado de ánimo de la compañía fluctuaba según las tendencias alcistas de nuestros recortes de prensa y el precio de nuestras acciones. Cada relato positivo parecía animar a la compañía y cada artículo deprimente confería esperanzas a los cínicos caprichosos».<sup>33</sup>

Debemos tener cuidado con lo que decimos e indicar también que existen ciertas dudas sobre la relación entre el precio de las acciones y la inversión. Existe una explicación muy sencilla, llamada la  $q$  de Tobin, creada por el economista James Tobin y su colega William Brainard, que afirma que debería existir una correlación exacta entre el mercado bursátil y la inversión.<sup>34</sup> La cantidad  $q$  es la relación entre el valor de mercado de la empresa (el valor de sus acciones más el valor de sus obligaciones) y el valor de su capital. Su capital, por descontado, consiste en la maquinaria, los equipos, el terreno, los inventarios, el software, etc. Si el precio de una empresa aumenta muy por encima del valor de su capital, según esta explicación, se crea un incentivo para duplicar el tamaño de la empresa, lo cual conlleva la compra del capital. Por tanto, la inversión será elevada si también lo es la  $q$ . Y, por descontado, no tiene que ser una empresa nueva la que haga esta inversión. Una empresa antigua también puede aumentar su tamaño. A mayor  $q$ , mayores alicientes para invertir.<sup>35</sup>

33. Welch y Byrne (2007).

34. Brainard y Tobin (1968).

35. El valor de los activos también afecta a las posibilidades de que las empresas quiebren. A las empresas que están al borde de la quiebra les resulta difícil, cuando no imposible, conseguir créditos y, por tanto, suelen renunciar a oportunidades provechosas de inversión después de que una variación del valor de los activos haya repercutido en su balance financiero.

El modelo de la  $q$  de Tobin podría aplicarse hasta cierta medida, pero resulta que la correlación entre  $q$  y la inversión es débil,<sup>36</sup> lo que podemos observar en la línea del gráfico de la relación entre la inversión (relacionada con el capital social) y la  $q$  durante los últimos cien años. Las décadas de 1920 y de 1930 presentan una excelente correlación entre la inversión y la  $q$ . En 1929 el mercado de valores estaba en alza, así como la inversión. El mercado bursátil se hundió, tocando fondo a principios de la década de los treinta, y lo mismo sucedió con la inversión. Luego, en 1937, el mercado bursátil se lanzó a una cresta tan elevada en términos reales como la de 1929. Y lo mismo sucedió con la inversión. El mercado bursátil fue bastante volátil durante el *boom* del milenio de la década de los noventa. Cuando se produjo el alza del mercado de acciones, lo mismo sucedió con la inversión. Luego, después de 2000, se hundieron juntos. Pero entre la Depresión y los tiempos actuales se produjeron dos episodios significativos, en los que el mercado bursátil descendió, pero la inversión continuó siendo dinámica. Después de la Segunda Guerra Mundial, el mercado bursátil se recuperó, con lo que la economía se fortaleció. De hecho, la economía llegó a ser tan potente que en 1947 la inflación aumentó más del 14%. Durante esa época,

36. Morck *et al.* (1990) han investigado el modelo  $q$  de Tobin usando datos de ámbito empresarial, y Blanchard *et al.* (1993) han hecho lo mismo usando noventa años de datos globales sobre Estados Unidos. Ambos estudios han detectado una correlación débil entre la  $q$  y la inversión. Por otra parte, Baker *et al.* (2002) han conseguido algunos resultados alentadores, en cierto modo, para el modelo (resultados que son alentadores para un subconjunto de empresas). Exponen que aunque las empresas no respeten las valoraciones que reciben sus acciones en el mercado, algunas empresas (las de «patrimonio limitado» y que, por consiguiente, necesitan basarse en la financiación de patrimonio para sus necesidades de inversión) responderán con su conducta inversora al precio de sus propias acciones. Han encontrado muchos indicios del efecto de la  $q$  de Tobin en la inversión de estas empresas. Sus resultados corroboran la noción de que la débil correlación que se ha observado entre la  $q$  de Tobin y el mercado bursátil es causal, y que las variaciones del mercado bursátil producidas por variaciones puramente especulativas son en realidad una parte de los motivos que provocan las fluctuaciones macroeconómicas.

la  $q$  cayó por debajo de uno a pesar de que la inversión era elevada. A continuación, después de la primera crisis del petróleo, el mercado bursátil volvió a caer considerablemente y, de nuevo, la inversión siguió siendo sólida. ¿Qué estaba sucediendo? De nuevo había inflación, que en 1974 superó el 11%. En el capítulo 4 se expone la típica reacción a la inflación del mercado bursátil. Cuando aparece la ilusión monetaria, el mercado se desploma de forma totalmente irracional.

Aunque los datos no son muy elocuentes, parecen indicar que cuando la pérdida de confianza provoca la caída de los mercados bursátiles, también se produce una caída de la inversión. Pero si el mercado bursátil se derrumba por culpa de la inflación mientras la economía permanece sólida, es muy probable que la inversión también continúe siendo elevada.<sup>37</sup> Quizá los datos no reflejan la realidad con claridad, pero esta interpretación del pasado siglo de la historia económica de Estados Unidos nos parece muy coherente con nuestra teoría y nuestra lectura precisa sobre el comportamiento de la economía durante el transcurso del ciclo financiero.

### La doma de la fiera o cómo conseguir que los mercados financieros trabajen para nosotros

En este capítulo se ha explicado por qué los mercados bursátiles experimentan fluctuaciones excesivas, los factores psicológicos que los afectan y las realimentaciones que se producen entre ellos y la economía real. Pero ¿qué significa esto para la política económica? A lo largo de todo el capítulo hemos visto un tema recurrente: las teorías que desarrollan los

37. Blanchard *et al.* (1993) aceptaron un reto (al explicar la inversión) entre un indicador de  $q$  obtenido de estimaciones sobre beneficios futuros previstos y un indicador convencional basado en los precios del mercado bursátil. El indicador del mercado bursátil era claramente el perdedor, igual que lo volvió a ser en una reconstrucción de Bond y Cummins (2000), quienes contrastaron la  $q$  del mercado bursátil con un indicador obtenido de las previsiones de los analistas sobre beneficios futuros.

economistas sobre el funcionamiento general de la economía son demasiado simplistas, lo cual significa que deberíamos despedir al hombre del tiempo.

En términos prácticos, ¿qué significa despedir al hombre del tiempo? Los hombres del tiempo de la economía estadounidense han sido los expertos y los políticos que se han dedicado a cantar alabanzas sin cesar sobre los mercados libres. Esta visión sobre las maravillas de los mercados libres es una historia más que ha exacerbado el auge y la caída de los mercados bursátiles y los mercados reales. Antes también nosotros hemos cantado alabanzas a las maravillas del capitalismo, aunque no sin plantear ciertos reparos. El capitalismo llena los supermercados con miles de artículos que tientan nuestras ilusiones, pero si deseamos comprar unguento de la serpiente, eso es precisamente lo que va a fabricar.

Con tantos elogios que ha recibido el capitalismo durante las dos últimas décadas, se han olvidado los reparos. El capitalismo es bueno, sí, pero también cae en excesos que deben vigilarse. Los mercados financieros son un ejemplo de lo que debe vigilarse con mucha atención. En el capítulo anterior hemos visto que el ciudadano medio americano detestaba reflexionar sobre su economía personal. Lo cierto es que si no existiera la Seguridad Social, cuando se jubilase estaría arruinado. Su falta de capacidad para evaluar estos problemas significa que los mercados financieros deben regularse con mucho cuidado. ¿Por qué? Porque se trata del lugar donde él corre mayor peligro de comprar unguento de la serpiente. Una de las formas que presenta este unguento de la serpiente es el exceso de alzas y caídas de los mercados bursátiles. Cuando compra, en realidad no sabe lo que está comprando. Como el punto de vista que adoptan los expertos y los políticos (y también los economistas) sobre el capitalismo es cada vez menos crítico, se ha creado una industria entera destinada a producir y vender productos financieros discutibles. En la mayoría de los casos, no los compra él mismo, sino que autoriza a otras personas para que controlen su fondo de pensiones, su cuenta 401(k), su inversión en fondos de mercado, o, en el caso de que sea muy rico, a sus gestores de fondos de alto riesgo para que adquieran productos de este tipo. Los que actúan en representa-

ción de estos fondos obtienen beneficios financieros que suelen ser muy elevados. Pero han dejado al pobre ciudadano medio en la estacada.

Sin embargo, no es el ciudadano medio lo que nos preocupa. Este libro trata sobre macroeconomía. Nos preocupa que cuando queda en la estacada, se produce una pérdida general de confianza en los mercados a la que suele seguir una grave recesión.

Por consiguiente, despedir al hombre del tiempo significa que hay que abandonar el mito de que el capitalismo es totalmente bueno. También significa que hay que aceptar la otra cara del capitalismo, en la que hay que fijarse bien en lo que se compra, ya que siempre hay alguien dispuesto a vendernos la moto. Ha llegado el momento de tener en cuenta que lo que permite que el capitalismo funcione son las reglamentaciones que garantizan que cuando un ciudadano invierta su dinero en el mercado, suscriba una hipoteca o se compre un coche, reciba un producto con ciertas garantías. En la década de los treinta, después de una catástrofe de dimensiones y consecuencias inconcebibles, la administración Roosevelt se tomó muy en serio este tema y estableció garantías para proteger al público de los excesos del capitalismo, que consistían, sobre todo, en reglamentaciones financieras y bancarias, como la Comisión controladora de acciones y valores (*Securities and Exchange Commission*), el FDIC y muchas otras más. Durante 70 años nos hemos beneficiado de las garantías que se establecieron en esa época y que, junto con las políticas fiscales y monetarias, nos han mantenido alejados de una recesión grave.

Pero los mercados financieros han cambiado y su complejidad ha aumentado. En Estados Unidos su complejidad ha propiciado el incumplimiento de las reglamentaciones del «alfabeto de agencias» creado por Roosevelt y sus seguidores. Despedir al hombre del tiempo significa que necesitamos una nueva versión sobre lo que está pasando en los mercados que no siempre augure que brillará el sol sobre el capitalismo. Hay que recuperar el prestigio y darse cuenta de que las historias que la gente se cuenta sobre la economía son exageradas. Actualmente existe la necesidad de protegerse de estas exageraciones y reconocer que los mercados financieros requieren regulación. Aunque fallen las reglamentaciones de-

bido a las realimentaciones que se producen entre los mercados financieros y la economía real, aun hay espacio para aplicar políticas respetuosas y reflexivas que protejan la seguridad financiera. Una de nuestras principales prioridades económicas deberá ser la protección renovada del consumidor financiero.

En caso de emergencia, como refuerzo, cuando caigamos en la recesión, existirá una política monetaria y fiscal, aunque seamos conscientes de que esta política y su efectividad tienen sus limitaciones. Ahora es el momento de rediseñar reglamentaciones financieras que admitan la presencia de los espíritus animales que suelen afectar a los mercados, para lograr que trabajen con mayor eficacia y minimizar la magnitud de lo que necesitaremos, una vez que se haya producido el rescate financiero, para salir del agujero.

## 12

## ¿Por qué los mercados inmobiliarios experimentan ciclos?

Los mercados inmobiliarios son prácticamente tan volátiles como los mercados bursátiles. Los precios del suelo agrícola, de la inmobiliaria comercial y las viviendas y de la propiedad horizontal han experimentado una serie de grandes burbujas, como si la gente fuera incapaz de aprender de las anteriores.<sup>1</sup> En este capítulo podríamos argumentar que estos acontecimientos, sobre todo la reciente y enorme burbuja de los precios de la vivienda a comienzos del siglo *xxi*, están afectados por los mismos espíritus animales que, según hemos podido observar, participan en toda la economía. La mayoría de los elementos ya familiares que forman espíritus animales, como la confianza, la corrupción, la ilusión monetaria y la historia oral, representan igualmente un papel fundamental en los mercados inmobiliarios.

---

1. Gran parte de este capítulo se basa en el trabajo conjunto de Shiller con Karl Case, por ejemplo, Case y Shiller (1988, 2003). Allan Weiss, que se encargó del desarrollo de los índices Case-Shiller sobre el precio de la vivienda, también ha sido una influencia constructiva.

Por algún motivo, a finales de la década de 1990 y a comienzos de la de 2000, la idea de que las casas y los apartamentos eran una inversión fantástica, llenó la imaginación del público estadounidense y de muchos otros países. Los precios no solo aumentaron, sino que también se produjo una exaltación palpable hacia la inversión inmobiliaria. Se podía observar a los espíritus animales campando por doquier.

Fue el mayor *boom* de la vivienda de la historia de Estados Unidos y abarcó casi una década que comenzó a finales de 1990. Antes de que comenzara el auge en 2006 los precios casi se duplicaron.<sup>2</sup> Mientras duró, este *boom* espectacular, que se reprodujo también en otros países, favoreció la economía del mundo entero y sus mercados bursátiles. Cuando terminó, dejó la mayor crisis del mercado inmobiliario desde 1930, la llamada crisis de las hipotecas *subprime*, así como una crisis financiera global cuyas dimensiones generales aún no se han cuantificado.

Pero ¿qué causó semejante auge y caída? ¿En qué estaba pensando realmente la gente?

Un buen comienzo es leer *How a Second Home Can Be Your Best Investment* (Una segunda residencia puede ser su mejor inversión), de Tom Kelly (presentador de un programa radiofónico) y John Tuccillo (economista ex responsable de la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios). Se publicó en el año 2004, mientras el precio de la vivienda aumentaba velozmente. El libro explica: «Hay que contemplarlo de esta manera: si cree que su casa es lo bastante buena como para vivir en ella, otras personas también pueden pensarlo y le pagarán por ese privilegio. La titularidad de una inversión inmobiliaria, sobre todo de una propiedad que se puede disfrutar en persona, como una casa para las vacaciones o una residencia para la jubilación, es la inversión más provechosa que se halla al alcance del estadounidense medio».<sup>3</sup> Aparte de la racionalidad de esta frase, el libro carece de argumentos sólidos que expliquen el motivo de que la inmobiliaria pueda constituir la mejor inversión.

2. Case (2008, pág. 4).

3. Kelly y Tuccillo (2004, pág. vii).

Kelly y Tuccillo señalaron que las inversiones inmobiliarias suelen ser inversiones con financiación externa. Aunque ésta no es una razón para obtener beneficios elevados, ya que las inversiones financiadas pueden resultar muy malas si los precios bajan, como han descubierto los propietarios de viviendas durante la crisis financiera actual. La posibilidad de una caída interna del precio de la vivienda ni siquiera se menciona. Por supuesto, esta manera de pensar es característica de las burbujas especulativas. No expone motivos racionales sobre las posibilidades reales de inversión.

En cambio, el libro estaba repleto de historias. Por ejemplo, Ken y Nedda Hamilton habían vivido toda su vida en Pennsylvania. Desde hacía años, su sueño era tener una casa en Florida, pero solo se pusieron en movimiento después de que su hijo Fred les planteó la posibilidad de invertir y se ofreció como coinversor. Un agente inmobiliario les permitió pasar una noche en diferentes casas situadas cerca de Naples, Florida. Una de ellas les encantó, la compraron y fueron muy felices. Una retahíla de historias como éstas permite que el lector escoja la historia que mejor le cuadre y mejor le sirva de modelo según su propia circunstancia.

Es obvio que los autores no sintieron ninguna necesidad de explicar el motivo de que la vivienda fuera la mejor inversión. Pero ¿por qué los inversores ya estaban convencidos de ello incluso antes de leer el libro?

### Creencias ingenuas o intuitivas sobre la inmobiliaria

Parece que la gente había adquirido un fuerte sentido de la intuición sobre el alza imparable del precio de la vivienda en todas partes. Parecía realmente segura de ello, tanto que estaba dispuesta a desestimar a cualquier economista que opinara otra cosa. Si se le exigía una explicación, solía contestar que ya que existía poco terreno, los precios inmobiliarios siempre habían subido. La presión de la población y el crecimiento económico tenderían a incrementar en gran medida e inevitablemente los precios inmobiliarios. Se puede demostrar fácilmente que estas justificaciones son falsas, pero no importa.

La gente no siempre expresa estas opiniones, sobre todo si el precio de la vivienda no ha aumentado durante años o décadas. Al parecer, la típica historia sobre la cantidad limitada de terreno, el crecimiento de la población y el crecimiento económico, tiene un encanto eterno, aunque solo resulta convincente cuando el precio de la vivienda sube con rapidez.

El atractivo de esta polémica reside en que suele ir unida a historias sobre *booms* inmobiliarios y a que se divulga corriendo la voz, lo cual potencia su auge. El contagio de las razones sobre el aumento constante de los precios de la vivienda se ve reforzado por la intuición que lo respalda.

No obstante, la experimentación ha demostrado que la intuición de las personas sigue falsos modelos, incluso sobre fenómenos físicos muy elementales. En 1980, Michael McCloskey y sus colegas realizaron un experimento psicológico con un grupo de prelicenciados a los que mostraron la imagen de un tubo curvo y delgado de metal. A continuación, los investigadores les preguntaron cuál sería la trayectoria de una bola de metal que se disparara a alta velocidad con el tubo. El 49% de los estudiantes que no habían estudiado física contestaron que la bola continuaría describiendo una trayectoria *curva* como sugería el tubo y el 19% de los estudiantes que habían estudiado física dibujó la trayectoria curva de la bola.<sup>4</sup>

Podría pensarse que un principio físico tan elemental como la tendencia al movimiento de los objetos a lo largo de trayectorias rectas se puede aprender de la experiencia cotidiana. Sin embargo, resulta sorprendente que tanta gente cometa el mismo error. De hecho, cuando McCloskey y sus colegas pidieron a los estudiantes que explicaran las respuestas incorrectas que habían dado, sus razonamientos coincidieron con la teoría medieval del impulso según la había formulado en el siglo xiv el científico John Buridan.<sup>5</sup> Quizá los estudiantes, igual que el científico del medioevo, habían

4. Los que respondieron erróneamente se equivocaron de manera repetida en diversas variaciones del problema, lo cual suponía que disponían de un modelo erróneo sobre el comportamiento de los objetos móviles.

5. McCloskey *et al.* (1980).

observado algún débil paralelismo de la experiencia ordinaria que les hacía pensar de esa manera. Cualquiera que fuera la explicación, debía existir alguna tendencia psicológica subyacente para que pensasen así, aunque McCloskey y sus colegas no pudieran adivinar su origen.

Al parecer, la gente atiende a diferentes, e igualmente inexplicables, peculiaridades cuando se trata de predecir la trayectoria de los precios inmobiliarios. La idea de que siempre subirán con vigor, e incluso que la inmobiliaria es una de las mejores inversiones que existen, tiene su atractivo, aunque su importancia no haya sido general. Fuera de los *booms* resulta difícil encontrar confirmaciones de que los precios inmobiliarios seguirán subiendo para siempre. En una búsqueda informática de periódicos antiguos, encontramos un artículo de 1887 publicado durante el *boom* inmobiliario que se produjo en varias ciudades estadounidenses, entre ellas Nueva York, que utilizaba ese concepto para justificar el *boom* entre un coro creciente de voces escépticas: «Con el aumento de la población, la demanda de suelo también aumenta. Como el suelo de una zona no se puede estirar, solo existen dos maneras de satisfacer la demanda. Una consiste en construir muy alto y la otra en aumentar el precio del terreno... Dado que todo el mundo comprende perfectamente bien que el terreno siempre será precioso, este tipo de inversión se ha convertido en un dogma de fuerte arraigo popular». <sup>6</sup> De 1952 (justo después del segundo gran *boom* del precio de la vivienda de la historia de Estados Unidos, el incremento del *baby boom* que se produjo inmediatamente después de la Segunda Guerra Mundial) data este argumento: «La gente es consciente de que existen pocas inversiones tan estables y seguras como una casa o una propiedad. A pesar de que durante los años de la depresión disminuyó el valor del suelo y la vivienda, una población en aumento ha mantenido siempre esta tendencia al alza a largo plazo». <sup>7</sup> Estas declaraciones realizadas durante o justo des-

6. «No un *boom*, sino crecimiento.»

7. Brown (1952). Shiller (2008a) proporciona pruebas adicionales de opiniones anteriores sobre la inmobiliaria como inversión.

pués de un *boom* del precio de la vivienda confirman que la idea resurge durante una época de auge. Pero fuera de esas épocas, esas declaraciones son inusuales.

Esta conclusión también resulta incongruente para explicar el *boom*. Los precios de la vivienda habían caído antes, refutando automáticamente la teoría de que siempre subirán. Cabe señalar que los precios del suelo urbano han caído recientemente en Japón (donde el suelo es tan escaso como en otros países). De hecho, desde 1991 hasta 2006 han caído un 68% en términos reales en las principales ciudades japonesas.<sup>8</sup>

Al parecer, la ilusión monetaria permite explicar, por lo menos en parte, la creencia de que las propiedades inmobiliarias constituyen una inversión fantástica.<sup>9</sup> Desde hace bastante tiempo que oímos hablar de índices de precios de viviendas. La gente suele recordar el precio que pagó por su casa, aunque hayan pasado cincuenta años, pero no lo comparan con otros precios de la misma época. Hoy en día podemos oír afirmaciones como: «Pagué 12.000 dólares por mi casa cuando regresé de la Segunda Guerra Mundial». Esto indica los enormes beneficios que supone la compra de la casa, en parte porque no acierta a efectuar la multiplicación por diez de los precios del consumo desde esa época. Durante este intervalo, el valor real de la vivienda quizá solo se ha duplicado, lo cual supondría una revalorización anual de solo un 1,5% anual.

Una teoría sobre la falta de comprensión de la gente procede del denominado precio del valor actual del flujo monetario. En Estados Unidos, el PIB efectivo ha aumentado un 3,4% al año entre 1929, cuando comenzaron a recogerse estadísticas, y 2007, de modo que el PIB efectivo era 13,3 veces mayor en 2007 que en 1929. Teniendo en cuenta que la economía sigue creciendo, podría ser verosímil que el valor de un recurso fijo, como el suelo, también crezca en la misma proporción. Supongamos que

8. Índice de precios del suelo urbano, Japón residencial, las 6 ciudades mayores, Instituto Inmobiliario de Japón, <http://www.reinet.or.jp>, deflactado por Japan CPI Nationwide General Ex Fresh Food–Core Ex Fresh Food.

9. Brunnermeier y Julliard (2006).

es así. ¿Quiere decir esto que invertir en suelo es un gran negocio? Pues no. Si los beneficios procedentes del suelo son proporcionales al PIB, la actual teoría del valor predeciría que el precio del suelo también aumentaría un 3,4% anual. Pero de por sí no constituye un gran beneficio cuando se compara, por ejemplo, con las acciones, cuyo beneficio real presentó una media del 7% anual durante el siglo pasado (2% en forma de beneficios de capital real y 5% en forma de rendimiento de dividendos). En el caso del suelo, el «dividendo» se produciría en forma del valor de las cosechas que podrían crecer en ese terreno, su valor de arriendo o cualquier otro posible beneficio que pudiera obtener su propietario durante el disfrute de su propiedad. Según la teoría del valor actual, si las expectativas de crecimiento de estos dividendos son del 3,4% anual, el precio del suelo se equilibraría a un nivel muy elevado en relación con dichos dividendos, de modo que el beneficio total derivado de la propiedad del suelo no sería mejor que el de otras inversiones.

Si todos los precios se establecen de conformidad con la teoría del valor actual, entonces no hay ninguna diferencia si existen previsiones sobre el aumento del precio con PIB o sin. Los beneficios son exactamente los mismos que los de otras inversiones. Esta teoría del valor actual la aprenden tanto los estudiantes de economía que aún no se han licenciado como los que están estudiando un máster. Pero aparte de estos estudiantes, poca gente la comprende. También resulta interesante observar que en Estados Unidos el precio de un tipo de suelo concreto, el suelo agrícola, se ha revalorizado con un índice bastante inferior al del crecimiento del PIB durante el pasado siglo. Su valor real solo aumentó 2,3 veces durante todo el siglo, es decir, un 0,9% anual, muy por debajo del crecimiento del PIB,<sup>10</sup> lo cual indica un beneficio general escaso para los inversores.

10. El valor se obtuvo usando los datos sobre el valor inmobiliario medio de las granjas del Departamento de Agricultura de Estados Unidos desde 1900 a 2000 (finaliza prácticamente antes del reciente *boom* inmobiliario) con la deflación de la serie usando el índice de precios al consumo.

La cantidad disponible de suelo agrícola es limitada, pero los precios alcanzaron el crecimiento del PIB real porque no constituían un factor principal en el crecimiento del PIB. Según la National Income and Product Accounts (Cuentas de la renta y los productos interiores), en 1948 la agricultura, la silvicultura y la pesca suponían el 8,3% de la renta interna de Estados Unidos, pero solo el 0,9% de la renta interior en 2008. Una economía en la que predomina cada vez más el sector de servicios no ha sido una usuaria intensiva de suelo durante un tiempo. Además, los precios de la vivienda en Estados Unidos solo han aumentado un 24% entre 1900 y 2000, es decir, un 0,2% anual.<sup>11</sup> Al parecer, el suelo no ha sido una limitación para la construcción de viviendas, por tanto, los precios de la vivienda han presentado la revalorización real que debe imputarse al componente suelo y que es despreciable.

### El multiplicador de la confianza en el sector inmobiliario

Por lo tanto, no existe ningún motivo *racional* para esperar que el sector inmobiliario sea, en términos generales, una buena inversión. Solo sucede en ciertas épocas y en determinados lugares. Al parecer, la gente siempre preferirá tener que admitir que ya que el suelo es escaso, los precios inmobiliarios aumentarán con el paso del tiempo. Pero esta predilección no siempre es motivo de atención y desarrollo. La magnificación de esta predilección constituye la historia del *boom* del siglo *xxi* y sus causas son numerosas, tanto culturales como institucionales.

Los ciclos de realimentación, tanto de precio-a-precio como de precio-a-PIB-a-precio que se han mencionado en el capítulo anterior sobre las acciones, también se producen en el ámbito inmobiliario. Mientras los precios subían sin cesar, reafirmando la creencia popular sobre el incremento

11. Shiller (2003). Los datos actualizados sobre los precios de la vivienda en Estados Unidos (Shiller, 2008b) figuran en [www.robertshiller.com](http://www.robertshiller.com).

de precios, prevalecía la sensación de que se trataba de una oportunidad extraordinaria. Esta realimentación interacciona con el contagio de ideas y hechos que refuerzan la creencia en una tendencia siempre al alza del precio de la vivienda.

Al parecer, la burbuja del mercado bursátil de la década de 1990 preparó el contexto para el contagio mediante la transformación de la opinión que las personas tienen de sí mismas, cuya autoestima se vio estimulada por la sensación de que eran avisadas inversoras. La gente se había aprendido el vocabulario y las costumbres de los inversores, cada vez había más suscripciones a revistas especializadas en inversión y numerosos programas de televisión dedicados a invertir. Cuando el mercado bursátil se deterioró, mucha gente pensó que tenía que traspasar sus inversiones a otro sector y el inmobiliario era atractivo. Los escándalos contables que acompañaron la corrección del mercado bursátil después de 2002 despertaron su desconfianza hacia Wall Street. La vivienda, sobre todo la propia, era un bien tangible que la gente podía comprender, ver y tocar.

Después de 2000, durante el progreso del *boom*, nuestras ideas sobre la vivienda cambiaron. Proliferaban los artículos de prensa sobre las excelencias de invertir en propiedades inmobiliarias. Estos artículos se fueron dedicando paulatinamente a la inversión inmobiliaria. Incluso transformó el lenguaje. Se hicieron populares: «Cambia esa casa» o «escalera de propiedades» (ambos los utilizaron como títulos de populares programas de televisión). El antiguo dicho «sólido como una casa» ha adquirido un nuevo significado. Esta frase se remonta al siglo *xix*, cuando al parecer los barcos se comparaban con las casas. Un marinero que intentara tranquilizar a un pasajero aterrorizado mientras rugía una violenta tempestad, podía muy bien decir: «No se preocupe, los barcos como este son sólidos como casas». Pero en el siglo *xxi*, el término ha pasado al ámbito de las inversiones con el significado: «No se preocupe, estas inversiones son tan sólidas como las inversiones inmobiliarias». Al parecer, el *boom* ha relacionado esta frase con una idea..., es decir, con las inversiones inmobiliarias con gran endeudamiento se gana *seguro*.

¿Por qué la magnitud del *boom* de la vivienda que se produjo después de 2000 fue mucho mayor que cualquiera que le antecedió? En parte,

el motivo de que el *boom* inmobiliario alcanzara semejantes dimensiones deriva de la evolución de las instituciones económicas vinculadas a la vivienda.

Las instituciones cambiaron porque la creencia sobre las oportunidades que se podían disfrutar gracias al *boom* inmobiliario no la compartían por igual todos los sectores de la población. Martin Luther King III, el hijo del gran luchador por los derechos civiles, se lamentaba en un editorial publicado en 1999 titulado «La brecha de la vivienda de las minorías: no les alcanza Fannie Mae y Freddie Mac» de que se había excluido a las minorías del *boom*. Escribía: «Según las encuestas del HUD, casi el 90% de los estadounidenses opinan que es preferible comprar una casa que pagar alquiler».<sup>12</sup> Como todo el mundo, las minorías se merecían esta oportunidad de mejora. Las acusaciones de desigualdad en las oportunidades de participación en el *boom* obtuvieron una reacción casi inmediata y sin sentido crítico por parte del gobierno. Andrew Cuomo, secretario del Departamento de desarrollo urbano y de la vivienda, respondió aumentando con audacia el préstamo autorizado a Fannie y Freddie destinado a comunidades con servicios insuficientes. Deseaba ver resultados y la posibilidad de una disminución futura en el precio de la vivienda no le inquietaba, ya que era un político designado. Su responsabilidad consistía en garantizar la justicia económica a las minorías, no opinar sobre el futuro de los precios de la vivienda. Por consiguiente, Cuomo obligó a Fannie Mae y Freddie Mac a que concedieran créditos, aunque ello implicara la relajación de sus normas crediticias y la simplificación de los requisitos de documentación de los prestatarios.<sup>13</sup> Nunca se realizó un análisis a fondo sobre la presunción de que esta política favoreciera a las minorías.

En este entorno, a los prestamistas de hipotecas les resultaba fácil justificar la relajación de sus propias normas de empréstito. En algunas instituciones hipotecarias reinaba la corrupción y algunos prestamistas de hipote-

12. King (1999).

13. Barrett (2008).

cas estaban dispuestos a conceder créditos a todo el mundo sin tener en cuenta la idoneidad de su solvencia. Este tipo de corrupción suele prosperar en épocas en que las expectativas de futuro de la gente son elevadas. O quizá *corrupción* sea una palabra demasiado fuerte. ¿Constituye un acto corrupto conceder un crédito que se percibe que no se podrá devolver? A fin de cuentas, nadie obliga al deudor hipotecario a que suscriba el crédito ni nadie obliga al inversor a quien han vendido las hipotecas titulizadas a que efectúe la inversión. ¿Puede alguien realmente predecir el futuro? Había dinero para ganar dándole a la gente lo que pensaba que deseaba. Ningún legislador podría impedir que se hiciera. Como ya hemos visto, existía un equilibrio económico que vinculaba la compra de viviendas «ungüento de la serpiente» con los compradores de las hipotecas «ungüento de la serpiente» que las financiaban.<sup>14</sup>

De modo que la realimentación que producía una epidemia de incrementos del precio de la vivienda, tenía sus correlatos institucionales, culturales y psicológicos. Podemos ver pruebas del efecto de la concesión de hipotecas *subprime* en el *boom* inmobiliario de 2000 si observamos que las viviendas de precio bajo se revalorizaron con mayor rapidez que las de precio alto. Y cuando después de 2006 cayeron los precios, los de las viviendas de precio bajo cayeron más deprisa.<sup>15</sup>

Nuestra apreciación del mercado de la vivienda nos demuestra de nuevo la importancia que tiene comprender que los espíritus animales rigen la economía. La inversión residencial de Estados Unidos (en su mayor parte, la construcción de nuevas viviendas y edificios de pisos, así como la rehabilitación de viviendas) ascendió del 4,2% del PIB durante el tercer trimestre de 1997 al 6,3% el cuarto trimestre de 2005, y desde entonces ha disminuido al 3,3% durante el segundo trimestre de 2008. Por consiguiente,

14. Gramlich (2007) presenta un relato excelente sobre el crecimiento de la industria de las hipotecas *subprime*. Ver también a Zandi (2008).

15. Ver los Índices del precio de la vivienda de pisos de Case-Shiller del *Standard & Poor's*. <http://www.metroarea.standardandpoors.com>.

ha sido un factor importante en el reciente *boom* económico de Estados Unidos y la caída que lo siguió. Hemos visto que las causas de esta conducta están relacionadas con todos los elementos de nuestra teoría sobre los espíritus animales, es decir, con la confianza, la equidad, la corrupción, la ilusión monetaria y la historia oral.

## 13

## ¿Por qué la pobreza se produce especialmente entre las minorías?

Y cuando suceda, cuando permitamos que nos llame la libertad, cuando dejemos que nos llame desde cada aldea y cada pueblo, desde cada estado y cada ciudad, entonces conseguiremos que llegue el día en que todos los hijos de Dios, negros y blancos, judíos y gentiles, protestantes y católicos, seamos capaces de darnos las manos y entonar las palabras del antiguo espiritual negro: «¡Por fin libres! ¡Por fin libres! Gracias, Dios Todopoderoso, por fin somos libres».

MARTIN LUTHER KING JR., 28 DE AGOSTO DE 1963

**V**einticuatro meses después de que Martin Luter King pronunciara estas palabras, los estadounidenses blancos finalmente salvaron los obstáculos que existían en la justicia dispar que se aplicaba a los negros y a los blancos y que había predominado en el país desde la fundación de Jamestown.<sup>1</sup> El Congreso aprobó una ley sobre el derecho al voto y por

1. Este capítulo se basa en el trabajo conjunto de Akerlof y Rachel Kranton (Akerlof y Kranton 2000, 2008). Robert Akerlof también lo ha revisado (2008).

fin los afroamericanos del sur pudieron votar. Se prohibiría la segregación en los servicios públicos, así como bajo diferentes formas comerciales. La discriminación laboral basada en «la raza, el color, la religión, el sexo o la procedencia de los individuos» se declaró ilícita. Se iniciaron algunas actividades de reafirmación cuyas reminiscencias aún siguen con nosotros. Finalmente, la segregación racial, que siempre había sido el gran problema de Estados Unidos, se había resuelto.<sup>2</sup>

Un iluso podría haber esperado, e incluso podría haber previsto, los cambios con meses de anticipación, aunque nadie podía haber predicho que sería lo primero en suceder. Ahora que han pasado 46 años, vemos que las diferencias entre blancos y negros, en lugar de desaparecer, se han convertido en algo diferente. Igual que en el sueño de Luther King, hoy en día existe una amplia y creciente clase media negra. En la actualidad, más de la mitad de los afroamericanos disfrutan de rentas que duplican la renta mínima de subsistencia. Según los principios de la economía, esto se considera clase media. Sin embargo, junto a este éxito sigue existiendo mucha pobreza entre la población de raza negra. El índice de pobreza de los afroamericanos, que en el año 2006 era del 23,6%, es el triple que el de los blancos, y el desempleo entre los negros sigue doblando al de los blancos.<sup>3</sup>

Estas estadísticas indican que en Estados Unidos existe un distanciamiento entre los blancos y los negros, aunque la realidad es aún más dispar de lo que pudiera parecer. Los problemas de los afroamericanos más pobres superan la mera pobreza, ya que suponen un índice de criminalidad elevadísimo, adicción a las drogas y al alcohol, nacimientos fuera del matrimonio, hogares a cargo de mujeres y dependencia de la Seguridad Social. Las estadísticas sobre encarcelamiento indican que una parte importante de afroamericanos tiene problemas más graves. Así, por ejemplo, un 7,9%

2. Los hispanos también tienen una historia similar de discriminación, aunque no tan excesiva.

3. Wilson (1987) proporciona una exposición elocuente sobre estos problemas.

de negros varones de edades comprendidas entre los 18 y los 64 años está en la cárcel o cumple condena.<sup>4</sup> El índice de encarcelamiento de los varones negros supera al de los blancos en un factor de ocho a uno.<sup>5</sup> Y lo que es peor, las posibilidades de cadena perpetua para un joven varón negro que vaya a la cárcel superan el 25%, cifra que no incluye a los que terminan en las cárceles locales.<sup>6</sup> Podríamos proporcionar cifras equivalentes sobre los indios nativos, cuyas carencias, según la mayoría de parámetros, superan a las de los afroamericanos.

En nuestra opinión, la solución a estos problemas constituye la mayor asignatura pendiente de Estados Unidos. De hecho, su amplitud nos parece tan vasta y tan importante que un libro sobre macroeconomía sería incompleto si no los trata. Además, como vamos a ver, dos de nuestros espíritus animales, la historia oral y la equidad, representan un papel preponderante en la perpetuación de estos problemas.

## Ser negro

Los acontecimientos macroeconómicos importantes casi siempre repercuten en todos los ámbitos. Por ejemplo, cuando la tasa de desempleo sube o baja uno o dos puntos, la tasa de desempleo de todos los grupos (jóvenes, viejos, hombres, mujeres, negros, blancos e hispanos) también sube o baja sensiblemente. Si consultamos la página de la Bolsa de Wall Street al final de un año de éxitos, pocas acciones habrán bajado mientras que durante un mal año, pocas acciones habrán subido. La división de la comunidad afroamericana, con una clase media que triunfa, un presidente de Estados Unidos, dos secretarios de estado, un fiscal general y numerosos

4. Se trata de estimaciones del *Civil Rights Watch* (Observatorio de los Derechos Humanos) para el Censo de Estados Unidos de 2000. Ver <http://www.hrw.org/legacy/backgrounder/usa/race/pdf/table3.pdf>.

5. <http://www.hrw.org/reports/2000/usa/Table3.pdf>.

6. Se trata de una estimación basada en los índices de encarcelamiento de 1993.

CEO por una parte y con más de 800.000 personas en la cárcel por otra parte, no deja de resultar un hecho singular que requiere una explicación.<sup>7</sup>

### Por qué ellos se quedaron atrás

Los sociólogos han demostrado en el laboratorio que es muy fácil disgregar grupos de manera que los sujetos se dividan entre *nosotros* y *ellos*. Somos tolerantes con *nosotros* mismos, pero exigentes con *ellos*. En uno de los experimentos clásicos, los sujetos se agrupaban según su cumpleaños cayera en día par o impar. Incluso con este reparto, cuya distribución es totalmente anodina y carece de significado, los sujetos que habían nacido un día par se mostraban condescendientes con los que habían nacido un día par y antagonistas con los que habían nacido un día impar, y los sujetos que habían nacido un día impar se mostraban condescendientes con sus compañeros y antagonistas con sus rivales impares.<sup>8</sup> También el Dr. Seuss ha hecho acto de presencia con su *Butter Battle Book* (Libro de la batalla de la mantequilla), que describe la Gran Guerra entre los que prefieren el pan con la mantequilla encima y los que la prefieren debajo.<sup>9</sup>

Si es posible, y de hecho es fácil, desarrollar este tipo de grupos nosotros-ellos en las condiciones elementales del laboratorio, no es extraordinario que después de cuatrocientos años de segregación racial en Estados Unidos, los blancos y los negros hayan desarrollado las mismas tendencias. Sus divisiones y antagonismos están relacionados con dos de los espíritus animales que ya hemos comentado. Por supuesto, la propia existencia de un *nosotros* y un *ellos* procede de una *historia oral* que, al igual que los experimentos de laboratorio, crea una conciencia de lo que es justo y honrado, con diferentes normas sobre lo que se considera justo para nosotros y lo que se considera justo para ellos.

7. Departamento de Justicia de Estados Unidos (2008, tabla 13, pág. 9).

8. Wentura (2005, pág. 217).

9. Geisel (1984).

Estas divisiones constituyen un asunto primordial para todos los afroamericanos: la diferencia entre nosotros y ellos en Estados Unidos.<sup>10</sup> Los afroamericanos deben arreglárselas sorteando obstáculos psicológicos y materiales sometidos a un sistema económico que no han escogido y que consideran injusto. No hay más que leer la biografía de algún afroamericano para darse cuenta de que, invariablemente, estos temas constituyen un asunto primordial.

*The Dignity of Working Men* (La dignidad de los trabajadores), de la socióloga Michele Lamont, describe su significado en la vida real.<sup>11</sup> Lamont entrevistó a varones obreros blancos y negros. Buscaba lo mismo que nosotros, quería saber de su vida y lo que les motivaba a levantarse por la mañana a ir a trabajar. Todos sus entrevistados tenían el mismo problema. A todos les iba medianamente bien en su esfuerzo por alcanzar los ideales de la sociedad estadounidense. En términos monetarios, no ganaban mucho. En términos de prestigio, inspiraban poco respeto. Para conservar la dignidad, para acudir a sus difíciles y exigentes trabajos mal remunerados, era preciso que tuvieran una visión del mundo y cómo encajaban en él.

Aunque no todos los trabajadores blancos y negros opinan lo mismo, ya que existen variaciones considerables. Sin embargo, según Lamont, se trata de una historia modal que describe la visión que el grupo tiene de sí mismo. Pero primero veamos cómo ven el mundo los blancos. Según su punto de vista, el mundo es duro y muy competitivo. Pero el capitalismo es el mejor de todos los sistemas posibles a su alcance. Están orgullosos de ser contribuyentes independientes del sistema. A pesar de numerosas dificultades, se las arreglan para cuidar de sí mismos y de sus familias, de lo cual están muy orgullosos. Asumen responsabilidades individuales sobre su destino y también sobre sus éxitos y fracasos. Además creen que son buena gente, más interesada en los valores que en el dinero, a diferencia de la

10. La fuerza del sentido de identidad con un grupo socioeconómico y la percepción de la permanencia de las relaciones con dicho grupo parecen ser un factor importante de la satisfacción humana (Alesina *et al.* 2001).

11. Lamont (2000).

gente de un nivel social superior. Tiene la vida que ha escogido y se siente responsable de ella. Su visión sobre el mundo es, sorprendentemente, como la de una página del libro de Milton y Rose Friedman *Libertad de elegir*.<sup>12</sup>

En cambio, los afroamericanos que entrevistó Lamont cuentan historias bastante diferentes. Igual que los blancos, la clase obrera negra también está orgullosa de su independencia, pero esta se desarrolla bajo circunstancias más difíciles que las de los blancos. No ha recibido únicamente cartas malas en el reparto capitalista. Los blancos suelen creer que viven en una sociedad justa y que su estatus relativamente bajo es el resultado de pura mala suerte o quizá de sus propias decisiones. Pero para los afroamericanos su falta de éxito debe considerarse como el resultado de ser *ellos* y no *nosotros*. *Ellos* tienen que ganarse las ventajas de la sociedad, como los trabajos y los sueldos. *Nosotros* nos beneficiamos. De hecho, en relación con los blancos, los afroamericanos deben ser especialmente independientes, ya que deben enfrentarse a *su* mundo hostil y también a *nuestro* mundo amable. Esto les proporciona un espíritu de solidaridad entre ellos. También les hace sentir que son gente desamparada a la que se debe ayudar. La falta de éxito no es solo el resultado de la mala suerte en situaciones en las que todo el mundo tiene acceso a las mismas oportunidades u opciones para un estilo de vida diferente. Se trata de algo fundamental en el concepto que tienen de sí mismos sobre quiénes son y quiénes deberían ser.

En las entrevistas de Lamont, el grupo racial representa un papel central para los negros, como es de esperar, pero también para los blancos. Éstos, orgullosos de su independencia, se definen a sí mismos por oposición a los negros, sobre todo los que viven de las ayudas sociales. En cambio, los negros se definen a sí mismos comparándose con los blancos, a los que tachan de tacaños e injustos. Ambas versiones de esta historia se basan en quiénes somos y cómo deberíamos comportarnos. También en quiénes son los demás, cómo se comportan y por qué deberían comportarse de otra manera.

12. Friedman y Friedman (2004).

## Los que no lo consiguen

Hemos comprobado que los afroamericanos tienen un problema que los estadounidenses blancos no tienen: deben trabajar en un mundo que les ha repartido malas cartas en términos de recursos económicos procedentes de sus padres y su vecindario. Tienen que jugar las malas cartas que les han tocado en un mundo psicológicamente desfavorable. Quien se las haya repartido, les ha timado. Es necesario que hagan un esfuerzo psicológico extra para arreglárselas en un entorno que no consideran moralmente justo ni equitativo. La muestra de Lamont de varones afroamericanos de clase obrera está formada por individuos que, por difícil que sea su vida, saben arreglárselas, por lo menos hasta cierto punto. En todas las guerras hay bajas y el hecho de que la vida de gente de clase obrera se considere dificultosa indica que hay otra gente que no lo consigue.

La etnografía de los que no lo consiguen revela la cara opuesta de la moneda que nos muestra Lamont. En su opinión, la clase obrera afroamericana se las arregla para conservar la dignidad manteniendo sus emociones al margen. Quienes no lo consiguen son incapaces de efectuar un esfuerzo psicológico, con lo que sus emociones se desbordan. Un buen modo de comprobarlo es leer *Tally's Corner* (La esquina de Tally), una narración clásica de Elliot Liebow sobre la vida y los tiempos de un grupo de hombres que holgazanean por las inmediaciones de unos almacenes situados en uno de los barrios más miserables de Washington.<sup>13</sup> Aunque sus observaciones se remontan a comienzos de los sesenta, soportan bien el paso del tiempo. Sabemos que esta etnografía no indica nada excepcional. Cualquier estudio etnográfico sobre los que no lo han conseguido en la ciudad revelaría las mismas emociones.

*Tally's Corner* describe la vida de Tally, Sea Cat, Richard, Leroy y un considerable reparto de personajes secundarios. Lo que más nos impacta de ellos es su rabia. Liebow la describe como originada por «la humillación por

13. Liebow (1967).

todo». Las maneras con que se manifiesta (explota) y las ocasiones en que lo hace son muy distintas: en peleas entre amigos, por ejemplo, en la pelea a cuchillo entre Richard y Tally después de que el primero acuse equivocadamente al otro de hacérselo con su mujer. Se manifiesta en el rechazo de oportunidades, como cuando le ofrecen un trabajo a Richard para arreglar la casa de un agente inmobiliario, pero al final no acepta la oferta. Se manifiesta en la separación de las familias, o en el rechazo a establecer compromisos a largo plazo. Richard, por ejemplo, se pelea con su mujer Shirley después de perder el trabajo. Sabedor de que no puede sostener a su familia como debería, decide retirarse a un «rincón» para curar sus heridas en compañía de otros que están en el mismo caso. En casa, su propia familia sería un recordatorio continuo de su falta de capacidad para sostenerla. Leroy echa a su mujer de casa. La rabia se refleja no solo rechazando un trabajo, sino abandonándolo de repente, como cuando Richard se queda dormido en vez de acudir a trabajar a la obra porque siente que ya no lo puede soportar más. O como Sea Cat, que inicia una relación con Gloria, una viuda de 25 años que ha heredado una pequeña propiedad y algo de dinero del seguro. Gloria le gusta de verdad, pero no puede transigir con su falta de orgullo y una vez que tiene un accidente, le pillan con otra mujer. Cuando acude a hablar con Gloria para intentar reconciliarse con ella, termina abofeteándola, después de lo cual regresa a la esquina.

Podríamos haber escogido cualquier otro relato etnográfico para describir con exactitud el modo en que los trabajos penosos, la pobreza y la búsqueda de la autoestima terminan convirtiéndose en rabia, que también sienten o aprueban otros grupos sociales, en este caso los hombres de la esquina, que se convencen (o no) a sí mismos de que la pérdida del dominio de uno mismo está bien.

No hay, esperamos, nada nuevo en nuestra descripción. De hecho, creemos que corresponde con precisión a las principales conclusiones de los estudios sobre afroamericanos realizados por una serie de distinguidos expertos, entre los que se cuentan Elijah Anderson, W.E.B. Du Bois, William Henry Gates, Glenn Loury, Lee Rainwater, William Julius Wilson y muchos otros. En realidad, podríamos encontrar pasajes idénticos en el trabajo de

cada uno de ellos que resumiría lo que hemos dicho. También podríamos haber contado historias parecidas, pero con otro contexto. O podríamos haber descrito la conducta de las mujeres en vez de la de los hombres. Nos podríamos haber centrado en los variados motivos que explican por qué la gente no lo consigue, como el bajo rendimiento en la escuela, la pertenencia a una banda, la adicción al alcohol y a las drogas, el embarazo precoz, etcétera. De hecho pensamos que lo que hemos descrito es tan general que aparece con profusión en cualquier descripción detallada sobre la vida de los afroamericanos de clase media u obrera.

Nuestra interpretación proporciona una explicación sobre la inesperada descomposición de la familia y la fuerza laboral afroamericana después de la era del movimiento en pro de los derechos humanos. Antes de que surgiera este movimiento, los afroamericanos eran muy conscientes de las injusticias que se cometían con ellos, aunque, con raras excepciones, los blancos hicieran caso omiso. Los afroamericanos aceptaban la inmovilidad y la inmutabilidad de la segregación por el color de la piel con naturalidad. Aunque el sistema fuera injusto, no se planteaban cuestionarlo, ya que hubiera sido autodestructivo en exceso.

Pero entonces las cosas cambiaron y no fueron solo los afroamericanos, sino también los blancos, quienes se dieron cuenta de la injusticia. Ésta llegó a formar parte oficialmente de la historia de Estados Unidos, ahora se celebra con el Día de Martin Luther King Jr. y se enseña en las escuelas durante el mes dedicado a la historia afroamericana. En efecto, surgieron nuevas oportunidades y, como hemos visto, un gran número de gente supo aprovecharlas. Pero también resultó mucho más difícil hacer caso omiso o, más concretamente, reprimir el sentimiento de injusticia. Sacar la historia a la luz creó un sentimiento creciente de injusticia. De modo que mientras surgieron nuevas oportunidades para algunos, muchos otros se quedaron sin saber aprovecharlas.<sup>14</sup>

14. Esta teoría de la desventaja basada en la identidad propuesta por Akerlof y Kranton es coherente con un conjunto considerable de pruebas que la demuestran. Por ejemplo, capta los resultados fundamentales de estudios realizados por autores como Fra-

## El remedio

Gran parte de nuestra descripción y análisis refleja la línea comúnmente aceptada de la sociología y los estudios afroamericanos. El punto de vista corriente de la economía es que los afroamericanos son más pobres porque tienen pocas aptitudes, pocos activos financieros y deben luchar contra la discriminación. Pero hemos añadido algo más a la descripción habitual de la economía de las minorías pobres. La función de la historia oral en las vidas de los pobres, de *nosotros* contra *ellos*, su búsqueda del respeto por sí mismo y de la equidad, no figura en el análisis económico convencional sobre la pobreza. En este caso, tampoco hay que perder de vista el papel que representan en ello los espíritus animales.

Creemos que nuestra explicación es importante ya que sus contenidos permiten resolver muchos de los problemas a que se enfrentan los afroamericanos. ¿Deberíamos aceptar que en la historia de Estados Unidos los afroamericanos sean como otros grupos de emigrantes que con escasa ayuda se las han arreglado para ascender en el escalafón de la renta y el prestigio? O ¿deberíamos creer que los afroamericanos (y los indios nativos) son especiales? En nuestro relato son especiales porque su historia es diferente y está hecha de injusticia y desigualdad. Por descontado, todos los grupos inmigrantes tienen sus propias historias orales sobre la discriminación, pero para los afroamericanos y para los indios nativos la injusticia es

---

zier (1957), Clark (1965), Du Bois (1965), Hannerz (1969), Rainwater (1970), Wilson (1987, 1996) y Anderson (1990). Benabou y Tirole (2000) describen cómo los que obtienen beneficios del rendimiento poseen incentivos para manipular la confianza en sí mismos de los demás. El trabajador puede reconocer esta manipulación y adoptar una identidad diferente, o culpase de ello para reducir sus expectativas. Glaeser (2002) demuestra que el odio que a veces experimentan algunos grupos minoritarios es en buena parte el resultado de una instigación deliberada por parte de elementos que se aprovechan de este odio, y que la aparición del mismo responde a condiciones económicas. Brock y Durlauf (2003) ofrecen un marco para considerar las consecuencias del equilibrio en interacciones sociales complejas.

diferente cualitativamente. Además, los hispanos son muy distintos de los afroamericanos. La tasa de desempleo de los varones hispanos de edad comprendida entre los 25 y los 34 años es prácticamente la misma que la de los blancos. Sin incluir la tasa de encarcelación del 10%, mientras que entre los afroamericanos es del 25%.<sup>15</sup>

Teniendo en cuenta el papel que representa la historia, la justicia y la historia oral, la cuestión primordial es que la pobreza de los afroamericanos y de los indios nativos no es una opción individual. Han caído en una trampa no solo por su falta de recursos, sino también porque, más que en otros grupos, se produce una peculiar división entre *ellos* y *nosotros*. Los afroamericanos y también los indios nativos, tienen el peculiar problema de vivir una historia especial, la de su explotación en América. Por eso existe el concepto entre blancos y negros de que hay dos grupos, *nosotros* y *ellos*. Este concepto, que forma parte intrínseca de lo cotidiano, junto con activos financieros escasos y bajos niveles de especialización, es el responsable de la pobreza continuada de los afroamericanos.

Entonces, ¿qué debe hacerse? En la década de 1990 se abrió un amplio debate sobre la acción afirmativa. Durante el mismo período se publicaron otros dos libros interesantes, aunque llegaban a conclusiones radicalmente diferentes. Abigail y Stephan Thernstrom publicaron una exhaustiva crónica sobre la acción afirmativa y su gestación a partir del movimiento en pro de los derechos humanos.<sup>16</sup> Estaban orgullosos de su crónica factual y de sus análisis estadísticos. Pero los Thernstroms nunca consiguieron desentrañar lo que revelan los estudios etnográficos. Lo que sucedía en las ciudades del interior a gente como Sea Cat, Tally, Richard y Leroy no tenía nada que ver con su propia historia. No fueron capaces de explicar las emociones que revelan los estudios etnográficos, y son precisamente estas emociones, que son inevitables, las que subyacen en este caso concreto de acción afir-

---

15. Holzer *et al.* (2004, figura 2, pág. 4). Estas cifras se refieren a la población no recluida en instituciones. La inclusión de los casos de encarcelamiento las aumenta.

16. Thernstrom y Thernstrom (1997).

mativa. En cambio, en *A Country of Strangers: Blacks and Whites in America* (*Un país de extraños: negros y blancos en América*), el periodista David Shipler sale en búsqueda de lo que los afroamericanos dicen sobre sí mismos y sobre América.<sup>17</sup> En su opinión, existe una clara división y hay un *nosotros* y un *ellos*. Y la acción afirmativa puede representar un papel considerable en el romper la barrera entre las dos Américas.

Por encima de todo está su simbolismo. La acción afirmativa indica que los blancos se preocupan por los negros. La aceptación de esta responsabilidad por parte de los blancos desautoriza la visión de que América está formada en realidad por dos países, con la mayoría blanca indiferente ante la minoría negra. Podemos constatar que aquí existen objeciones, que la gestión de la acción afirmativa es difícil, que revela temas importantes sobre la justicia, etc. Pero nos parece que estos temas son secundarios en cuanto al papel que la acción afirmativa representa cuando transmite a los afroamericanos el mensaje: «Sí, podemos. Sí, nos importa».<sup>18</sup>

Los negativistas, como los Thernstroms, aseguran que la acción afirmativa falla, que existe una clase media afroamericana en crecimiento, que las medidas del gobierno no son eficaces, que el problema de la diferencia entre blancos y negros debería relegarse al mercado. Pero los negativistas no aciertan a comprender que existen muchas interacciones entre los afroamericanos y los gobiernos federales y locales, y en todos ellos se dan oportunidades para utilizar los recursos con los que cambiar la historia de las dos Américas.

Una de las interacciones más evidentes es la escolarización. Cuando los niños afroamericanos comienzan a ir a la escuela ya son conscientes de que son negros, y también de que existen diferencias entre los negros y los blancos. Además, seguramente serán más pobres que los blancos y sus padres y parientes serán problemáticos. Aunque no haya problemas en su familia, en los barrios pobres abunda la gente con dificultades. No hay más

17. Shipler (1997).

18. Glenn Loury (1995) ha indicado que la acción afirmativa también puede tener el efecto opuesto, ya que puede exacerbar el sentido de exclusión de los negros y hacerles sentir que se les considera que no pertenecen a la comunidad aunque lo hayan logrado.

que ver a Tally y sus amigos, y lo que indican las estadísticas. Además, la escuela es una institución de clase media que inculca valores de clase media. En las mejores escuelas, los profesores, de todas las razas, recelan de las perturbaciones que se producen cuando los estudiantes estallan a causa de la tensión ocasionada por problemas que no saben manejar. Las propias escuelas pueden ser una fuente de problemas. Un perspicaz estudio sobre una escuela de clase media en Berkeley, California, exponía que los profesores, temerosos de las perturbaciones causadas por los niños más pobres de los «pisos», les castigaban cuando no se comportaban como los niños de clase media de las «colinas».<sup>19</sup> Este tratamiento diferenciado originó un sentimiento de injusticia y rabia entre los chicos de 12 y 13 años, lo mismo que sentían Tally y sus compañeros.

En realidad, precisamente como consecuencia de que las escuelas deben enfrentarse a problemas especiales en la educación de las minorías pobres, hay una necesidad particular de recursos para tratarlos. Donde se disponía de recursos, estos entrañaron una notable diferencia. Existen pruebas de que los afroamericanos son especialmente sensibles a la calidad de la escolarización. Un experimento aleatorio realizado en Tennessee demostró que las dimensiones de las aulas de parvulario suponían una diferencia fundamental para los estudiantes afroamericanos. Se ha demostrado que la calidad de los profesores afectaba las notas de las pruebas efectuadas por afroamericanos en Texas.<sup>20</sup> Son numerosas las escuelas experimentales, con un buen profesorado y las directrices adecuadas, que han logrado éxitos notables.<sup>21</sup> En estos experimentos la confianza desarrollada entre los estu-

19. Ferguson (2000).

20. Ver a Krueger y Whitmore (1999) sobre el efecto de las dimensiones del aula y a Ferguson (1998) sobre el efecto de la calidad del profesorado.

21. Por ejemplo, el caso de la escuela Central Park East Secondary School (CPSS) de Nueva York. En el vecindario de la escuela, el número de estudiantes que va a la cárcel supera al que va a la escuela. Sin embargo, en la CPSS casi no hay casos de abandono escolar, envía al 90% de sus alumnos al instituto, de los cuales el 90% consiguen licenciarse (Fliegel, 1993). El éxito de la escuela se debe en gran medida a sus esfuerzos por

diantes y los profesores ha distendido la rabia que se transmite de la colectividad al patio de la escuela. Si cuentan con los recursos adecuados, y con los sentimientos correctos, profesores comprometidos que sepan manejar estos problemas y no estén abrumados por su responsabilidad didáctica, los estudiantes afroamericanos son muy receptivos. Los programas cuidadosamente diseñados y enfocados a los que han quedado fuera de la carrera del éxito económico ofrecen grandes posibilidades.<sup>22</sup>

Estas operaciones pedagógicas solo son un ejemplo de un programa destinado a la interacción entre el gobierno y los afroamericanos. Pero hay más. Para acceder a la clase media, el acceso inicial de los afroamericanos es a través de buenos puestos de trabajo del gobierno. Al comienzo estaban limitados a la enseñanza en las escuelas, pero cuando terminó la segregación ya contaban con puestos de trabajo en el ejército, en el gobierno federal y también en el ámbito estatal y local, como los hospitales. Una de las tragedias menos conocidas de la administración Bush ha sido la sistemática contratación externa de puestos de trabajo federales de bajo nivel. En circunstancias normales, se podrían considerar un ahorro para el contribuyente, pero esta subcontratación ha producido la pérdida de buenos puestos de trabajo para los afroamericanos.<sup>23</sup>

Existen también, por descontado, ámbitos donde los afroamericanos entran en conflicto con la ley. Nos resulta apabullante la cantidad de afroamericanos que llenan las prisiones y las cárceles. De momento, un gran número de estos encarcelamientos es inevitable. De hecho, muchos de

fomentar el sentido de identidad de grupo entre sus estudiantes. Ver a Akerlof y Kranton (2008) para datos adicionales sobre la CPESS y la importancia de la identidad en la economía de la educación.

22. Delpit (1995).

23. En 2004 los negros constituían el 17% del empleo federal de civiles (Censo 2008 de Estados Unidos, tabla 486), y el 25% de los puestos de trabajo federales de bajo nivel (categorías salariales 1-6. Ver Oficina de Gestión de Personal de Estados Unidos 2004, tabla 2). El porcentaje de negros en el total de puestos de trabajo en Estados Unidos era del 10,7% (*Informe Económico del Presidente* 2008, tabla B37, pág. 271).

ellos son necesarios para proteger a la propia comunidad afroamericana.<sup>24</sup> Pero no deberíamos perder de vista el potencial de rehabilitación de la prisión y la cárcel, y las posibilidades que ofrecen para tener una segunda oportunidad. Necesitamos disponer de métodos creativos para apartar de la población penitenciaria general a estos prisioneros que están deseando aprender y, además, liberarles de sus adicciones a las drogas y al alcohol. En realidad, la cárcel debería contemplarse como una oportunidad para la regeneración y la educación, no un lugar donde aprender a cometer otros delitos más graves.

### La importancia de intentarlo

En conclusión, vemos que existen numerosas áreas en las que los gobiernos pueden utilizar recursos para distender la historia de un *nosotros* blanco y un *ellos* negro y, a la inversa, un *ellos* blanco y un *nosotros* negro. En este libro hemos visto que a lo largo de la historia la gente ha logrado casi milagros con solo tener confianza. Creemos que la segregación racial continúa siendo el gran problema de Estados Unidos, sin embargo, existen numerosas maneras para eliminar las diferencias raciales, basta concentrarse en ellas. Debemos tener el ánimo de intentarlo.

A lo largo del libro, también hemos visto el poder que tiene el mercado, tanto para bien como para mal. Pero en este caso no estamos de acuerdo con los negativistas, que se limitarían a dejar la resolución de este problema al azar y a través del mercado.

24. Levitt (1996) ha demostrado los beneficios a corto plazo del encarcelamiento.

## Conclusión

Nuestra teoría de los espíritus animales proporciona una respuesta a un interrogante: ¿por qué la mayoría de nosotros no acertó a prever la actual crisis económica? ¿Cómo podemos comprender una crisis que al parecer ha caído del cielo sin motivo? ¿Por qué todas las medidas para prevenirla se han quedado cortas y las autoridades económicas expresan públicamente su sorpresa ante su ineficacia? Necesitamos responder a estas preguntas si deseamos recuperar la confianza en la política económica durante los próximos meses.

El auténtico problema, como ya hemos visto repetidamente en estas páginas, son las opiniones convencionales que subyacen en la mayor parte de las teorías económicas. Numerosos profesionales de la macroeconomía y las finanzas han llegado tan lejos en el alcance de sus «previsiones racionales» y «mercados eficientes» que no aciertan a comprender la dinámica fundamental que subyace en las crisis económicas. Si no sabemos incorporar a los espíritus animales a este modelo, seremos incapaces de discernir las fuentes reales del problema.

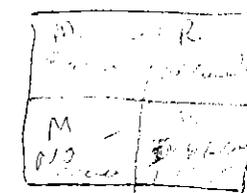
La crisis no se previó y el público y numerosos responsables en la toma de decisiones trascendentes siguen sin comprenderla del todo porque los principios de las teorías económicas convencionales no tienen en cuenta la existencia de los espíritus animales. Las teorías económicas convencionales ignoran los cambios de los esquemas y la mentalidad sobre el

modo de hacer negocios que ocasionan una crisis. Llegan a excluir la falta de confianza y seguridad, así como el sentido de justicia que inhibe la flexibilidad de los salarios y los precios necesaria para estabilizar la economía. También excluyen el papel que representa la corrupción y la venta de productos de mala calidad durante un *boom*, y su revelación cuando estalla la burbuja. Y el papel que desempeñan las historias orales que interpretan la economía. Todas estas supresiones de la explicación convencional sobre cómo funciona la economía causaron la suspensión de la incredulidad que llevó a la crisis actual, así como nuestra falta actual de conocimientos sobre cómo tratar la crisis ahora que ha llegado.

Se ha roto el huevo de los mercados financieros. Si Humpty Dumpty hubiera tenido una visión adecuada sobre cómo funciona el mundo, en primer lugar no se habría caído del muro. De modo análogo, si los compradores de activos hubieran sido conscientes del funcionamiento real de la economía, hubieran sido más cuidadosos a la hora de adquirirlos y la economía no hubiera dado un traspie. Pero incluso ahora, como consecuencia de un sentido erróneo sobre el funcionamiento de la economía, muchos analistas políticos y, especialmente, la mayoría del público, no aciertan a darse cuenta de que Humpty Dumpty no se puede *arreglar* y se tiene que *reemplazar*. Por este motivo, las medidas que se han tomado hasta ahora se han quedado cortas en el mantenimiento del flujo de los créditos que acompañan al pleno empleo.

### Cómo debe responder la teoría macroeconómica

Si deseamos conocer el funcionamiento real de la economía, es preciso incorporar los espíritus animales en las teorías macroeconómicas. A este respecto, la macroeconomía de los últimos treinta años ha seguido una dirección errónea. En sus intentos de sanear la macroeconomía y convertirla en más *científica*, los macroeconomistas ortodoxos han impuesto una estructura y una disciplina de investigación que se basa en cómo sería el comportamiento de la economía si la gente solamente tuviera motivaciones



económicas y su comportamiento fuera completamente racional. Imaginemos un cuadrado dividido en cuatro partes que contienen motivos económicos y no económicos y respuestas racionales e irracionales. El modelo actual únicamente ocupa la parte superior izquierda y responde a la cuestión: ¿cómo se comportaría la economía si la gente solo tuviera motivos económicos y respondiera a ellos racionalmente? Pero esto suscita inmediatamente otras tres cuestiones, que corresponden a las otras tres partes vacías: ¿cómo se comportaría la economía cuando existieran motivos no económicos y respuestas racionales? ¿O con motivos económicos y respuestas, ambos irracionales? ¿O con motivos no económicos y respuestas irracionales?

Creemos que las respuestas a las cuestiones más relevantes sobre el comportamiento de la macroeconomía y lo que se debería hacer cuando no es satisfactorio residen principalmente (aunque no exclusivamente) en estos tres cuadrados en blanco. La finalidad de este libro es llenarlos.

### Una prueba

A lo largo de este libro no hemos dejado de señalar que nuestra descripción de la economía encaja mejor en los hechos cualitativos y también en los cuantitativos que una macroeconomía que no tiene en cuenta nuestra conducta irracional y nuestros motivos no económicos. Hemos utilizado estadísticas de modo ocasional, pero nos hemos referido principalmente a la historia y a las historias orales.

Creemos que existe una prueba directa y sencilla que demuestra que lo que estamos diciendo es correcto, mucho más que el modelo que no acierta a responder a las tres cuestiones en blanco de la actual corriente macroeconómica. Creemos que nuestra descripción del funcionamiento de la economía se ajusta a prácticamente todos los ciclos empresariales. Si tomamos el reciente ciclo empresarial que comenzó en 2001 y sigue vigente, creemos que nuestra descripción de la economía, con un papel preponderante de los espíritus animales, proporciona una descripción real bastante buena de lo que ha sucedido.

Repasemos el ciclo económico actual de Estados Unidos (lo mismo podría hacerse con otros países) y veamos cómo se han desarrollado los temas que trata este libro. El papel que representan los espíritus animales es fundamental en nuestra descripción.

La historia comienza prácticamente en 2000 y 2001. En 2000 se produjo una gran caída del mercado bursátil mientras la economía retrocedía a causa de la exuberancia irracional de los años *puntocom*. El índice de crecimiento real del PIB experimentó una desaceleración de un 4% en 1999 y la primera mitad del 2000, a solo un 0,8% durante la primera mitad de 2001.<sup>1</sup> La administración Bush utilizó el bajón para realizar recortes fiscales masivos y permanentes. El primero y el mayor se aplicó en forma de ley en junio de 2001.<sup>2</sup> La Reserva Federal también actuó. La tasa de los tipos de interés, que había sido del 6% durante la última mitad de 2000, en noviembre de 2002 había disminuido al 0,75%.<sup>3</sup> Existen muchos motivos para creer que ambas medidas fueron efectivas, ya que la economía se recuperó.<sup>4</sup> Al pare-

1. *Informe Económico del Presidente* (2002, diagrama 1-1, pág. 24).

2. El proyecto de ley se conoce como Ley de Recuperación y Reducción de Impuestos sobre la Economía y el Crecimiento de 2001 (abreviatura EGTRRA y pronunciación *eggterra*). Más adelante se produjo otra reducción fiscal incentivadora, la Ley de Conciliación y Reducción de Impuestos sobre el Trabajo y el Crecimiento de 2003 (JGTRRA). La Oficina del Congreso para el Presupuesto calculó que las repercusiones durante diez años (2001-2011) de la JGTRRA sobre los ingresos federales sería de 1,3 billones de dólares según la legislación, y de 1,7 billones de dólares con los ajustes correspondientes, teniendo en cuenta una fecha de expiración razonable y revisiones opcionales del impuesto mínimo (Gale y Potter, 2002, tabla 2).

3. Reserva Federal del Banco de Nueva York, «Cambios históricos de los índices de descuento y los impuestos federales desde 1971 hasta hoy». <http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>. Queremos señalar que estos índices son particularmente bajos debido a la determinación de las series en esa época. En enero de 2003 se modificó la serie declarada. Luego los índices de los fondos federales y de descuento se revisaron para «rastrear los índices de crédito primarios y secundarios» que en el momento del frenado eran bastante elevados.

4. El crecimiento del PIB se había recuperado, pasando de un 0,7% en 2001 a un 3,6% en 2004 (calculado a partir del *Informe Económico del Presidente* 2008, tabla B-2, pág. 226).

cer, la reducción de los tipos de interés tuvo el efecto previsto. El anterior *boom* había sido inestable en cuanto a gastos de equipamientos de capital.<sup>5</sup> La inversión en equipamientos y software había sido especialmente elevada justo antes del pánico Y2K (efecto 2000). En este nuevo *boom*, el estímulo procedía de la vivienda. En solo cuatro años, entre 2001 y 2005, el gasto inmobiliario aumentó un 33,1%, mientras que el crecimiento del PIB fue solo del 11,2%.<sup>6</sup>

Pero entonces, como ya hemos indicado, comenzaron a suceder cosas extrañas. Se trata de situaciones que suelen ocurrir durante los *booms* mientras predomina el exceso de confianza. La gente comienza a comprar viviendas como si fuera su última oportunidad en la vida (porque creen que los precios continuarán subiendo por encima de sus posibilidades), y los especuladores empiezan a efectuar inversiones en el sector inmobiliario, como si todo el mundo fuera a pensar que debería comprar ahora, prácticamente a cualquier precio, porque más adelante no podrá permitírselo. Los precios de la vivienda aumentaron casi dos terceras partes durante el corto intervalo comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el cuarto trimestre de 2006.<sup>7</sup> En Los Angeles, Miami, San Francisco y algunas otras zonas, aumentaron bastante más.<sup>8</sup> De la noche a la mañana, grandes zonas

5. Desde 1991 a 2000, la inversión nacional privada bruta, que se inició en el período con 829.100 millones de dólares, aumentó un 102,5%. Sus subcomponentes, equipamientos y software, que se iniciaron con 345.900 millones de dólares, aun aumentó más, un 165,6%. En comparación, después de este período el PIB había crecido solo un 38,3% (*Informe Económico del Presidente* 2008, tabla B-2, pág. 226. El nivel de las cifras es de dólares «encadenados» del 2000).

6. Por niveles, la inversión residencial fija se inició con 448.500 millones de dólares (de nuevo del *Informe Económico del Presidente* 2008, tabla B-2, pág. 226, y de nuevo en dólares constantes del 2000).

7. Índice del precio de la vivienda de Case-Shiller del Standard & Poor's. <http://www.metroarea.standardandpoors.com>. Deflactor CPI del *Informe Económico del Presidente* (2008, tabla B-7, pág. 234).

8. En Los Angeles los precios aumentaron un 173% y en Miami un 181% (Case 2008, tabla 2).

agrícolas se convirtieron en zonas de construcción de nuevas casas. La fiebre de la especulación inmobiliaria hacía acto de presencia.

Y lo que resulta más sorprendente aún es que no fueron únicamente los compradores de viviendas a quienes alcanzó la fiebre. Los mercados financieros, supuestamente muy prudentes, colaboraron y secundaron el proceso. Por descontado, los agentes inmobiliarios y los corredores de hipotecas no tenían ningún motivo para detener la fiebre, ya que los honorarios que estaban obteniendo de las transacciones, con una actividad tan dinámica, eran enormes. Y lo que es más sorprendente aún, los que estaban al otro lado del libro contable se quedaron con las hipotecas y proporcionaron a los compradores de casas los fondos masivos que necesitaban para sus imprudentes especulaciones.

Los motivos de que los compradores adquirieran estas hipotecas son muchos y sencillos. Por una parte, los compradores habituales de hipotecas, varios tipos diferentes de bancos, se habían dado cuenta de que podían obtener enormes beneficios de las comisiones por tramitación de solicitud de los créditos, pero sin que tuvieran que reflejar las hipotecas en sus libros contables. Como ya hemos visto, podían repartirlas, el equivalente hipotecario de vender un pollo a trozos. Los compradores de estas hipotecas no sabían lo que estaban comprando porque no se quedaban con las hipotecas, sino con partes en forma de grandes paquetes, con lo cual resultaba muy difícil o prácticamente imposible conocer las hipotecas correspondientes. Además, las hipotecas titulizadas habían sido clasificadas por diferentes empresas de clasificación. Éstas basaban sus estimaciones en la probabilidad de incumplimiento de tales hipotecas, en las tendencias recientes de los precios de la vivienda, que siempre habían subido. Por lo tanto, en este caso parecían existir pocos motivos para temer incumplimientos. Además, en el caso de que una agencia de clasificación hubiera creído que lo opuesto era cierto, que las clasificaciones podrían incluir la posibilidad de que los precios de la vivienda bajaran, cualquiera que eventualmente levantara la perdiz se haría inmensamente antipático por haber puesto en entredicho a todo un repertorio de recaudadores de tasas que se estaban haciendo muy ricos a toda velocidad.

Hemos resumido brevemente lo que ha sucedido durante la actual crisis financiera, que corresponde a nuestra descripción de las causas de la mayoría de los altibajos económicos: el exceso de confianza primero y su falta después. En este caso la historia nos decía que el precio de la vivienda nunca había bajado (no era más que una historia oral y de hecho no era verdad) y, por tanto, seguiría aumentando incesantemente. No había nada que perder.

Mientras redactamos este capítulo final, desconocemos la trascendencia que tendrán los problemas de los diferentes bancos no bancos, es decir, las empresas de inversiones y los fondos de alto riesgo, todos sin supervisión y con billones de dólares en activos y pasivos.<sup>9</sup>

Esta es la historia económica de nuestra época, el relato de un ciclo empresarial que se inició en 2001. No sabemos cuándo terminará el actual bajón, pero la finalidad de nuestro libro, y la prueba de nuestra teoría, es que podríamos haber contado la misma historia o una historia similar utilizando nuestra descripción de los espíritus animales y su forma de funcionar, para describir cualquier otro ciclo empresarial. Al hablar de Estados Unidos, nos podríamos haber remontado al derrumbe de 1837, con la especulación del suelo y la caída de los bancos estatales, y contar una historia similar. O nos podríamos haber remontado a la Gran Depresión o a la recesión de 1991, cuando un desafiante Bill Clinton acusó a George H. W. Bush de descuidar la economía, o a cualquier otro *boom* y crisis cíclicos en tiempo de paz no relacionado con el petró-

9. Disponemos de dos estimaciones sobre las dimensiones de los fondos de alto riesgo. Andrew Lo (2008) sostiene que tienen un capital que supera 1 billón de dólares. Otras fuentes calculan que este capital alcanza los 2,68 billones de dólares. Ver [http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge\\_fund](http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge_fund) para debate y referencias. Probablemente, estas cifras no estén bien definidas, ya que dependen de qué se considere fondos de inversión de alto riesgo. Lo que importa es que el capital de los fondos de inversión de alto riesgo es elevado y con su apalancamiento respalda cantidades enormes de acciones. De hecho, este lenguaje impreciso describe la posición verdadera de los fondos de inversión de alto riesgo con mucha mayor precisión que ninguna cantidad concreta.

leo.<sup>10</sup> También podríamos haber utilizado la misma teoría para describir la espiral deflacionaria que sufrió Japón en la década de los noventa, o el actual *boom* económico de India.

Solo hay que escoger una época y un país para tener la certeza de que en el ámbito de la macroeconomía veremos en juego los *espíritus animales* que constituyen el tema de este libro.

### ¿Qué significa todo eso?

Hemos visto que nuestra interpretación de la economía ha pasado la prueba. La podemos observar en acción casi omnipresente y añade nuevas perspectivas a los modelos macroeconómicos actuales. Pero ¿qué significa esto?

Para entender su significado, debemos remontarnos a la definición que no tiene en cuenta los espíritus animales en la macroeconomía. En nuestra opinión, este modelo es muy deficiente, ya que no acierta a explicar que al entusiasmo le siga el pesimismo.

Ahora bien, por sorprendente que sea, este punto de vista sobre la economía está muy extendido no solo entre los economistas profesionales y los políticos, sino también entre el público en general. Bajo esta perspectiva, el capitalismo ha aportado una enorme riqueza a los consumidores de los países desarrollados que era inimaginable durante los siglos anteriores. El nivel de vida del consumidor medio norteamericano, europeo o japonés es superior al de un rey medieval. Come mejor, habita una vivienda menos espaciosa, pero mucho más cómoda y cálida, la televisión y la radio, con solo pulsar un botón, le proporcionan entretenimientos muy variados, y muchas cosas más. Igualmente, otros países como Brasil, China, India o Rusia, también están progresando en la escalada del PIB.

10. Una posible excepción la constituyen esos *booms* y auges directamente relacionados con la guerra.

Estamos de acuerdo con las maravillas del capitalismo, pero ello no significa que no existan diferentes manifestaciones del capitalismo de características y beneficios muy distintos. El debate sobre el tipo de capitalismo que es más conveniente practicar se remonta a la historia de Estados Unidos y se caracteriza por sus numerosos y agudos reveses. A comienzos del siglo XIX tuvo lugar una encendida polémica sobre el papel que debía representar el gobierno en la economía del país. Los demócratas se oponían a la intervención del gobierno, mientras que los *Whigs* creían que, en un capitalismo saludable, el gobierno debería constituir tan solo el telón de fondo. Para el gobierno federal suponía la iniciación de un sistema de coordinación nacional. Andrew Jackson y más tarde Martin van Buren se declararon contrarios a este plan. En cambio, John Quincy Adams y Henry Clay a su favor.<sup>11</sup>

Desde entonces, la polémica ha resurgido varias veces. Su principal manifestación tuvo lugar durante la década de 1970 con la elección de Margaret Thatcher en el Reino Unido y en la de 1980 con la elección de Ronald Reagan en Estados Unidos. Durante los treinta años anteriores, con la aceptación general del *New Deal* (Nuevo Acuerdo), la ideología predominante entre los políticos consideraba que el gobierno debía representar un papel preponderante proporcionando la infraestructura de la sociedad capitalista. Además de autopistas físicas, esta infraestructura consistía en un sistema educativo y el apoyo a la investigación científica, pero también en reglamentaciones, sobre todo las que regulan los mercados financieros. A finales de la década de 1980, el sistema económico estaba extraordinariamente bien adaptado para superar cualquier trastorno. Por ejemplo, las S&L quebraron en masa, pero el sistema de protección del gobierno pudo contener los daños macroeconómicos. El fallo costó dinero a los contribuyentes, pero en pocos casos les costó el empleo.

Pero, entonces —y ésta es otra parte de esta historia—, la economía, como sucede siempre, cambió y se adaptó a las reglamentaciones en vigor.

11. Howe (2007), claramente a favor de los *Whigs* y contrario a los jacksonianos, trata esta polémica estupendamente.

Después de la década de 1980, se reconoció la opinión general de que el capitalismo era un sistema económico desregulado libre para todos (*free-for-all*) y que quizá el terreno de juego había cambiado, pero sus normas no se habían ajustado. Esta afirmación nunca había sido tan patente como en los mercados financieros y la historia que hemos relatado sobre el mercado inmobiliario es muy ilustrativa. Antes existían límites naturales para las hipotecas inmobiliarias. Los bancos comerciales y las cajas de ahorros tenían razón en adoptar precauciones cuando concedían una hipoteca. Probablemente sus titulares serían ellos mismos, pero cuando esto cambió, los bancos se convirtieron en los contratantes, pero no los tenedores, de las hipotecas. Pero la reglamentación no se ajustó para que las estructuras financieras reflejaran este cambio.

La antipatía por parte del público hacia la reglamentación fue el motivo subyacente de su fracaso. Estados Unidos estaba enfrascado en una nueva visión del capitalismo y la gente creía que el juego se podía desarrollar sin restricciones. Había olvidado la lección duramente aprendida durante los años treinta: que el capitalismo nos puede proporcionar el mejor de los mundos posibles, pero solo lo hace si es el gobierno el que establece las normas y actúa como árbitro.

Sin embargo, en realidad no estamos atravesando ninguna crisis del capitalismo. Simplemente, debemos reconocer que el capitalismo debe estar sometido a ciertas normas. En realidad, nuestra visión global sobre la economía, con sus espíritus animales, explica el motivo de que el gobierno deba establecer estas normas. Quizá sea cierto que en el modelo clásico pueda existir el pleno empleo. Pero en nuestra opinión, las oscilaciones de optimismo y pesimismo producen cambios a gran escala en la demanda global. Como los sueldos se determinan primordialmente siguiendo razones de equidad, estas variaciones de la demanda no se convierten en fluctuaciones de los sueldos y los precios, sino en variaciones del empleo. Cuando la demanda baja, el desempleo sube. El papel del gobierno consiste en amortiguar estos cambios.

Para reiterar lo que acabamos de decir, en nuestra opinión el capitalismo no vende únicamente a la gente lo que ésta desea, sino que también le

vende lo que *cree* que desea. En especial, en los mercados financieros esto conduce a excesos y a quiebras que causan problemas de índole general a la economía. Todos estos procesos están influenciados por historias orales que la gente se cuenta sobre cómo actúan los demás y también sobre cómo la economía influye en sus actividades. Estas historias orales no son siempre las mismas, sino que varían con el paso del tiempo.

El ámbito de los espíritus animales representa para el gobierno la oportunidad de participar. Su papel consiste en establecer las condiciones para que los espíritus animales puedan utilizarse de manera creativa y sirvan al bien común. El gobierno debe establecer las reglas del juego.

Existe una razón fundamental para que discrepemos de los que opinan que la economía debería ser un espacio desregulado libre para todos (*free-for-all*), que el mejor gobierno es el gobierno mínimo y jugar el papel más mínimo en el establecimiento de normas y reglamentaciones. Discrepamos de su visión diferente de la economía. En realidad, si creyéramos que la gente es totalmente racional y actúa solo siguiendo motivos económicos, también creeríamos que el gobierno debería desempeñar un papel menor en la regulación de los mercados financieros y quizá en la determinación del nivel de demanda global.

Pero por el contrario, los espíritus animales tienden a dirigir la economía siguiendo un camino unas veces y otras, otro. Sin la intervención del gobierno, la economía sufrirá oscilaciones masivas que se reflejarán en el desempleo y los mercados financieros seguirán cayendo, de vez en cuando, en el caos.

### Ocho cuestiones

Nuestra visión debería adoptarse no solo porque explica la macroeconomía, sino porque también expone con detalle el funcionamiento de las economías capitalistas. Abundan las pruebas sobre los espíritus animales que hemos mencionado en los cinco primeros capítulos: la confianza, la justicia, la corrupción, la ilusión monetaria y las historias orales sobre el dine-

ro. Se trata de motivaciones reales y omnipresentes destinadas a gente real. La *suposición* de la corriente principal de la macroeconomía de que carecen de funciones relevantes nos parece absurda.

Esta suposición nos sobrecoge, ya que nos parece doblemente absurda si se tiene en cuenta que los espíritus animales representan un papel preponderante para dar respuesta a las ocho preguntas básicas relativas a las economías capitalistas que se plantean en los capítulos siguientes: ¿por qué se producen las depresiones económicas? ¿Por qué los bancos nacionales tienen poder real? ¿Por qué existe el desempleo involuntario? ¿Por qué a largo plazo se produce un equilibrio entre la inflación y el desempleo? ¿Por qué ahorrar es tan variable? ¿Por qué los mercados bursátiles fluctúan tanto? ¿Por qué los ciclos del mercado inmobiliario son tan prolongados? ¿Por qué entre las minorías se produce una pobreza continuada?

Todas estas cuestiones tienen una respuesta sencilla si tenemos en cuenta los espíritus animales. Es imposible, o casi, explicarlas siguiendo la actual corriente dominante de la macroeconomía.

## Qué debe hacerse

En este libro se explica el funcionamiento de la economía. En el ámbito personal, se precisa una visión exacta de la economía personal para tomar las decisiones *individuales* correctas, como cuánto debemos ahorrar, dónde debemos invertir, qué casa deberíamos comprar y si podemos confiar en que nuestro empleador (o la Seguridad Social) nos permitirán cobrar una pensión de jubilación. Una visión correcta sobre el funcionamiento de la economía es más imprescindible aún cuando se trata de decisiones *públicas*.

Este libro se publica en un momento en el que la gente parece estar reconsiderando su opinión sobre la economía. El reciente desastre económico ha puesto sobre la mesa muchas cuestiones que se consideraban resueltas. Ahora la población busca nuevas respuestas con urgencia, lo cual puede constatar en los periódicos, los comités asesores, las conferencias y en los pasillos de los departamentos de economía.

De vez en cuando parece que en las democracias se producen grandes variaciones en las historias orales sobre quién es la gente y quién cree que debería ser. Estas variaciones están vinculadas con otras sobre las historias orales que explican el funcionamiento de la economía. Se puede considerar que Estados Unidos ha experimentado seis cambios preponderantes: durante la Revolución, después de la elección de Andrew Jackson y, más tarde, de Abraham Lincoln, al final de la Reconstrucción, durante la Gran Depresión y después de la elección de Ronald Reagan. Los historiadores quizá no estén de acuerdo con nosotros sobre los detalles de estos cambios, pero como la mayor parte de la historia oral trata sobre ellos, es poco probable que discutan con nosotros sobre su existencia.

Tampoco es probable que estén de acuerdo con nosotros sobre el más reciente de estos cambios que coincide con la elección de Ronald Reagan. En esa época, la explicación sobre el funcionamiento de la economía se había convertido en la imagen conservadora con que empieza este libro, la «mano invisible». Sin embargo y por descontado, no se trató de un fenómeno únicamente americano. Dieciocho meses antes, los británicos habían elegido a Margaret Thatcher. Siguió otros países, como India, China o Canadá, algunos con gran entusiasmo.

La historia de la «mano invisible» y sus consecuencias proporciona una descripción sorprendentemente detallada sobre el papel que debe representar el gobierno, incluso en cuestiones muy específicas. Pero hoy la gente vuelve a plantearse estas cuestiones. Veamos una pequeña muestra: ¿cómo se puede permitir que la gente con diferentes capacidades y recursos financieros exprese sus preferencias de inversión sin quedar expuesta a los vendedores de «ungüento de la serpiente»? ¿O que tenga en cuenta sus intuiciones más íntimas sobre las oportunidades de inversión sin que por ello se le invite a participar en burbujas especulativas y alzas? ¿Cómo se puede decidir a quién se debe sacar de apuros y cuándo? ¿Cómo se deben gestionar los casos de individuos e instituciones que han sido víctimas del engaño? ¿Cuál debería ser la capitalización de los bancos? ¿Cuál debería ser la naturaleza y la magnitud de los estímulos fiscales y monetarios? ¿Importa de verdad si las ayudas fiscales y monetarias llegan a tiempo o tarde? ¿Se

deberían concentrar o prolongar? ¿Cómo debería diseñarse un seguro de depósitos? ¿Cuándo, por ejemplo, se debería producir el proceso de disolución de un banco al menor coste posible? ¿Cuándo se debería efectuar la liquidación a los depositarios? ¿Qué reglamentación debería existir para regular los fondos de alto riesgo? ¿Para bancos de inversión? ¿Para empresas de financiación? ¿Cómo debería modificarse la ley sobre la quiebra para que contemple el riesgo sistémico? Parece que las viejas respuestas a estas cuestiones no funcionan. En todos los ámbitos donde circulan economistas y profesionales similares constatamos que buscan nuevas respuestas.

Este libro no puede contener respuestas *detalladas* sobre estas cuestiones. Nuestra intención consiste en que el funcionamiento de la economía y el papel que debe representar el gobierno en ella, no se pueden describir tomando en consideración exclusivamente los motivos económicos. Este tipo de descripción también requiere una comprensión detallada de la confianza, la equidad, los casos de corrupción, la ilusión monetaria e innumerables historias orales que proceden de la historia. Por lo tanto, las respuestas a estas cuestiones requieren mucha más información que la que puede contener este libro. No obstante, en él encontrarán los antecedentes históricos a partir de los cuales es posible obtener estas respuestas. También subrayan la urgente necesidad de crear comités y comisiones que estén destinados a desarrollar las reformas de las instituciones financieras y las reglamentaciones más urgentes.

Este libro nos enseña básicamente que la solución de nuestros problemas económicos solo se puede conseguir si respetamos nuestra ideología y nuestra política sobre los espíritus animales.

## Agradecimientos

Deseamos dar las gracias en primer lugar a Peter Dougherty, director de Princeton University Press, que nos ha brindado sus conocimientos y nos ha guiado de manera constante durante los años que hemos trabajado en este libro. Sus opiniones personales también nos han sido de gran ayuda en cuanto a bibliografía económica y sus amplias implicaciones.

Estamos especialmente agradecidos a todos los economistas que han participado en los talleres sobre macroeconomía conductual (que más adelante se denominaron talleres sobre macroeconomía y toma individual de decisiones), que los dos autores de este libro organizamos desde 1994 en el Departamento Nacional de Investigación Económica de Estados Unidos. Estos talleres tuvieron lugar hasta el año 2004 gracias a la ayuda del programa de economía conductual de la Fundación Russell Sage y cuentan desde entonces con el apoyo del Banco de la Reserva Federal de Boston.

Este libro contiene conceptos que se publicaron por primera vez en revistas en forma de artículos individuales suscritos por varios coautores. Entre ellos figura John Campbell, que trata temas sobre la volatilidad del precio de los activos; Karl Case y Allan Weiss sobre la vivienda; William Dickens y George Perry sobre la relación inflación-desempleo; Rachel Kranton sobre la pobreza de las minorías; Paul Romer sobre quiebra y malversación; y Janet Yellen sobre equidad de salarios y desempleo.

Deseamos expresar nuestro agradecimiento por los tres informes de evaluación sobre una versión anterior del manuscrito de 2003. Estos informes indican que hemos emprendido un proyecto mucho más ambicioso de lo que en principio habíamos planeado. También agradecemos las cuatro evaluaciones del manuscrito finalizado de 2008.

Asimismo, nuestro mayor agradecimiento por la valiosa ayuda que hemos recibido de nuestros ayudantes de investigación Santosh Anagol, Paul Chen, Stephanie Finnel, Diego Garaycochea, Joshua Hausman, Jessica Jeffers, Mark Schneider, Hasan Seyhan, Ronit Walny y Andy Di Wu, así como de Carol Copeland, nuestra leal asistente adjunta.

Muchas gracias, igualmente, por los numerosos comentarios efectuados por los estudiantes del curso de Robert Shiller sobre Economía 527, Derecho 20083 y Gestión 565, parte de la serie sobre macroeconomía de la Universidad de Yale donde durante cinco años consecutivos varias versiones sucesivas de este libro se han utilizado como libros de texto.

Nuestro agradecimiento a Virginia Shiller, la esposa de Robert, cuya influencia como psicóloga clínica ha resultado fundamental para inculcar a su marido el significado económico de varios principios de la psicología humana, que le han ayudado a suavizar su vehemencia de experto, haciéndole constatar que siempre existe una conexión con la realidad económica. Nuestros hijos, especialistas en ciernes, también han aportado sus comentarios.

George Akerlof desea dar las gracias al Instituto Canadiense para la Investigación Avanzada y a la Fundación Nacional de la Ciencia (Grant SES 04-17871) por su generoso apoyo monetario.

Igualmente, muchas gracias a Edward Koren, cuyos dibujos, sin palabras y concisos, han sabido captar a la perfección el espíritu de este libro.

## Bibliografía

- AARON, Henry J. y REISCHAUER, Robert D. *Setting National Priorities: The 2000 Election and Beyond*, Brookings Institution Press, Washington, D.C., 1999.
- AGELL, Jonas y LUNDBORG, Per. «Survey Evidence on Wage Rigidity and Unemployment: Sweden in the 1990s», *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 105, n.º 1 (2003), págs. 15-29.
- AKERLOF, George A. «Labor Contracts as Partial Gift Exchange», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 97, n.º 4 (1982), págs. 543-569.
- AKERLOF, George A. y DICKENS, William, T. «Unfinished Business in the Macroeconomics of Low Inflation: A Tribute to George and Bill by Bill and George», *Brookings Papers on Macroeconomics*, vol. 2 (2007), págs. 31-48.
- AKERLOF, George A. y KRANTON, Rachel, E. «Economics and Identity», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 115, n.º 3 (2000), págs. 715-753.
- «Identity and Schooling: Some Lessons for the Economics of Education», *Journal of Economic Literature*, vol. 40, n.º 4 (2002), págs. 1167-1201.
- «Identity and the Economics of Organizations», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, n.º 1 (2005), págs. 9-32.
- «Economics and Identity», Documento sin publicar, Universidad de California-Berkeley y Duke University, julio de 2008.
- AKERLOF, George A. y ROMER, Paul M. «Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (1993), págs. 1-74.
- AKERLOF, George A. y YELLEN, Janet L. «The Fair Wage-Effort Hypothesis and Unemployment», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 105, n.º 2 (1990), págs. 255-283.

- AKERLOF, George A., ROSE, Andrew K. y YELLEN, Janet L. 1988. «Job Switching and Job Satisfaction in the U.S. Labor Market», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (1988), págs. 495-582.
- AKERLOF, George A., DICKENS, William T. y PERRY, George L. «The Macroeconomics of Low Inflation», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1 (1996), págs. 1-59.
- . «Near-Rational Wage and Price Setting and the Long-Run Phillips Curve», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1 (2000), págs. 1-44.
- AKERLOF, Robert J. «A Theory of Social Interactions», Documento sin publicar, Departamento de Economía, Universidad de Harvard, 2008.
- «Aldrich Banking System», *Washington Post*, 18 de febrero de 1911, pág. 6.
- ALESINA, Alberto, DI TELLA, Rafael y McCULLOCH, Robert. «Inequality and Happiness: Are Europeans and Americans Different?» Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 8198 (abril de 2001).
- ALEXANDER, Robert. *A History of Organized Labor in Argentina*. Conn. Praeger, Westport, 2003.
- ALLEN, Franklin, MORRIS, Stephen y SONG SHIN, Hyun. «Beauty Contests, Bubbles, and Iterated Expectations in Asset Markets», Documento sin publicar, Universidad de Yale (abril de 2002).
- ALTONJI, Joseph G. y DEVEREUX, Paul J. «The Extent and Consequences of Downward Nominal Wage Rigidity», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 7236 (julio de 1999).
- ANDERSON, Elijah. *Streetwise: Race, Class, and Change in an Urban Community*, University of Chicago Press, Chicago, 1990.
- ANDO, Albert y MODIGLIANI, Franco. «The Life-Cycle Theory of Saving: Aggregate Implications and Tests», *American Economic Review*, vol. 53, n.º 1 (1963), págs. 55-84.
- ANDREWS, Edmund L. «Fed Acts to Rescue Financial Markets», *New York Times*, 17 de marzo de 2008.
- ANGELETOS, George-Marios, LAIBSON, David I., REPETTO, Andrea, TOBACMAN, Jeremy y WEINBERG, Stephen. «The Hyperbolic Consumption Model: Calibration, Simulation, and Empirical Evaluation», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, n.º 3 (2001), págs. 47-68.
- «Applaud Idea of Lowering City Salaries», *Hartford Courant*, 19 de febrero de 1932, pág. 8.
- ARKES, H., HERREN, L. y ISEN, A. «The Role of Potential Loss in the Influence of Affect on Risk-Taking Behavior», *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 66 (1988), págs. 228-236.
- «Attitude of Waiting», *Washington Post*, 21 de diciembre de 1902, pág. 22.
- BAILEY, Norman J. *The Mathematical Theory of Infectious Diseases and Its Applications*, Griffin, Londres, 1975.
- BAKER, Malcolm, STEIN, Jeremy C. y WURGLER, Jeffrey. «When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 8750 (enero de 2002).

- BAKER, Malcolm, NAGEL, Stefan y WURGLER, Jeffrey. «The Effects of Dividends on Consumption», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 12288, junio de 2006.
- BARBERIS, Nicholas y THALER, Richard. «A Survey of Behavioral Finance». En George Constantinides, Milton Harris y René Stulz, eds., *Handbook of the Economics of Finance*. Nueva York: Elsevier Science (2003), págs. 1053-1128.
- BARENSTEIN, Matias F. «Credit Cards and Consumption: An Urge to Splurge?», Documento sin publicar, Universidad de California-Berkeley, 2002.
- BARRETT, Wayne. «Andrew Cuomo and Fannie and Freddie», *Village Voice*, 5 de agosto de 2008.
- BARRO, Robert J. «On the Determination of the Public Debt», *Journal of Political Economy*, vol. 87, n.º 5 (1979), págs. 940-971.
- BARSKY, Robert B. y SIMS, Eric R. «Information Shocks, Animal Spirits, and the Meaning of Innovations in Consumer Confidence», Documento sin publicar, Universidad de Michigan, 30 de octubre de 2006.
- BAUER, Thomas, BONIN, Holger y SUNDE, Uwe. «Real and Nominal Wage Rigidities and the Rate of Inflation: Evidence from German Microdata», Documento de consulta del Institute for the Study of Labor 959, 2003.
- BECKER, Gary S. «Crime and Punishment: An Economic Approach», *Journal of Political Economy*, vol. 76 (1968), págs. 169-217.
- BENABOU, Roland. «Groupthink: Collective Delusions in Organizations and Markets», Documento sin publicar, Universidad de Princeton, 2008.
- BENABOU, Roland y TIROLE, Jean. «Self-Confidence and Social Interactions», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 7585 (marzo de 2000).
- BENOIT, Bernard, HALL, Ben, GUHA, Krishna, GUERRERA, Francesco y SENDER, Henry. «US Prepares \$250bn Banks Push; Global Rebound; S&P 500 Soars 11.6 % as Markets Cheer Europe's \$2,546bn Move», *Financial Times* (14 de octubre de 2008), pág. 1.
- BERG, Lennart y BERGSTRÖM, Reinhold. «Consumer Confidence and Consumption in Sweden», Documento sin publicar, Departamento de Economía, Universidad de Uppsala, 1996.
- BERNANKE, Ben S. «Developments in the Financial Markets». Testimonio ante el Comité de Asuntos Bancarios, Inmobiliaria y Urbanismo, Senado de Estados Unidos (3 de abril de 2008a). <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke2+0080403a.htm>.
- . «Reducing Systemic Risk». Discurso en el Simposio Económico del Banco de la Reserva Federal de Kansas, «Maintaining Stability in a Changing Financial System», Jackson Hole, Wyoming (22 de agosto) 2008b. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080822a.htm>.
- BERNANKE, Ben S. y BLINDER, Alan. «Credit, Money, and Aggregate Demand», *American Economic Review*, vol. 78, n.º 2 (1988), págs. 435-439.

- . «The Federal Funds Rate and the Channels de Monetary Transmission», *American Economic Review*, vol. 82, n.º 4, págs. 901-921.
- BERNANKE, Ben S., LAUBACH, Thomas, MISHKIN, Frederic y POSEN, Adam. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2001.
- BERNANKE, Ben S., BOIVIN, Jean y ELIASZ, Pitor. «Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 120, n.º 1 (2005), págs. 387-422.
- BERNHEIM, B. Douglas. «Do Households Appreciate Their Financial Vulnerabilities? An Analysis of Actions, Perceptions, and Public Policy», En *Tax Policy for Economic Growth in the 1990s*. Washington, D.C.: American Council for Capital Formation (1995), págs. 1-30.
- BEWLEY, Truman. *Why Wages Don't Fall during a Recession*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press (1999).
- . «Knightian Decision Theory. Part I», *Decisions in Economics and Finance*, vol. 25, n.º 2 (2002), págs. 79-110.
- BILLET, Matthew T. y QIAN Yiming. «Are Overconfident Managers Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers», Documento sin publicar, Universidad de Iowa, 2005.
- BLANCHARD, Olivier J. «Consumption and the Recession of 1990-1991», *American Economic Review*, vol. 83, n.º 2 (1993), págs. 270-274.
- BLANCHARD, Olivier y KIYOTAKI, Nobuhiro. «Monopolistic Competition and the Effects of Aggregate Demand», *American Economic Review*, vol. 77, n.º 4 (1987), págs. 647-666.
- BLANCHARD, Olivier y SUMMERS, Lawrence. «Hysteresis in Unemployment», *European Economic Review*, vol. 31, n.º 1/2 (1987), págs. 288-295.
- BLANCHARD, Olivier, RHEE, Changyong y SUMMERS, Lawrence H. «The Stock Market, Profit, and Investment», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n.º 1 (1993), págs. 115-136.
- BLAU, Peter Michael. *The Dynamics of Bureaucracy; A Study of Interpersonal Relations in Two Government Agencies*, University of Chicago Press, Chicago, 1963.
- BLINDER, Alan S. y CHOI, Don H. «A Shred of Evidence on Theories of Wage Stickiness», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 105, n.º 4 (1990), págs. 1003-1015.
- BLINDER, Alan S., DEATON, Angus, HALL, Robert E. y HUBBARD, Glenn R. «The Time Series Consumption Function Revisited», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (1985), págs. 465-511.
- BOND, Stephen R. y CUMMINS, Jason G. «The Stock Market and Investment in the New Economy: Some Tangible Facts and Intangible Fictions», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1 (2000), págs. 61-108.
- BORIO, Claudio. «Towards a Macroprudential Framework for Financial Regulation», Documento de trabajo BIS 128, Bank for International Settlements, febrero de 2003.

- BOWLES, Samuel. «The Production Process in a Competitive Economy: Walrasian, Neo-Hobbesian, and Marxian Models», *American Economic Review*, vol. 75, n.º 1 (1985), págs. 16-36.
- BRACHA, Anat y BROWN, Donald. «Affective Decision Making: A Behavioral Theory of Choice», Documento de consulta de la Cowles Foundation 1633, noviembre de 2007.
- BRAINARD, William C. y PERRY, George L. «Making Policy in a Changing World», En William Brainard y George Perry, eds., *Economic Events, Ideas, and Policies: The 1960s and After*, Brookings Institution Press, Washington, D.C., 2000, págs. 43-82.
- BRAINARD, William C. y TOBIN, James. «Pitfalls in Financial Model Building», *American Economic Review*, vol. 58, n.º 2 (1968), págs. 99-122.
- BROCK, William A. y DURLAUF, Steven N. «Multinomial Choice and Social Interactions», Documento sin publicar, Universidad de Wisconsin-Madison, 27 de enero de 2003.
- BROWN, Lucia. «Individualistic Interiors Mark Dozen Exhibit Homes», *Washington Post*, 7 de septiembre de 1952, pág. H3.
- BROWN, Roger. *Social Psychology*, 2.ª ed. Free Press, Nueva York, 1986.
- BROWN, Stephen, GOETZMANN, William, LIANG, Bing y SCHWARZ, Christopher. «Mandatory Disclosure and Operational Risk: Evidence from Hedge Fund Registration», Documento sin publicar, Universidad de Nueva York, 2007.
- BRUNNERMEIER, Markus K. «Deciphering the 2007-8 Liquidity and Credit Crunch», *Journal of Economic Perspectives*, próxima publicación, 2009.
- BRUNNERMEIER, Markus K. y JULLIARD, Christian. «Money Illusion and Housing Frenzies», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 12810, diciembre de 2006.
- BUCKLEY, F. H. y BRINIG, Margaret F. «The Bankruptcy Puzzle», *Journal of Legal Studies*, vol. 27, n.º 1 (1998), págs. 187-207.
- BURTON, Robert. [1632]. *Anatomía de la melancolía*, Alianza, Madrid, 2008.
- CABALLERO, Ricardo y KRISHNAMURTHY, Arvind. «Flight to Quality and Collective Risk Management», Documento sin publicar, Massachusetts Institute of Technology, 2006.
- «Callisthenes», «The Duty of Confidence», *The Times* (Londres), 21 de enero de 1931, pág. 12.
- CALOMIRIS, Charles W. «The Subprime Turmoil: What's Old, What's New and What's Next», Documento preparado para el Simposio Económico del Banco de la Reserva Federal de Kansas, «Maintaining Stability in a Changing Financial System», Jackson Hole, Wyoming, 22 de agosto de 2008.
- CALVO, Guillermo A. «Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework», *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, n.º 3 (1983), págs. 383-398.
- CAMPBELL, Carl M. y KAMLANI, Kunal S. «The Reasons for Wage Rigidity: Evidence from a Survey of Firms», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n.º 3 (1997), págs. 759-789.

- CAMPBELL, John Y. «Household Finance», *Journal of Finance*, vol. 61, n.º 4 (2006), págs. 1553-1604.
- CAMPBELL, John Y. y DEATON, Angus. «Is Consumption Too Smooth?» *Review of Economic Studies*, vol. 56, n.º 3 (1989), págs. 357-373.
- CAMPBELL, John Y. y SHILLER, Robert J. «Cointegration and Tests of Present Value Models», *Journal of Political Economy*, vol. 97, n.º 5 (1987), págs. 1062-1088.
- «Stock Prices, Earnings and Expected Dividends», *Journal of Finance*, vol. 43, n.º 3 (1988), págs. 661-676.
- CANTRIL, Hadley. *Public Opinion 1935-46*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 1951.
- CARD, David y HYSLOP, Dean. «Does Inflation 'Grease the Wheels' of the Labor Market?». En Christina D. Romer y David H. Romer, eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, NBER Studies in Business Cycles, vol. 30. University of Chicago Press, Chicago, 1997, págs. 195-242.
- CARLTON, Dennis W. «The Rigidity of Prices», *American Economic Review*, vol. 76, n.º 4 (1986), págs. 637-658.
- CARROLL, Christopher D. «A Theory of the Consumption Function with and without Liquidity Constraints (Expanded Version)», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 8387, julio de 2001.
- CARROLL, Christopher D. y SUMMERS, Lawrence H. «Consumption Growth Parallels Income Growth: Some New Evidence». En: B. Douglas Bernheim y John Shoven, eds., *National Saving and Economic Performance*. University of Chicago Press, Chicago, 1991, págs. 305-343.
- CARROLL, Christopher D. y WEIL, David N. «Saving and Growth: A reinterpretation», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 40 (1994), págs. 133-192.
- CARSON, Carol S. «The History of the United States National Income and Product Accounts: The Development of an Analytical Tool», *Review of Income and Wealth*, vol. 21, n.º 2 (1975), págs. 153-181.
- CASE, Karl E. «The Central Role of House Prices in the Current Financial Crisis: How Will the Market Clear?», Documento preparado para el Brookings Panel on Economic Activity, Washington, D.C., 11 de septiembre de 2008.
- CASE, Karl E. y SHILLER, Robert, J. «The Behavior of Home Buyers in Boom and Post-Boom Markets», *New England Economic Review* (noviembre de 1988), págs. 29-46.
- «Is There a Bubble in the Housing Market?» *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (2003), págs. 299-362.
- CASSINO, Vincenzo. «The Distribution of Wage and Price Changes in New Zealand», Documento de consulta del Banco de Nueva Zelanda G95/6, 1995.
- CASTELLANOS, Sara G., GARCÍA-VERDÚ, Rodrigo y KAPLAN, David. «Nominal Wage Rigidities in Mexico: Evidence from Social Security Records», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 10383, marzo de 2004.
- Central Intelligence Agency. *The World Factbook*, 2008. <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>.

- CHAPPLE, Simon. «Money Wage Rigidity in New Zealand», *Labour Market Bulletin*, vol. 2 (1996), págs. 23-50.
- CHARI, V. V., KEHOE, Patrick J. y McGRATTAN, Ellen R. «New Keynesian Models: Not Yet Useful for Policy Analysis», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 14313, septiembre de 2008.
- CHEN, Keith y HAUSER, Marc. «Modeling Reciprocation and Cooperation in Primates: Evidence for a Punishing Strategy», *Journal of Theoretical Biology*, vol. 235 (2005), págs. 5-12.
- CHERNOW, Ron. *Titan: The Life of John D. Rockefeller*, Random House, Nueva York, 1998.
- CHRISTOFIDES, Louis N. y PENG, Amy Chen. «The Determinants of Major Provisions in Union Contracts: Duration, Indexation, and Non-Contingent Wage Adjustment», Documento sin publicar, Universidad de Chipre, 2004.
- CLARK, John B. «The Gold Standard of Currency in the Light of Recent Theory», *Political Science Quarterly*, vol. 10, n.º 3 (1895), págs. 383-397.
- CLARK, Kenneth. *Dark Ghetto*, Harper and Row, Nueva York, 1965.
- COIBION, Olivier y GORODNICHENKO, Yuriy. «What Can Survey Forecasts Tell Us about Informational Rigidities?», Documento sin publicar, Universidad de California-Berkeley, 2008.
- COLBURN, Forrest D. «Mexico's Financial Crisis», *Latin American Research Review*, vol. 19, n.º 2 (1984), págs. 220-224.
- COLE, Harold L y OHANIAN, Lee E. «Re-examining the Contributions of Money and Banking Shocks to the U.S. Great Depression», *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 15 (2000), págs. 183-227.
- «New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis», *Journal of Political Economy*, vol. 112, n.º 4 (2004), págs. 779-816.
- «Confidence is Recovery Key, Sloan Asserts», *Chicago Daily Tribune*, 1 de enero de 1938, pág. 17.
- «Contract Bridge Favorite Game among Women», *Washington Post*, 5 de marzo de 1941, pág. 13.
- COOPER, Russell y JOHN, Andrew. «Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 88, n.º 3 (1988), págs. 441-463.
- CRYSTAL, Graef S. *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives*, W. W. Norton, Nueva York, 1991.
- CUSUMANO, Michael A. *The Japanese Automobile Industry: Technology and Management at Nissan and Toyota*, Harvard University Press, Cambridge, Mass, 1985.
- DAVIS, E. Philip y FAGAN, Gabriel. «Are Financial Spreads Useful Indicators of Future Inflation and Output Growth in EU Countries?» *Journal of Applied Econometrics*, vol. 12, n.º 6 (1997), págs. 701-714.
- DEATON, Angus. *Understanding Consumption*, Oxford University Press, Oxford, 1992.
- DEGLER, Carl N. *Age of Economic Revolution 1876-1900*, 2.ª ed., Scott, Foresman, Glenview, Ill, 1967.

- DE LONG, J. Bradford y SUMMERS, Lawrence H. «Equipment Investment and Economic Growth: How Strong is the Nexus?», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (1992), págs. 157-199.
- DELPIT, Lisa. *Other People's Children: Cultural Conflict in the Classroom*, New Press, Nueva York, 1995.
- DE QUERVAIN, Dominique J.-F., FISCHBACHER, Urs y TREYER, Velerie et al. «The Neural Basis of Altruistic Punishment», *Science*, vol. 305 (2005), págs. 1254-1264.
- DESCARTES, René [1664]. *El tratado del hombre*, Alianza, Madrid, 2007.
- DICKENS, William T. y KATZ, Lawrence F. «Inter-industry Wage Differences and Industry Characteristics». En: Kevin Lang y Jonathan S. Leonard, eds., *Unemployment and the Structure of Labor Markets*, Blackwell, Nueva York, 1987, págs. 48-89.
- DI TELLA, Rafael, McCULLOCH, Robert J. y OSWALD, Andrew J. «The macroeconomics of Happiness», Documento sin publicar, Harvard Business School, 2000.
- DOUGHERTY, Peter. *Who's Afraid of Adam Smith? How the Market Got Its Soul*. Hoboken, NJ., Wiley, 2002.
- DU BOIS, W.E.B. *The Souls of Black Folk*, Fawcett, Greenwich, Conn., 1965.
- DUNLOP, John T. «The Task of Contemporary Wage Theory». En: John T. Dunlop, ed., *The Theory of Wage Determination*, St. Martin's Press, Nueva York, págs. 3-27.
- DWYER, Jacqueline y LEONG, Kenneth. «Nominal Wage Rigidity in Australia», Documento de consulta del Reserve Bank of Australia 2000-2008.
- Informe Económico del Presidente*. Varios números. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.
- EDMANS, Alex, GARCÍA, Diego y NORLY, Øyvind. «Sports Sentiment and Stock Returns», *Journal of Finance*, vol. 62, n.º 4 (2007), págs. 1967-1998.
- EICHENGREEN, Barry. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression*, Oxford University Press, Nueva York, 1992.
- EICHENGREEN, Barry y SACHS, Jeffrey. «Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s», *Journal of Economic History*, vol. 45 (1985), págs. 925-946.
- EICHENWALD, Kurt. *A Conspiracy of Fools: A True Story*, Broadway, Nueva York, 2005.
- «An Elastic Currency and Bankers' Bank», *The Independent*, 25 de diciembre de 1913, pág. 565.
- «Embezzlements of Last Year», *Chicago Daily Tribune*, 1 de enero de 1895, pág. 4.
- ENGEN, Eric M., GALE, William G. y UCCELLO, Cori E. «The Adequacy of Household Saving», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (1999), págs. 65-187.
- ENGLUND, Peter. «The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, n.º 3 (1999), págs. 80-97.
- FAIR, Ray C. *Testing Macroeconometric Models*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1994.
- FANG, Hanming y MOSCARINI, Giuseppe. «Overconfidence, Morale, and Wage-Setting Policies», Documento presentado en la conferencia del National Bureau of Economic

- mic Research sobre «Macroeconomics and Individual Decision Making», noviembre de 2002.
- FARKAS, Steve y JOHNSON, Jean. *Miles to Go: A Status Report on Americans' Plans for Retirement*, Public Agenda, Washington, D.C., 1997.
- FARMER, Roger E. *The Macroeconomics of Self-Fulfilling Prophecies*, 2.ª ed., MIT Press, Cambridge, Mass., 1999.
- FAULKNER, Harold Underwood. *Politics, Reform and Expansion, 1890-1900*, Harper and Row, Nueva York, 1959.
- Reserva Federal. «Factors Affecting Reserve Balances», Publicación estadística H.4.1, 24 de julio de 2008a.
- . «Reserve Requirements», 2008b. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>.
- FEHR, Ernst y GÄCHTER, Simon. «Cooperation and Punishment in Public Goods Experiments», *American Economic Review*, vol. 90, n.º 4 (2000), págs. 980-994.
- FEHR, Ernst y GOETTE, Lorenz. «Robustness and Real Consequences of Nominal Wage Rigidity», *Journal of Monetary Economics*, vol. 52, n.º 4 (2004), págs. 779-804.
- FEINBERG, Richard. «Credit Cards as Spending Facilitating Stimuli: A Conditioning Interpretation», *Journal of Consumer Research*, vol. 13, n.º 3 (1986), págs. 348-356.
- FERGUSON, Ann Arnett. *Bad Boys: Public Schools in the Making of Black Masculinity*, University of Michigan Press, Ann Arbor, 2000.
- FERGUSON, Ronald F. «Can Schools Narrow the Test Score Gap?». En: Christopher Jencks y Meredith Phillips, eds., *The Black-White Test Score Gap*, Brookings Institution Press, Washington, D.C., 1998, págs. 318-374.
- FESTINGER, Leon. «A Theory of Social Comparison Processes», *Human Relations*, vol. 7 (1954), págs. 114-140.
- FINNEL, Stephanie. «Once Upon a Time, We Were Prosperous: The Role of Storytelling in Making Mexicans Believe in Their Country's Capacity for Economic Greatness», Ensayo sin publicar, Universidad de Yale, 2006.
- FISCHER, Stanley. «Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule», *Journal of Political Economy*, vol. 85, n.º 1 (1977), págs. 191-205.
- FISHER, Irving. *The Money Illusion*, Adelphi, Nueva York, 1928.
- FLIEGEL, Seymour. *Miracle in East Harlem: The Fight for Choice in Public Education*, Random House, Nueva York, 1993.
- «Formal Addresses of Lehman, Smith, Root and Wadsworth at Repeal Convention», *New York Times*, 28 de junio de 1933, pág. 16.
- FORTIN, Pierre. «Canadian Wage Settlement Data», Documento sin publicar, Universidad del Québec en Montréal, abril de 1995.
- . «The Great Canadian Slump», *Canadian Journal of Economics*, vol. 29, n.º 4 (1996), págs. 761-787.
- FOSTEL, Ana y GEANAKOPOLOS, John. «Leverage Cycles and the Anxious Economy», *American Economic Review*, vol. 98, n.º 4 (2008), págs. 1211-1244.

- FOSTER, James E. y WAN, Henry Y. Jr., «Involuntary Unemployment as a Principal-Agent Equilibrium», *American Economic Review*, vol. 74, n.º 2 (1984), págs. 476-484.
- FRAZIER, Franklin. *The Black Bourgeoisie: The Rise of the New Middle Class in the United States*, Free Press, Nueva York, 1957.
- FRIEDMAN, Benjamin M. «Targets and Instruments for Monetary Policy». En: Benjamin Friedman y Frank Hahn, eds., *Handbook of Monetary Economics*, Elsevier Science, Nueva York, 1990, págs. 1185-1230.
- FRIEDMAN, Milton. *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton, N.J., 1957.
- «The Role of Monetary Policy», *American Economic Review*, vol. 58, n.º 1 (1968), págs. 1-17.
- «A Theoretical Framework for Monetary Analysis», *Journal of Political Economy*, vol. 78, n.º 2 (1970), págs. 193-238.
- FRIEDMAN, Milton y FRIEDMAN, Rose D. *Libertad de elegir*, RBA Coleccionables, Barcelona, 2004.
- FRIEDMAN, Milton y SCHWARTZ, Anna Jacobson. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, N.J., 1963.
- FUKUZAWA, Yukichi. *An Encouragement of Learning*, 1876. Edición traducida al inglés por David A. Dilworth y Umeyo Hirano, Universidad Sophia, Tokio, 1969.
- GALBRAITH, John K. [1955]. *El crac del 29*, Ariel, Barcelona, 2005.
- GALE, William G. y POTTER, Samara R. «An Economic Evaluation of the Economic Growth and Tax Reconciliation Act of 2002», Documento sin publicar, Brookings Institution, 2002.
- GALE, William G., IWRY, J. Mark y ORSZAG, Peter R. *The Automatic 401(k): A Simple Way to Strengthen Retirement Savings*, Brookings Institution Press, Washington, D.C., 2005.
- GEANAKOPOLOS, John. «Liquidity, Default, and Crashes: Endogenous Contracts in General Equilibrium». En: Mathias Dewatripont, Lars Peter Hansen y Steven J. Turnovsky, eds., *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications, Eighth World Conference*, vol. 2, Cambridge University Press, Cambridge, 2003, págs. 170 a 205.
- GEISEL, Theodor Seuss (Dr. Seuss). *The Butter Battle Book*, Random House, Nueva York, 1984.
- GILBOA, Itzhak y SCHMEIDLER, David. «Maximin Expected Utility with Non-Unique Priors», *Journal of Mathematical Economics*, vol. 18 (1989), págs. 141-153.
- GLAESER, Edward L. «The Political Economy of Hatred», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 9171, septiembre de 2002.
- «Should the Government Rebuild New Orleans, o Just Give Residents Checks?» *Economists' Voice*, vol. 2, n.º 4 (2005), artículo 4.
- GOETZMANN, William, INGERSOLL, Jonathan y ROSS, Stephen A. «High Water Marks and Hedge Fund Management Contracts», *Journal of Finance*, vol. 58 (2003), págs. 1685-1718.

- GOLDFELD, Stephen. «The Case of the Missing Money», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 3 (1976), págs. 683-730.
- GORDON, Robert J. «Can the inflation of the 1970s Be Explained?» *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1 (1977), págs. 253-279.
- GOSELIN, Peter. «The New Deal: On Their Own in Battered New Orleans», *Los Angeles Times*, 4 de diciembre de 2005, pág. A-1.
- GRAMLICH, Edward M. *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, Urban Institute Press, Washington, D.C., 2007.
- GRANGER, Clive. «Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods», *Econometrica*, vol. 37, n.º 3 (1969), págs. 424-438.
- GREENLAW, David, HATZIUS, Jan, KASHYAP, Anil K. y SHIN, Hyun Song. «Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Meltdown», Documento presentado en la conferencia del Foro de Política Monetaria de EE. UU., Chicago Graduate School of Business, 29 de febrero de 2008.
- GROSHEN, Erica L. «Sources of Intra-Industry Wage Dispersion: How Much Do Employers Matter?» *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n.º 3 (1991), págs. 869-884.
- GROSSMAN, Sanford J. y HART, Oliver. «Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation», *Bell Journal of Economics II*, vol. 1 (1980), págs. 41-64.
- GROSSMAN, Sanford J., MELINO, Angelo y SHILLER, Robert J. «Estimating the Continuous-Time Consumption-Based Asset-Pricing Model», *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 5, n.º 3 (1987), págs. 315-327.
- HALL, Robert E. «Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence», *Journal of Political Economy*, vol. 86, n.º 6 (1978), págs. 971-988.
- «Intertemporal Substitution in Consumption», *Journal of Political Economy*, vol. 96, n.º 2 (1988), págs. 339-357.
- HALL, Robert E. y MISHKIN, Frederic S. «The Sensitivity of Consumption to Transitory Income: Estimates from Panel Data on Households», *Econometrica*, vol. 50, n.º 2 (1982), págs. 461-482.
- HALTIWANGER, John y WALDMAN, Michael. «Limited Rationality and Strategic Complements: The Implications for Macroeconomics», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 104 (1989), págs. 463-483.
- HANNERZ, Ulf. *Soulside: Inquiries into Ghetto Culture and Community*, Columbia University Press, Nueva York, 1969.
- HARMON, Amy. «DNA Gatherers Hit a Snag: The Tribes Don't Trust Them», *New York Times*, 10 de diciembre de 2006, págs. A1, A38.
- HARVEY, Fred. «Stem 12,880,900 Share Run», *Chicago Daily Tribune*, 25 de octubre de 1929, pág. 1.
- HICKS, John R. «Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation», *Econometrica*, vol. 5, n.º 1 (1937), págs. 147-159.
- HIGGINS, Adrian. «Why the Red Delicious No Longer Is», *Washington Post*, 5 de agosto de 2005, pág. A01.

- HIGGS, Robert. «Regime Uncertainty: Why the Great Depression Lasted So Long and Why Prosperity Resumed after the War», *Independent Review*, vol. 1, n.º 4 (1997), págs. 561-590.
- HIRT, Edward R., ERICKSON, Grant A., KENNEDY, Chris y ZILLMAN, Dolf. «Costs and Benefits of Allegiance: Changes in Fans' Self-Ascribed Competencies after Team Victory versus Defeat», *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 63 (1992), págs. 724-738.
- HOLZER, Harry J., OFFNER, Paul y SORENSEN, Elaine. «Declining Employment among Young Black Less-Educated Men: The Role of Incarceration and Child Support», Universidad de Georgetown, Documentos de consulta del Institute for Research on Poverty 1281-1304, mayo de 2004.
- HOWE, Donald W. *What Hath God Wrought: The Transformation of America, 1815-1848*, Oxford University Press, Nueva York, 2007.
- HSIEH, Chang-Tai y KLENOW, Peter J. «Relative Prices and Relative Prosperity», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 9701, mayo de 2003.
- KEGAMI, Eiko, *Bonds of Civility: Aesthetic Networks and the Political Origins of Japanese Culture*, Cambridge University Press, Cambridge, Mass., 2005.
- IP, Greg. «Routine No Longer Governs Crow's Life», *Financial Post* (Toronto), 28 de abril de 1994, pág. 15.
- JACOBS, Jane. *The Death and Life of Great American Cities*, Random House, Nueva York, 1961.
- JAMES, Henry [1904]. *La copa dorada*, Planeta, Barcelona, 1981.
- JUHN, Chihui, MURPHY, Kevin M. y PIERCE, Brooks. «Wage Inequality and the Rise in Returns to Skill», *Journal of Political Economy*, vol. 101, n.º 3 (1993), págs. 410-442.
- JUNG, Jeeman y SHILLER, Robert J. «Samuelson's Dictum and the Stock Market», *Economic Inquiry*, vol. 43, n.º 2 (2005), págs. 221-228.
- KAHN, Richard F. «The Relation of Home Investment to Unemployment», *Economic Journal*, vol. 41, n.º 162 (1931), págs. 173-198.
- KAHN, Shulamit. «Evidence of Nominal Wage Stickiness from Microdata», *American Economic Review*, vol. 87, n.º 5 (1997), págs. 993-1008.
- KAHNEMAN, Daniel y TVERSKY, Amos. «Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk», *Econometrica*, vol. 47, n.º 2 (1979), págs. 263-292.
- . *Choices, Values and Frames*, Cambridge University Press, Cambridge, Mass., 2000.
- KAHNEMAN, Daniel, KNETSCH, Jack y THALER, Richard H. «Fairness as a Constraint on Profit-Seeking: Entitlements in the Market», *American Economic Review*, vol. 76, n.º 4 (1986a), págs. 728-741.
- . «Fairness and the Assumptions of Economics», *Journal of Business*, vol. 59, n.º 4 (1986b) (parte 2), págs. S285-300.
- «Kaiser Argentine Car Plant Hit by Faulty Parts, Strikes, Delays», *New York Times*, 28 de abril de 1958, pág. 33.
- KASHYAP, Anil K., RAJAN, Raghuram G. y STEIN, Jeremy C. «Rethinking Capital Regulation», Documento preparado para el Simposio sobre Economía del Banco de la

- Reserva Federal de Kansas, «Maintaining Stability in a Changing Financial System», Jackson Hole, Wyoming, 22 de agosto de 2008.
- KATONA, George. *The Powerful Consumer: Psychological Studies of the American Economy*, McGraw-Hill, Nueva York, 1960.
- KATZ, Lawrence F. «Efficiency Wage Theories: A Partial Evaluation», *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 1 (1986), págs. 235-276.
- KELLY, Tom y TUCCILLO, John. *How a Second Home Can Be Your Best Investment*, McGraw-Hill, Nueva York, 2004.
- KEYNES, John Maynard. «On a Method of Statistical Business Cycle Research: A Comment», *Economic Journal*, vol. 50, n.º 197 (1940a), págs. 154-156.
- . *How to Pay for the War: A Radical Plan for the Chancellor of the Exchequer*, Macmillan, Londres, 1940b.
- . [1936]. *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*, Aosta, Madrid, 1998.
- KIMURA, Takeshi y UEDA, Kazuo. «Downward Nominal Wage Rigidity in Japan», *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 15, n.º 1 (2001), págs. 50-67.
- KINDELBERGER, Charles P. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Basic, Nueva York, 1978.
- KING, Martin Luther, III. «Minority Housing Gap: Fannie Mae, Freddie Mac Fall Short», *Washington Times*, 17 de noviembre de 1999, pág. A17.
- KIRCHGAESSNER, Stephanie. «Bush Says Wall Street 'Got Drunk'», *Financial Times*, 23 de julio de 2008.
- KLEIN, Lawrence R. *Project LINK*, Centro de Planificación e Investigación Económica, Atenas, 1977.
- KNIGHT, Frank H. *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin, Nueva York, 1921.
- KNOPPIK, Christoph y BEISSINGER, Thomas. «How Rigid Are Nominal Wages? Evidence and Implications for Germany», *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 105, n.º 4 (2003), págs. 619-641.
- KORNBLUTH, Jesse. *Highly Confident: The Crime and Punishment of Michael Milken*, William Morrow, Nueva York, 1992.
- KRUEGER, Alan B. y SUMMERS, Lawrence H. «Efficiency Wages and the Inter-Industry Wage Structure», *Econometrica*, vol. 56, n.º 2 (1988), págs. 259-293.
- KRUEGER, Alan B. y WHITMORE, Diane M. «The Effect of Attending a Small Class in the Early Grades on College-Test Taking and Middle School Test Results: Evidence from Project STAR», Documento sin publicar, Industrial Relations Section, Universidad de Princeton, septiembre de 1999.
- KURODA, Sachiko y YAMAMOTO, Isamu. «Are Japanese Nominal Wages Downwardly Rigid? I. Examinations of Nominal Wage Change Distributions», *Monetary and Economic Studies*, vol. 21, n.º 2 (2003a), págs. 1-29.
- . «Are Japanese Nominal Wages Downwardly Rigid? II. Examinations Using a Friction Model», *Monetary and Economic Studies*, vol. 21, n.º 2 (2003b), págs. 31-68.

- . «The Impact of Downward Nominal Wage Rigidity on the Unemployment Rate: Quantitative Evidence from Japan», *Monetary and Economic Studies*, vol. 21, n.º 4 (2003c), págs. 57-85.
- KYDLAND, Finn E. y PRESCOTT, Edward C. «Time to Build and Aggregate Fluctuations», *Econometrica*, vol. 50, n.º 6 (1982), págs. 1345-1370.
- LAIBSON, David I., REPETTO, Andrea y TOBACMAN, Jeremy. «A Debt Puzzle», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 7879, septiembre de 2000.
- LAMONT, Michele. *The Dignity of Working Men: Morality and the Boundaries of Race, Class, and Immigration*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 2000.
- LAUCK, William Jett. *The Causes of the Panic of 1893*, Houghton, Mifflin, Nueva York, 1987.
- LAZEAR, Edward P. y MOORE, Robert L. «Incentives, Productivity, and Labor Contracts», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 99, n.º 2 (1984), págs. 275-296.
- LEBERGOTT, Stanley. «Annual Estimates of Unemployment in the United States, 1900-1954». En: *The Measurement and Behavior of Unemployment*, Conferencia de las Universidades-National Bureau Committee for Economic Research, Princeton University Press (para el National Bureau of Economic Research), Princeton, NJ. 1957, págs. 213-241.
- LEBOW, David E., SAKS, Raven E. y WILSON, Beth Anne. «Downward Nominal Wage Rigidity: Evidence from the Employment Cost Index», Board of Governors of the Federal Reserve System, Debates sobre Finanzas y Economía 99/31, julio de 1999.
- LEEPER, Eric, SIMS, Christopher y ZHA, Tao. «What Does Monetary Policy Do?» *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (1996), págs. 1-63.
- LEMIEUX, Thomas. «Increasing Residual Wage Inequality: Composition Effects, Noisy Data, o Rising Demand for Skill?» *American Economic Review*, vol. 96, n.º 3 (2006), págs. 461-498.
- «Lending on Collateral», *New York Times*, 13 de junio de 1893, pág. 4.
- LEROY, Stephen y PORTER, Richard. «Stock Price Volatility: A Test Based on Implied Variance Bounds», *Econometrica*, vol. 49 (1981), págs. 97-113.
- LEVEN, Maurice, MOULTON, Harold G. y WARBURTON, Clark. *America's Capacity to Consume*, Brookings Institution Press, Washington, D.C., 1934.
- LEVINE, David I. «Cohesiveness, Productivity, and Wage Dispersion», *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 15, n.º 2 (1991), págs. 237-255.
- LEVINE, Madeline. *The Price of Privilege: How Parental Pressure and Material Advantage Are Creating a Generation of Unhappy and Disconnected Kids*, HarperCollins, Nueva York, 2006.
- LEVITT, Steven D. «The Effect of Prison Population Size on Crime Rates: Evidence from Prison Overcrowding Litigation», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, n.º 2 (1996), págs. 319-351.

- LIEBOW, Elliot. *Tally's Corner: A Study of Negro Streetcorner Men*, Little, Brown, Boston, 1967.
- LINDBECK, Assar y SNOWER, Dennis J. *The Insider-Outsider Theory of Employment and Unemployment*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1988.
- LITTLEFIELD, Henry. «The Wizard of Oz: Parable on Populism», *American Quarterly*, vol. 16 (1964), págs. 47-58.
- LO, Andrew W. *Hedge Funds: An Analytical Perspective*, Princeton University Press, Princeton, NJ., 2008.
- LOHR, Steve. «Lessons from a Hurricane: It Pays Not to Gouge», *New York Times*, 22 de septiembre de 1992.
- LÓPEZ PORTILLO, José. *Quetzalcóatl*, Lbreria de Manuel Porrua, Ciudad de México, 1965.
- LOURY, Glenn C. *One by One from the Inside Out*, Free Press, Nueva York, 1995.
- LOWENSTEIN, Roger. *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, Random House, Nueva York, 2001.
- LUCAS, Robert E., Jr. «Expectations and the Neutrality of Money», *Journal of Economic Theory*, vol. 4, n.º 2 (1972), págs. 103-124.
- LUDVIGSON, Sydney C. «Consumer Confidence and Consumer Spending», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n.º 2 (2004), págs. 29-50.
- LUSARDI, Annamaria y Olivia S. Mitchell. «Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Well-being», Documento de trabajo del Nederlandsche Bank 78, diciembre de 2005.
- MACAULAY, Frederic. *Some Theoretical Problems Suggested by Movements in Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the United States since 1856*, National Bureau of Economic Research, Nueva York, 1938.
- MADRIAN, Brigitte C. y SHEA, Dennis F. «The Power de Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, n.º 4 (2001), págs. 1149-1187.
- MANKIW, N. Gregory. «Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, n.º 2 (1985), págs. 529-538.
- MANKIW, N. Gregory y REIS, Ricardo. «Sticky Information versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, n.º 4 (2002), págs. 1295-1328.
- MARSH, Terry A. y MERTON, Robert C. «Dividend Variability and Variance Bound Tests for the Rationality of Stock Prices», *American Economic Review*, vol. 76, n.º 3 (1986), págs. 483-498.
- MASON, Joseph R. y ROSNER, Josh. «How Resilient are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions?», Documento sin publicar, Instituto Hudson, 2007.
- MATSUSAKA, John G. y SBORDONE, Argia M. «Consumer Confidence and Economic Fluctuations», *Economic Inquiry*, vol. 33, n.º 2 (1995), págs. 296-318.

- McCABE, Kevin A., RIGDON, Mary y SMITH, Vernon L. «Positive Reciprocity and Intentions in Trust Games», *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 52, n.º 2 (2003), págs. 267-275.
- McCLOSKEY, Michael, CARAMAZZA, Alfonso y GREEN, Bert. «Curvilinear Motion in the Absence of External Forces: Naive Beliefs about the Motion of Objects», *Science*, vol. 210, n.º 4474 (1980), págs. 1139-1141.
- McDONALD, Forrest. *Insull: The Rise and Fall of a Billionaire Utility Tycoon*, Beard, Washington, D.C., 1962.
- McDONALD, Ian y SOLOW, Robert M. «Wage Bargaining and Employment», *American Economic Review*, vol. 71, n.º 4 (1981), págs. 896-908.
- MEADOWS, Donella H., MEADOWS, Dennis L., RANDERS, Jørgen y BEHRENS III, William W. *The Limits to Growth: A Report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind*, Universe, Nueva York, 1972.
- «Miners Seem Hopelessly Divided», *Chicago Daily Tribune*, 10 de febrero de 1894, pág. 2.
- MINSKY, Hyman. *Can «It» Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe, Armonk, N.Y., 1982.
- . *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven, Conn., 1986.
- MISHKIN, Frederic S. «Housing and the Monetary Transmission Mechanism», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 13518, octubre de 2007.
- MODIGLIANI, Franco. «The Life-Cycle Hypothesis of Saving and Inter-Country Differences in the Saving Ratio». En: W. A. Eltis, M. F. G. Scott y J. N. Wolfe, eds., *Induction, Growth and Trade: Essays in Honor of Sir Roy Harrod*, Clarendon Press, Londres, 1970.
- MODIGLIANI, Franco y BRUMBERG, Richard. «Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data». En: Kenneth K. Kurihara, ed., *Post-Keynesian Economics*, Rutgers University Press, New Brunswick, N.J., 1954, págs. 388-436.
- MODIGLIANI, Franco y COHN, Richard, A. «Inflation, Rational Valuation and the Market», *Financial Analysts Journal*, vol. 35, n.º 2 (1979), págs. 24-44.
- MOFFITT, Donald A. «Industrial Paradox: Latin America Attracts Auto Making Facilities Despite Lag in Sales», *Wall Street Journal*, 6 de agosto de 1963, págs. 1, 16.
- MORCK, Randall, SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert. «The Stock Market and Investment: Is the Market a Sideshow?», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (1990), págs. 157-215.
- MORGENSON, Gretchen. «Everyone Out of the Security Pool», *New York Times*, Sunday Business, 16 de noviembre de 2008, pág. BU-1.
- MORRIS, Stephen A. y SHIN, Hyun Song. «Liquidity Black Holes», *Review of Finance*, vol. 8, n.º 1 (2004), págs. 1-18.
- . «Financial Regulation in a System Context», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (2008).
- «Mr. Lodge on Finance», *New York Tribune*, 13 de marzo de 1908, pág. 3.

- MULLAINATHAN, Sendhil y SHLEIFER, Andrei. «Persuasion in Finance», Documento sin publicar, Universidad de Harvard, 2005.
- «Must Cut Prices if They Would Work», *Chicago Daily Tribune*, 11 de enero de 1894, pág. 7.
- NICKELL, Stephen y QUINTINI, Glenda. «Nominal Wage Rigidity and the Rate of Inflation», Documento de consulta de la London School of Economics CEP DP 489, 2001.
- «Not a Boom but Growth», *New York Times*, 29 de mayo de 1887, pág. 9.
- «Notes Real Signs of Business Uplift», *New York Times*, 23 de septiembre de 1932, pág. 2.
- NOYES, Alexander Dana. *Forty Years of American Finance*, G. P. Putnam, Nueva York, 1909.
- O'BRIEN, Anthony Patrick. «A Behavioral Explanation for Nominal Wage Rigidity during the Great Depression», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, n.º 4 (1989), págs. 719-735.
- «Out of the Trough of Depression: Lord Meston on New Trade Orientation», *The Times* (Londres), 21 de abril de 1937, pág. 18.
- PALLEY, Thomas I. «Escalators and Elevators: A Phillips Curve for Keynesians», *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 96 (1994), págs. 111-116.
- PEEBLES, Gavin. «Saving and Investment in Singapore: Implications for the Economy in the Early 20th Century». En: Koh Ai Tee, Lim Kim Lian, Hui Weng Tat, Bhanoji Rao y Chng Meng Kng, eds., *Singapore Economy in the 21st Century: Issues and Strategies*, McGraw-Hill, Singapur, 2002, págs. 373-400.
- PHELPS, Edmund S. «Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium», *Journal of Political Economy*, vol. 76, n.º 4 (1968), págs. 678-711.
- PHELPS, Edmund S. y TAYLOR, John. «Stabilizing Powers of Monetary Policy under Rational Expectations», *Journal of Political Economy*, vol. 85, n.º 1 (1977), págs. 163-190.
- PHILLIPS, A. W. «The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861-1957», *Economica*, vol. 25, n.º 100 (1958), págs. 283-299.
- POLTI, Georges [1916]. *The Thirty-Six Dramatic Situations*, The Writer. Publicado por primera vez como *Les trente-six situations dramatiques*, Boston, 1981.
- PRATT, John W., WISE, David A. y ZECKHAUSER, Richard. «Price Differences in Almost Competitive Markets», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 93, n.º 2 (1979), págs. 189-211.
- PRELEC, Drazen y SIMESTER, Duncan. «Always Leave Home without It: A Further Investigation of the Credit-Card Effect on Willingness to Pay», *Marketing Letters*, vol. 12, n.º 1 (2001), págs. 5-12.
- «President Wilson Looks to Business Prosperity as He Signs Currency Measure», *Christian Science Monitor*, 24 de diciembre de 1913.
- RAINWATER, Lee. 1970. *Behind Ghetto Walls: Black Families in a Federal Slum*, Aldine, Chicago, 1970.
- REES, Albert [1962]. *The Economics of Trade Unions*, University of Chicago Press, Chicago, 1973.

- «The Role of Fairness in Wage Determination», *Journal of Labor Economics*, vol. 11, n.º 1 (1993), págs. 243-252.
- «Reynolds Sees New Hope with Currency Law Changes», *Chicago Daily Tribune*, 20 de diciembre de 1913, pág. 13.
- ROMER, Christina. «Spurious Volatility in Historical Unemployment Data», *Journal of Political Economy*, vol. 94, n.º 1 (1986), págs. 1-37.
- «What Ended the Great Depression?», *Journal of Economic History*, vol. 52, n.º 4 (1992), págs. 757-784.
- ROMER, David. *Advanced Macroeconomics*, 3.ª ed., McGraw-Hill/Irwin, Nueva York, 2006.
- SAH, Raaj K. «Social Osmosis and Paterns of Crime», *Journal of Political Economy*, vol. 88, n.º 6 (1991), págs. 1272-1295.
- SAMUELSON, Paul A [1948]. *Economía*, 18.ª ed. McGraw-Hill/Interamericana de España, Madrid, 2006.
- SANDS, David R. «GAO Chief Says Banks Must Win Confidence», *Washington Times*, 8 de marzo de 1991.
- SANTAYANA, George [1923]. *Skepticism and Animal Faith*, Dover, Nueva York, 1955.
- SARGENT, Thomas J. «A Note on the 'Accelerationist' Controversy», *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 3, n.º 3 (1971), págs. 721-725.
- SARGENT, Thomas J. y WALLACE, Neil. «Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule», *Journal of Political Economy*, vol. 83, n.º 2 (1975), págs. 241-254.
- SCHANK, Roger C. y ABELSON, Robert P. *Scripts, Plans, Goals and Understanding*, Wiley, Nueva York, 1977.
- «Knowledge and Memory: The Real Story». En: Robert S. Wyer Jr., ed., *Knowledge and Memory: The Real Story*, Erlbaum, Hillsdale, N.J., 1995, págs. 1-85.
- SCHULTZE, Charles L. «Recent Inflation in the United States», Study Paper 1, Joint Economic Committee, 86th Cong., 1st sess., septiembre de 1959.
- SCHUMPETER, Joseph A. *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill, Nueva York, 1939.
- SHAFIR, Eldar, DIAMOND, Peter y TVERSKY, Amos. «Money Illusion», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n.º 2 (1997), págs. 341-374.
- SHAPIRO, Carl y STIGLITZ, Joseph E. «Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device», *American Economic Review*, vol. 74, n.º 3 (1984), págs. 433-444.
- SHEA, John. «Union Contracts and the Life-Cycle/Permanent-Income Hypothesis», *American Economic Review*, vol. 85, n.º 1 (1995a), págs. 186-200.
- «Myopia, Liquidity Constraints, and Aggregate Consumption: A Simple Test», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, n.º 3 (1995b), págs. 798-805.
- SHEFRIN, Hersh y THALER, Richard H. «The Behavioral Life-Cycle Hypothesis», *Economic Inquiry*, vol. 24 (1988), págs. 609-643.
- SHILLER, Robert J. «Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?», *American Economic Review*, vol. 7, n.º 3 (1981), págs. 421-436.

- «Consumption, Asset Markets and Macroeconomic Fluctuations», *Conferencias Carnegie-Rochester sobre política pública*, vol. 17 (1982), págs. 203-238.
- «Stock Prices and Social Dynamics», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (1984), págs. 457-498.
- «The Marsh-Merton Model of Managers' Smoothing of Dividends», *American Economic Review*, vol. 76, n.º 3 (1986), págs. 499-503.
- *Market Volatility*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1989.
- «Why Do People Dislike Inflation?». En: Christina D. Romer y David H. Romer, eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*. NBER Studies in Business Cycles, vol. 30, University de Chicago Press, Chicago, 1997a, págs. 13-65.
- «Public Resistance to Indexation: A Puzzle», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1 (1997b), págs. 159-211.
- «Bubbles, Human Judgment and Expert Opinion», *Financial Analysts Journal*, vol. 58, n.º 3 (2002), págs. 18-26.
- *Exuberancia irracional*, Turner, Madrid, 2003.
- *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. Princeton University Press, Princeton, N.J., 2008a.
- «Online Data: Stock Market Data», <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>, 2008b.
- SHIPLER, David. *A Country of Strangers: Blacks and Whites in America*, Knopf, Nueva York, 1997.
- SHLEIFER, Andrei y VISHNY, Robert W. «Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach», *Journal of Finance*, vol. 47, n.º 4 (1992), págs. 1343-1366.
- «The Limits of Arbitrage», *Journal of Finance*, vol. 52, n.º 1 (1997), págs. 33-55.
- SIMS, Christopher A. «Money, Income and Causality», *American Economic Review*, vol. 62 (1972), págs. 540-552.
- «Pitfalls of a Minimax Approach to Model Uncertainty», *American Economic Review*, vol. 91, n.º 2 (2001), págs. 51-54.
- SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Ward, Lock, Bowden & Co., Londres, 1776.
- SMITH, Edgar Lawrence. *Common Stocks as Long-Term Investments*, Macmillan, Nueva York, 1925.
- SOLOW, Robert. «Another Possible Source de Wage Rigidity», *Journal of Macroeconomics*, vol. 1, n.º 1 (1979), págs. 79-82.
- SORKIN, Andrew Ross. «JP Morgan Pays \$2 a Share for Bear Stearns», *New York Times*, 17 de marzo de 2008.
- SOROS, George. *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*, Public Affairs, Nueva York, 2008.
- SOULELES, Nicholas S. «Consumer Sentiment: Its Rationality and Usefulness in Forecasting Expenditure—Evidence from the Michigan Micro Data», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 8410, agosto de 2001.

- «Expectations, Heterogeneous Forecast Errors, and Consumption: Micro Evidence from the Michigan Consumer Sentiment Surveys», *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 36, n.º 1 (2004), págs. 39-72.
- STAIGER, Douglas, STOCK, James H. y WATSON, Mark W. «How Precise Are Estimates of the Natural Rate of Unemployment?». En: Christina D. Romer y David H. Romer, eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*. NBER Studies in Business Cycles, vol. 30, University of Chicago Press, Chicago, 1997, págs. 195-242.
- STEEPLES, Douglas y WHITTEN, David O. *Democracy in Desperation: The Depression of 1893. Contributions in Economic History*, n.º 199, Greenwood Press, Westport, Conn., 1998.
- STERNBERG, Robert J. *Love Is a Story: A New Theory of Relationships*, Oxford University Press, Nueva York, 1998.
- STOFT, Steven. «Cheat-Threat Theory: An Explanation of Involuntary Unemployment», Documento sin publicar de la Universidad de Boston, mayo de 1982.
- TALEB, Nassim Nicholas. *¿Existe la suerte?: las trampas del azar*, Paidós, Barcelona, 2009.
- TAYLOR, John. «Staggered Wage Setting in a Macro Model», *American Economic Review*, vol. 69, n.º 2 (1979), págs. 108-113.
- «Aggregate Dynamics and Staggered Contracts», *Journal of Political Economy*, vol. 88, n.º 1 (1980), págs. 1-23.
- THALER, Richard H. *Quasi-Rational Economics*, Russell Sage Foundation, Nueva York, 1994.
- THALER, Richard H. y BENARTZI, Shlomo. «Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving», *Journal of Political Economy*, vol. 112, n.º 1 (parte 2) (2004), págs. S164-187.
- THERNSTROM, Stephan y THERNSTROM, Abigail M. *America in Black and White: One Nation, Indivisible*, Simon and Schuster, Nueva York, 1997.
- THOMAS, Landon, Jr. y DASH, Eric. «Seeking Fast Deal, JPMorgan Quintuples Bear Stearns Bid», *New York Times*, 25 de marzo de 2008.
- TOBIAS, Ronald B. *20 Master Plots and How to Build Them*, Writers' Digest, Cincinnati, 1993.
- TOBIN, James. «Friedman's Theoretical Framework», *Journal of Political Economy*, vol. 80, n.º 5 (1972a), págs. 852-863.
- «Inflation and Unemployment», *American Economic Review*, vol. 62, n.º 1 (1972b), págs. 1-18.
- TURNER, Frederic Jackson. *The Significance of the Frontier in American History*, State Historical Society of Wisconsin, Madison, 1894.
- TVERSKY, Amos y KAHNEMAN, Daniel. «Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases», *Science*, vol. 185, n.º 4157 (1974), págs. 1124-1131.
- «A Twenty-Five Million Pool», *Wall Street Journal*, 29 de marzo de 1907, pág. 6.
- UCHITELLE, Louis. *The Disposable American: Layoffs and Their Consequences*, Knopf, Nueva York, 2006.

- «Unable to Weather the Gale», *New York Times*, 1 de julio de 1893, pág. 9.
- Departamento de estadísticas laborales de Estados Unidos. *Union Wages and Hours: Motortruck Drivers and Helpers*. Boletín 1052, 1 de julio de 1951. Washington, D.C.
- «Consumer Price Index: All Urban Consumers. Not Seasonally Adjusted», CUUR-0000SA0. <http://www.bls.gov/ro1/fax/9150.pdf>, 2008.
- Censo de Estados Unidos. *The 2008 Statistical Abstract*. <http://www.census.gov/compendia/statab/index.html>, 2008.
- Departamento de Justicia de Estados Unidos. «Correctional populations in the US 1996», <http://www.ojp.usdoj.gov/bjs/pub/pdf/cpius965.pdf.html>, 1996.
- «Prison and Jail Inmates at Midyear 2006», <http://www.ojp.usdoj.gov/bjs/pub/pdf/pjim06.pdf>, 2008.
- Departamento del Tesoro de Estados Unidos. «Statement by Secretary Henry M. Paulson on Treasury and Federal Housing Finance Agency Action to Protect Financial Markets and Taxpayers», 7 de septiembre de 2008. <http://www.treasury.gov/press/releases/hp1129.htm>.
- Oficina de Gestión de Personal de Estados Unidos. «Demographic Profile of the Federal Workforce», <https://www2.opm.gov/feddata/demograp/demograp.asp#RNOData>, 2004.
- UTAKA, Atsuo. «Confidence and the Real Economy: The Japanese Case», *Applied Economics*, vol. 35, n.º 3 (2003), págs. 337-342.
- VENTI, Steven F. y WISE, David A. «Choice, Chance, and Wealth Dispersion at Retirement», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 7521, febrero de 2000.
- «Want Old Rate Restored», *Boston Daily*, 10 de febrero de 1894, pág. 10.
- WARSH, David. *Knowledge and the Wealth of Nations: A Story of Economic Discovery*, W. W. Norton, Nueva York, 2006.
- WEINSTEIN, Neil y KLEIN, William M. «Unrealistic Optimism: Present and Future», *Journal of Social and Clinical Psychology*, vol. 15 (1996), págs. 1-8.
- WELCH, Jack, BYRNE, John A. *Hablando claro*, Zeta Bolsillo, Barcelona, 2007.
- WENTURA, Dirk. «The Unknown Self: The Social Cognition Perspective». En: Werner Greve, Klaus Rothermund y Dirk Wentura, eds., *The Adaptive Self: Personal Continuity and Intentional Self-Development*, Hogrefe y Huber, Cambridge, Mass., 2005, págs. 203-222.
- WILSON, William J. *The Truly Disadvantaged*, University of Chicago Press, Chicago, 1987.
- *When Work Disappears: The World of the New Urban Poor*, Knopf, Nueva York, 1996.
- «Wilson Insistent», *Washington Post*, 15 de junio de 1913, pág. 4.
- WOLK, Carel y NIKOLAI, Loren A. «Personality Types of Accounting Students and Faculty: Comparisons and Implications», *Journal of Accounting Education*, vol. 15, n.º 1 (1997), págs. 1-17.
- WOODFORD, Michael. «Imperfect Common Knowledge and the Effects of Monetary Policy», Documento de trabajo del National Bureau of Economic Research 8673, diciembre de 2001.

- YELLEN, Janet L. «Efficiency Wage Models of Unemployment», *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 74, n.º 2 (1984), págs. 200-205.
- YOUNG, Roy A. «The Banker's Responsibilities», *Bankers' Magazine*, vol. 117, n.º 6 (1928), págs. 973-976.
- YOUNGMAN, Anna P. «Abrupt Industrial Slump Puzzles Business Experts», *Washington Post*, 3 de enero de 1938, pág. X22.
- ZANDI, Mark. *Financial Shock: A 360° Look at the Subprime Mortgage Implosion and How to Avoid the Next Financial Crisis*, Pearson Education, Upper Saddle River, NJ., 2008.
- ZELDES, Stephen P. «Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation», *Journal of Political Economy*, vol. 97, n.º 2 (1989), págs. 305-346.

## Índice alfabético

### A

- Aaron, Henry, J., 208
- abandono laboral y salarios, 174-175, 178-179
- Abelson, Robert, P., 93
- aborígenes, historias orales, 94-96
- absentismo laboral, 175, 177, 178-179
- acuerdos Basilea I, 227
- II, 227
- Adams, John Quincy, 283
- Administración Federal Vivienda, 69-70
- Veteranos guerra, 70
- afroamericanos, 259-260, 270
- desempleo, 259-260, 268
- división nosotros-ellos, 262-263, 264, 268, 269, 271
- experiencias, 261
- índice pobreza, 259-260
- problemas sociales, 261
- Agell, Jonas, 89
- ahorrar más mañana, 202, 209
- ahorro, 25-27, 195-217, 285-286
- consecuencias a largo plazo, 195-198
- desviación economía estándar, 122-125
- impacto interior, 209-213, 216-217
- indicios, 216-217
- variabilidad, 198-204
- ajustes coste vida (COLA), 86-89
- Akerlof, George, A., 7, 49, 52, 55, 59, 62, 84, 165, 166, 178, 179, 181, 186, 187
- Akerlof, Robert, 259
- Aldrich, Nelson, 138-139
- aleatoriedad, 94-96
- Alemania, 117, 184-185
- Alexander, Robert, 233
- Allen, Franklin, 223
- alquiler vivienda, 227
- Altonji, Joseph G., 89
- American Bankers Association, 113
- International Group (AIG), 154
- análisis regresión, 144
- analogía con previsión meteorológica, 220-222, 243, 245
- Anderson, Elijah, 266
- Ando, Albert, 204
- Andrews, Edmund L., 142
- Angeletos, George-Marios, 207
- apertura, 55-56

Argentina, 9, 229-234  
 Arkes, 34  
 Arthur Andersen, 68  
 Asociación Económica Americana,  
 81, 85-86  
 Fabricantes Naipes América, 74-75  
 Nacional Agentes Inmobiliarios, 247  
 Australia, 117, 184-185

**B**

*baby boom*, 251  
 Bailey, 101  
 Baker, 201  
 Balu, 50  
 bancarrota, 144, 225-226, 286-287  
 personal, 198, 199, 203  
 Banco América, 157  
 Nueva York Mellon, 157  
 Canadá, 192-194  
 Popular China, 126  
 bancos, 22, 283  
 centrales, función, 153-154  
 Gran Depresión, 117-119  
 historia estándar, 130-135.  
*Ver también* Reserva Federal  
 problemas enfoque estándar,  
 132-137  
 deflación, 126-127  
 visión alternativa, 132-140  
 ciclo coeficiente endeudamiento, 227  
 defensa contra quiebra, 139-140  
 Gran Depresión, 122-123  
 inversión, 140-141, 150, 153-154, 280,  
 286-287  
 inyección directa capital, 157, 159-161  
 procedimientos disolución, 140-141,  
 286-287  
 restricción crédito, 150, 153-154, 157,  
 159-161  
 sistema sombra/no bancos, 125-127,  
 140-141, 150-151, 280

Barberis, Nicholas, 222  
 Barenstein, Matias Felix, 216  
 Barsky, 41  
 Barrett, Wayne, 256  
 Bauer, Thomas, 89  
 Baum, L. Frank, 112  
 Bear Stearns, 142-145, 154  
 Becker, Gary, S., 74  
 Beissinger, Thomas, 89  
 Benabou, Roland, 33  
 Benartzi, Shlomo, 203  
 Benoit, Bernard, 160  
 Berg, Lennart, 40  
 Bergström, Reinhold, 40  
 Berkeley, California, 271  
 Bernanke, Ben, 135, 143, 152  
 Bewley, Truman, 89, 185  
 Bing Liang, 73  
 Blanchard, Olivier, 33, 41  
 Blau, Peter, 50  
 Blinder, Alan, 135, 152, 178  
 Boivin, Jean, 40  
 Bond, Stephen, R., 243  
 Bonin, Holger, 89  
 bonos basura, 61-63  
 Tesoro, 136-137, 154-157  
 Borio, Claudio, 228  
 Boston, Massachusetts, 70  
 Bowles, Samuel, 176  
 Boyle, 39  
 Brainard, William, 190, 241  
 Brasil, 282  
*bridge*, 76  
 Brinig, Margaret, 200  
 Brown, Lucia, 251  
 Brown, Roger, 50  
 Brown, Stephen, 73  
 Brumberg, Richard, 206  
 Brunnermeier, Markus, K., 141  
 Bryan, William Jennings, 110  
 burbuja mares Sur, 34-35

burbujas inmobiliarias, 34-35, 70  
 mercado bursátil, 223, 255  
 Buck, Alfred, 40  
 Buckley, F. H., 200  
 Buridan, John, 250  
 Burtless, Gary, informe, 208  
 Burton, Robert, 21  
 Burundi, 209  
 Bush, George H. W., 207-208, 272,  
 278, 281  
*Butter Battle Book* (Seuss), 262  
 Byrne, John, A., 60

**C**

Caballero, Ricardo, 240  
 caída mercado bursátil 1902, 32  
 1929, 37, 117, 119, 219, 242,  
 2000, 278  
 California, 147  
 Calomiris, Charles, 71, 73  
 Calvo, Guillermo, A., 23  
 Campeche, México, 96-97  
 Canadá, 85-89, 184-185, 192-194, 287  
 Cantrill, Hadley, 123  
 capitalismo, 10-12  
 diferentes formas, 282-285  
 Gran Depresión, 122-123  
 minorías, 264  
 necesidades *versus* percepción  
 necesidades, 55-57, 216-217,  
 243-245, 284-285  
 teoría batido de cacao, 55-56  
 Card, 89  
 Carlton, 89  
 Carnegie Steel Company, 110  
 Carson, Carol, S., 38  
 Carroll, Christopher, D., 205, 209  
 Case, Karl, 69  
 Cassino, Vincenzo, 89  
 Castellanos, Sara, G., 89  
 Ceausescu, Nicolae, 56  
 Central Park East Secondary School  
 (CPRESS), 270-271  
 Chapple, Simon, 89  
 Chanian, 121  
 Chari, V. V., 24  
 Chen, Keith, 49  
 Chernow, Ron, 56  
 Chiapas, México, 96-97  
*Chicago Daily Tribune*, 111  
 China, 9, 18-19, 200, 209-213, 216-217,  
 282, 287  
 Choi, Don, H., 178  
 Christofides, Louis, N., 88  
 ciclo financiero, abandono empleo  
 y salarios, 174-175  
 confianza, 32-33, 72-73  
 mercado bursátil, 243-244  
 Citigroup, 157  
 Clark, John Bates, 110  
 clasificación valores, 71, 154-155, 159, 280  
 Clay, Henry, 283  
 Clinton, William, 281  
 Club Roma, 236  
 coeficiente endeudamiento, ciclo, 226-227  
 fondos alto riesgo, 72-73  
 inmobiliario, 249  
 pérdida capital, 150-151  
 realimentación, 226-227  
 Cohn, Richard, 91  
 COLA. *Ver* Ajustes coste vida  
 Colburn, Forrest D., 98  
 Cole, Harold, 121  
 Comisión Ferrocarril Texas, 234-235  
 mercado valores, 66, 73, 245  
 Nacional Monetaria, 138-139  
 Comité Federal Mercado Abierto,  
 139-140  
 Senado sobre asuntos bancarios,  
 vivienda y urbanos, 142  
 compañías *puntocom*, 69, 278-279  
 comportamiento egoísta, 48-49

- comunismo, 55-56, 118-119, 232  
 conducta antisocial. *Ver* Corrupción y mala fe  
 conductores camión, escalas salariales, 171  
 confianza, 23-25, 32-42, 275, 278-279, 280, 285-286  
 bancos centrales/Reserva Federal, 129  
 concepto, 33  
 crisis financiera 2007-2008, 153  
 definición, 32-33  
 depresión 1890, 105, 106-107, 108  
 economía sobrecalentada, 114  
 Gran Depresión, 32-33, 117-118, 122-125  
 historias orales, 99-100  
 medidas encuesta, 38-40  
 mercado inmobiliario, 32-33, 34-35, 247, 256-258  
 minorías, 272  
 pánico 1907, 139-140  
 precios financieros, 235, 243-244  
 predicción, 32-33, 35  
 Toyota, 229-230, 232, 233  
 Congreso, Estados Unidos, 7, 151, 162-163, 202, 259  
 Consejo Asesores Económicos, 85-86, 151, 177, 191  
 Estabilidad Salarios y Precios, 43  
 consumo: recogida datos, 37-38  
 contabilidad, 58-59  
 crisis S&L, 61-65  
 escándalo Enron, 65-69  
 ilusión monetaria, 90-91  
*market-to-market*, 67  
 contagio ideas, 101, 115, 138-139, 250, 255  
*contract bridge*, 74-76  
 contratos deuda, 88-90  
 escalonados, 23-25  
 futuros, 149, 153  
 salariales, 86-89  
 Convención Revocación, 75
- Cooper, Russell, 33  
*copa dorada, La* (James), 7-8  
 Corporación Federal Seguros Depósito (FDIC), 65, 139-140, 141, 158, 245  
 Resolución Fondos, 64  
 corporaciones responsabilidad limitada, 56-59  
 corrupción y mala fe, 23-27, 50, 55-76, 275, 285-286  
 depresión 1890, 105, 111  
 economía sobrecalentada, 114  
 mercado inmobiliario, 247, 256-258  
 motivos incremento, 73-74  
 recesiones, 60-72, 73-74  
*Country of Strangers, A* (Shipler, *Un país de extraños*), 270  
 CPF. *Ver* Fondo Seguridad Social  
*crac del 29, El* (Galbraith), 177  
 crecimiento económico: ahorro, 209-217  
 tecnología, 99-100  
 crisis entidades ahorro (S&L), 30-33, 93, 172  
 coste, 31, 86  
 desregulación, 61  
 financiera 2007-2008, 105-106, 147-163  
 corrupción, 60, 70-71, 73-74  
 implicaciones futuro, 153  
 momento decisivo, 7  
 objetivos mercado financiero, 161-163  
 predominancia, 147  
 pros y contras soluciones, 159-161  
 respuesta política, 153  
 monetaria en Asia, 144  
 Rusia, 144  
 petróleo, 96-97, 234  
 tulipanes, 35  
 Crow, John, 192-194  
 Crystal, Graef, 64  
 cuentas individuales jubilación, 126

- interiores renta y producción, Estados Unidos, 37-38, 253  
 Cummins, James G., 243  
 Cuomo, Andrew, 256  
 curva Phillips, 80-86, 182, 186, 190-191  
 enfoque erróneo, 182-183  
 principios, 80-81  
 Cusumano, Michael A., 229, 232
- D**  
 Dabhol, India, 66-67  
 Dash, Eric, 142  
 Danya Noyes, 117  
 Davis, E. Philip, 41  
 Degler, Carl, 112  
 Delpit, Lisa, 272  
 De Long, J. Bradford, 238  
 delitos, 261  
 demanda dinero, 86-87, 132-133  
 monetaria, 86-87, 132-133  
 Deng Xiaoping, 126, 212-213  
 Departamento Tesoro Estados Unidos, 85-86, 154-155  
 dependencia ayudas sociales, 261  
 De Quervain, Dominique, 49  
 Departamento Estadísticas Laborales Estados Unidos, 119  
 Descartes, René, 21  
 desempleo, 7-10, 25-27, 165-180, 285-286  
 abandono trabajo, 174-175, 178-179  
 depresión 1890, 106-107  
 economía clásica, 18-20  
 Gran Depresión, 7-9, 18-21, 117-118  
 incremento reciente, 22  
 involuntario, 32-35, 166-169  
 minorías, 259-260, 261, 268  
 nueva economía clásica, 34-36  
 tasa actual, 20-21  
 voluntario, 18-20  
 devaluación moneda, 117-119
- Devereux, Paul, 89  
 Día Martin Luther King, 267  
*Dignity of Working Men, The* (Lamont), 263  
 Dickens, William, 115, 173, 187  
 Di Tella, Rafael, 115  
 Di Wu, Andy, 12  
 Dranton, 178  
 Dunlop, John, 171  
 DuPont, Lamont, 125  
 Duty of Confidence, The (Callisthenes), 123
- E**  
 economía clásica, 8-13, 18-20  
 conductual, 34-36  
 inflacionaria, 114  
*Economía* (Samuelson), 181-182  
*Economics of Trade Unions, The* (Rees), 43  
 Edad Media, 21  
 Edmans, Alex, 34  
 educación, minorías, 271  
 efecto riqueza consumo, 225-226  
 EGTRRA. *Ver* Ley Recuperación y Reducción Impuestos sobre Economía y Crecimiento 2001  
 Eichengreen, Barry, 118  
 Eichenwald, Kurt, 66  
 Eisenhower, Dwight, 191  
 empleo. *Ver* Pleno empleo; Desempleo  
 empresas patrocinadas por el gobierno (GSE), 157, 161  
 Encuesta sobre Salud y Jubilación, Estados Unidos, 203  
 enfoque doble objetivo, 42, 161-163  
 Engen, Eric, M., 207  
 Englund, Peter, 159  
 Enron Corporation, 68  
 entradas y salidas, 50-51, 52  
 equidad, 23-27, 40, 43-53, 275, 285-286  
 cuestionario, 46-48

- depresión 1890, 105-107  
 economía, 52  
 equilibrio inflación-desempleo, 181-182, 184-185, 187  
 experimentos, 48-49  
 Gran Depresión, 118-123  
 IKA y Toyota, 230-231, 232, 233  
 mercado inmobiliario, 256-258  
 minorías, 262-263, 264, 266-267, 268, 269, 271-273  
 normas, 52  
 precios financieros, 229  
 rescate bancario, 159-160  
 salarios, 25-27, 43-53, 165, 177-179, 185, 188, 284-285  
 teoría, 50-53  
 teorías, 49-53  
 equilibrio, 32-33, 68-69, 71  
 empleo y salarios, 169-170, 175-176  
 mercado inmobiliario, 256-257  
 Escuela Economía Londres, 80  
 espíritus animales, 11, 20-22, 33  
 desconocimiento, 17-18  
 función, 23-27  
 Keynes, 10-11, 20-21, 35  
 Macroeconomía, 23-25  
 precios petróleo, 233  
 prueba, 276-282. *Ver también*  
 Confianza; Corrupción y mala fe;  
 Equidad; Ilusión monetaria;  
 Historias orales  
 realimentación, 229-234  
 rechazo nueva economía  
 clásica, 35  
 uso histórico término, 20-21, 177-178  
 estado, 50-53  
 estudiantes, 34  
 Estudio General Social, 178  
 etnografía, 265, 269  
 Europa, 85-86, 160, 216-217
- ¿Existe la suerte?: las trampas del azar* (Taleb), 94  
 expectativas racionales, 10-11, 23-27, 40, 276-277, 284-285  
 ahorro, 200-201, 204-205  
 confianza, 32-35  
 corrupción, 74-76  
 economía clásica, 18-21  
 equidad, 46, 47-48  
 ilusión monetaria, 77, 78-79  
 mercado inmobiliario, 249, 253  
 polémica bimetalismo, 106-107  
 precios financieros, 219, 220-221, 222, 226-227  
 realimentación, 233  
 experimento bote dinero, 48-49  
 trayectoria bola metal, 250  
 experimentos mentales, 18-21, 23-25, 196-197  
 exuberancia irracional, 278-279  
*Exuberancia irracional* (Shiller), 99, 116
- F**  
 facilidades subasta, 154-157  
 Fagan, Gabriel, 41  
 Fair, Ray C., 41  
 Farkas, Steve, 207  
 Fastow, Andrew, 67  
 Faulkner, Harold Underwood, 110  
 Federación Americana Trabajo, 120-121  
 Fehr, Ernst, 48, 49  
 Feinberg, Richard, 214  
 Feldstein, Martin, 197  
 Ferguson, Ronald F., 271  
 Financiación a plazos respaldada por acciones (TALF, Term Asset-Backed Loan Facility), 154-157, 158, 160, 161 (TAF, Term Auction Facility), 154-157  
*Financial Times*, 151, 160  
 Finnel, Stephanie, 87, 98

- Fischer, Stanley, 23, 79  
 Fondo Monetario Internacional, 192-194  
 Seguridad Social (CPF), 209  
 fondos alto riesgo, 72-73, 141, 142-145, 280, 287  
 estado actual, 73-74  
 restricción crediticia, 151-152, 153-154  
 prestables, teoría, 132-137  
*Forbes*, 229  
 Ford, Gerald, 43  
 Forrester, Jay, 235-236  
 Fortin, Pierre, 185, 192, 193  
*Fortune*, 122-123  
 Fostel, Ana, 226  
 Foster, James E., 176  
 Francia, 117  
 Freddie Mac, 157, 161, 256  
 Friedman, Benjamin, 152  
 Friedman, Milton, 9, 23, 81, 85, 138, 264  
 Friedman, Rose, 264  
 Fundación Alfred P. Sloan, 43
- G**  
 Gächter, Simon, 48  
 Galbraith, John K., 11, 55, 72, 177  
 Galeno, 21, 177  
 garantías, 63-64  
 García, Diego, 34  
 García-Verdú, Rodrigo, 89  
 gasto deficitario, 7-10, 161  
 Gates, William Henry, 266  
 General Electric (GE), 35, 59, 239  
 Motors, 124  
 gestión capital a largo plazo (LTCM), 73-74, 142, 143-145  
 riesgo, 150  
 Gilbert, Milton, 38  
 Glaeser, Edward L., 96  
 Glass, Carter, 140
- gobierno, desafíos papel gobierno, 36, 283-284  
 economía clásica, 18-21  
 enfoque variable papel gobierno, 287  
 papel adecuado, 10-12  
 S&L crisis, 61-62  
 Goette, Lorenz, 89  
 Goetzmann, William, 72  
 Goldfeld, Stephen, 133  
 Goldman Sachs, 157  
 Golfo Pérsico, petróleo, 235  
 Goolsbee, Austan, 208  
 Gorbachov, Mijail, 55  
 Gordon, Robert, J., 84  
 Gramlich, Edward M., 257  
 Gran Bretaña. *Ver* Reino Unido  
 gran burbuja, crisis tulipanes, 35  
 Gran Depresión, 7, 32-35, 74-76, 105-106, 117-118, 122-125, 161, 165, 177, 242, 287  
 Canadá, 192-194  
 causas, 117-125  
 confianza, 32-34, 117-118, 122-125  
 economía sobrecalentada  
 precedente, 113-117  
 multiplicador confianza, 37-38  
 tasa desempleo, 7-10, 18-21, 117-119, 120-121  
*gran Gatsby, El* (Fitzgerald), 74-76  
 Greenlaw, David, 150  
 Groshen, Erica L., 172  
 Grossman, Sanford L., 63  
 GSE. *Ver* Empresas patrocinadas por el gobierno  
 guerra Irán-Irak, 235  
 Yom Kippur, 234
- H**  
*Hablando claro* (Welch y Byrne), 239  
 Hall, Ben, 205

- Hall, Robert E., 204  
 Hannerz, Ulf, 268  
 Harmon, Amy, 95  
 Hart, Oliver, 63  
 Hauser, Marc, 49  
 Hicks, John R., 36  
 Higgs, Robert, 122  
 hipotecas, 61, 62-63, 283-284  
   corrupción, 256  
   ilusión monetaria, 90  
   incremento límite, 157  
   reempaquetado, 70-71, 280  
   *subprime*, 126-127, 247  
     efecto sobre precios vivienda, 256  
 Hirt, Edward R., 34  
 historias nueva era, 99-100, 115  
   orales, 23-27, 51, 93-102, 275, 280,  
   283-284, 285-286  
   ahorro, 199-200, 212-214  
   bancos centrales, 130-135  
   cambios, 284-285, 286-287  
   confianza, 99-100  
   crisis financiera 2007-2008, 150-151  
   depresión 1890, 109  
   economía sobrecalentada, 115-117  
   epidemia, 101  
   importancia economías, 97-98  
   inversiones corporativas, 239,  
   241-242  
   mercado inmobiliario, 247, 250,  
   256-258  
   minorías, 262-263, 266-267, 268-269  
   nuestro tiempo, 281  
   nueva era, 99-100, 115-116  
   patrones, 94-95  
   politicoeconómicas, 96-98  
   precios financieros, 229, 230-231,  
   236-237, 243-244, 245  
     Segunda Guerra Mundial, 125  
 hogares administrados por mujeres,  
 260-261
- Home Depot, 46-47  
 Hoover, Herbert, 7-10, 120, 161-163  
*How a Second Home Can Be Your Best  
 Investment* (Kelly y Tuccillo), 248  
 Huaxi, China, 211  
 huelga ferrocarril 1910 (Argentina), 232  
 huracán Andrew, 47  
   Katrina, 32-33  
 Hussein, Saddam, 41  
 Hyslop, Dean, 89, 184
- I**  
 IKA. Ver Industrias Kaiser Argentina S.A.  
 ilusión monetaria, 23-27, 77-92, 285-286  
   contabilidad, 90-91  
   contratos deuda, 88-90  
     salariales, 86-90  
   depresión 1890, 105-107, 109  
   equilibrio inflación-desempleo,  
   80-86, 181-194  
   Gran Depresión, 120-121  
   historia pensamiento, 77-80  
   inflación, 78-79, 91, 96-90  
   mercado bursátil, 241-242  
     inmobiliario, 248, 252-253, 256-258  
   reconocimiento reducido, 80-86  
 índice confianza consumidor, 41  
 India, 9, 18-19, 66-67, 282, 287  
 índice Dow Jones, 7-10, 23-25  
   natural, aceptación creciente, 83-86  
   definición, 181  
   implicaciones políticas, 187  
   motivo recurso, 184-185  
   teoría, 181-194  
 Precios al Consumo, 78-79, 114-115,  
 118-119  
   compuestos valores Standard & Poor's,  
   105-106  
 Warren-Pearson precios al por mayor,  
 105-106  
 indios nativos, 260-261, 268-269

- Industrias Kaiser Argentina S.A. (IKA),  
 229-234  
 inflación, aceptación reducida, 80-87  
   contratos deuda, 88-90  
   depresión 1890, 109  
   desconocimiento, 78-79  
   después Segunda Guerra Mundial, 242  
   economía sobrecalentada, 114-115  
   equidad, 181-182, 184-187. Ver también  
     Curva Phillips  
   falta reconocimiento Canadá, 192-194  
   ilusión monetaria, 78-79, 86-90, 91  
   reacción mercado bursátil, 243  
   visión economistas *versus* público  
     general, 188-189  
 infraestructura, responsabilidad gobierno,  
 283-284  
*In Search of Excess* (Crystal), 64  
 Institución Brooking, 38, 208  
 Instituto Tecnología Massachusetts (MIT),  
 191, 235-236  
 Insull, Samuel, 115-116  
 intercambio, teoría, 50-51  
 interés compuesto, 195-198  
 Internet, 99. Ver también Compañías  
   *puntocom*  
 inversión corporativa, 25-27, 219,  
 237-243  
   teoría, 219-246  
 inversiones. Ver Inversión corporativa
- J**  
 Jackson, Andrew, 283, 287  
 Jacobs, 55  
 James, Henry, 7  
 Japón, 8-9, 184, 229-234  
   crisis financiera, 153  
   mercado inmobiliario, 252  
 Jekyll Island Club, 139  
 John, Andrew, 33  
 Johnson, Lyndon, 170, 207
- Juan Pablo, papa, 97  
 Juhn, Chinhui, 172
- K**  
 Kahn, Richard, 36, 89, 184  
 Kahneman, Daniel, 46, 47  
 Kaiser, Henry, 230-231  
 Kashyap, Anil K., 71  
 Katz, Lawrence, 173, 178  
 Kennedy, John F., 181-182  
 Kerry, John, 208  
 Keynes, John Maynard, 9, 21, 39, 80, 205  
   ahorro, 205  
   ilusión monetaria, 85-86  
   modelos econométricos, 38-40  
   reconstrucción teoría, 32-33, 177  
 Kindelberger, Charles P., 11  
 Kim Il Sung, 56  
 King, Martin Luther, 256  
 King, Martin Luther, Jr., 260  
 Klein, Lawrence, 38  
 Knickerbocker Trust, 138, 143  
 Knight, Frank, 239  
 Kornbluth, Jesse, 63  
 Kranton, Rachel, 52  
 Krueger, Alan B., 173  
 Kuwait, 41  
 Kydland Finn E., 24
- L**  
 Laibson, David I., 215  
 Las Vegas, Nevada, 69  
 Lauck, William Jett, 109  
 Lazear, Edward, 177  
 Lebergott, Stanley, 107  
 Lebow, David E., 89  
 Lee Kuan Yew, 210  
 Lehman Brothers, 145, 154  
 Lehman, Herbert H., 75  
 Lei Feng, 211, 212  
 Leven, Murice, 38

- Levine, David I., 179  
 Levine, Madeline, 11  
 Ley Adquisición Plata 1890, 107-109  
   Compañías Inversiones 1940, 74-76  
   Contratos Fiduciarios 1939, 74-76  
   Empresarial Fabricación Automóviles  
   1936 (Japón), 231  
   Garn-St. Germain Instituciones  
   Depositarias 1982, 61  
   nacional relaciones laborales 1935, 120  
   Recuperación y Reducción Impuestos  
   sobre Economía y Crecimiento 2001  
   (EGTRRA), 278  
   Reserva Federal 1913, 113  
   Valores 1933, 74-76  
   1934, 74-76  
   Wagner, 120-121  
*Libertad de elegir* (Friedman y Friedman), 264  
 Lincoln, Abraham, 287  
 líneas crédito, 151  
 Littlefield, Henry, 112  
 Liutuan, China, 211  
 Lo, Andrew W., 72  
 Locke, 39  
 Lodge, Henry Cabot, 139  
 Lohr, Steve, 47  
 López Portillo, José, 96  
*Los Angeles Times*, 237  
*Los límites del crecimiento*, 236  
*Love is a Story* (Sternberg), 95  
 Lowenstein, Roger, 145  
 LTCM. Ver Gestión capital a largo plazo  
 Ludvigson, Sydney C., 41  
 Lundborg, Per, 89  
 Lusardi, Annamaria, 204  
 Luxemburgo, 209
- M**  
 Macaulay, Frederic, 107  
 macroeconomía, 34-35, 36, 285-286  
   equilibrio inflación-desempleo, 83-84,  
   85-86  
   espíritus animales, 23-25  
   ilusión monetaria, 77, 78-79,  
   83-84, 85-86  
   keynesiana, 9  
   minorías, 260-261  
   nuevo enfoque, 282  
   pleno empleo, 20-21  
   respuesta requerida, 276-277  
   restricción crediticia, 151, 153-154  
 Madrian, Brigitte C., 203  
*Mago de Oz, El* (Baum), 112  
 Maharashtra, India, 66-67  
 mala fe, 55  
 Malasia, 211  
 mano invisible, 9-11, 25-27, 287  
 Mao Tse Tung, 56, 211  
 Mark, Rebecca, 66  
 Mason, Joseph R., 69  
 matrimonios, historias, 95  
 McCloskey, Michael, 250  
 McCloud, James F., 230-231  
 McDonald, Forrest, 116  
 McDonald, Ian, 166  
 McGrattan, Ellen R., 24  
 McKinley, William, 110  
 Meadows, Dennis L., 236  
 Meadows, Donella, 236  
 Melino, Angelo, 200  
 mercado bursátil, 7-8, 34, 285-286  
   boom, 115  
   depresión 1890, 105-106  
   historias orales, 99-100  
   margen crediticio, 113  
   mercado inmobiliario, 248, 252-253,  
   255-257  
   recesión 2001, 65, 69  
   tasa devolución, 197  
 inmobiliario, 23-27, 225-227, 247, 248,  
 279-280, 283, 285-286  
   baby boom, 252-253  
   confianza, 31-32, 34-35, 248, 256-258

- creencias ingenuas o intuitivas,  
 249-254  
 multiplicador confianza, 254-258  
 vivienda. Ver Mercado inmobiliario  
 mercados financieros, 283-284  
   epidemias y multiplicador confianza,  
   224-228  
   mercado inmobiliario, 280  
   papel objetivos, 161-163  
   parábolas, 223  
   propulsores inversión, 237-243  
   realimentación. Ver Realimentación  
   libres, 18-19, 34-36, 243-244  
 Merrill Lynch, 222  
 Meston, Lord, 124  
 México, 96-98, 184  
 Milken, Michael, 63  
 Mincer, Jacob, 43  
 minorías, 25-27, 259-273, 285-286  
   características retrasados, 265-267  
   educación, 271-272  
   importancia intentar ayudar, 273  
   mercado inmobiliario, 255-257  
   por qué se han quedado atrás,  
   261-264  
   rabia, 108-109  
   remedio problemas económicos,  
   268-273  
 Minsky, Hyman, 7, 12  
 MIT. Ver Instituto Tecnología  
   Massachusetts  
 Mitchell, Olivia, 204  
 modelos, equilibrio general dinámico  
 (DSGE), 24  
 IS-LM, 23  
   simulación informática, 38  
 Modigliani, Franco, 91, 206, 209  
 moneda flexible, 138-139  
*Monetary History of the United States*  
 (Friedman y Schwartz), 109  
*Money Illusion, The* (Fisher), 79  
 Moore, Robert L., 177  
 Morgan, J. P., 32  
 Morgan, Stanley, 157  
 Morgenson, Gretchen, 160  
 Morris, Stephen A., 141  
 Moscarini, Guisepppe, 179  
 Moulton, Harold G., 38  
 MPC. Ver Propensión Marginal al Consumo  
 Mullainathan, Sendhil, 222  
 multiplicador confianza, 36-42  
   ámbito inmobiliario, 254-258  
   corrupción, 74-76  
   mercados especulativos, 224-228  
   restricción crediticia, 151-153  
   keynesiano, 36-37  
 Murphy, Kevin M., 172
- N**  
 nacimientos fuera matrimonio, 261  
 National Geographic Society, 95  
 naturaleza humana, 11  
 New Deal, 122, 283  
*New York Times*, 108, 160, 237  
 Newton, Isaac, 35, 39  
 Nickell, 89  
 Nikolai, 60  
 NIRA (National Industrial Recovery Act), 121  
 Nissan Motor Company, 232, 233  
 Nixon, Richard, 43  
 normas monetarias y fiscales.  
   Ver Objetivos, inflación  
 Noyes, Alexander, 117  
 Noyes, Alfred, 108  
 Nueva Economía Clásica, 32-36  
 Nueva York, 250  
 Nueva Zelanda, 184  
 nuevas finanzas, 149
- O**  
 Obama, Barack, 173  
 objetivo demanda global, 162-163

objetivos, inflación, 187, 193-194  
 monetarios y fiscales, 42, 151-152  
 O'Brien, Anthony Patrick, 119, 120  
 oferta pública hostil, 63-64  
 y demanda, laboral, 166-167, 169-170,  
 174, 175-176  
 operaciones mercado abierto,  
 132-133  
 opciones, teoría, 144  
 operaciones mercado abierto, 130-135  
 Organización Países Exportadores  
 Petróleo (OPEC), 234, 236-237  
 Orszag, Peter R., 203  
 Oswald, Andrew J., 115

**P**

Pacto San José, 96-98  
 páginas amarillas explicadas a los  
 moscovitas, 55-56  
 pánico 1837, 281  
 1873, 109  
 1884, 109  
 1893, 107-108  
 1907, 138, 139  
 papel comercial pendiente, 149  
 parábola concurso belleza, 223  
 manzana Deliciosa, 223  
 patrón oro, 107-109, 110, 112, 118-119  
 Paulson, Henry, 7, 162-163  
 Peng, Amy Chen, 88  
 permuta insolvencia, 153-154  
 Perón, Juan, 232-233  
 Perry, George L., 181, 190  
 Phelps, Edmund, 85  
 Philips, A. W., 81  
 PIB. Ver Producto Interior Bruto  
 Plan Energía Global, 96-97  
 jubilación, 197, 198, 199-201, 202,  
 203, 216-217  
 planes 401(k), 202-203, 211  
 403(b), 211

ahorro trabajadores, 202-203, 208  
 plata, acuñación libre, 107-109, 110, 112  
 pleno empleo, 23-25, 42, 80-81, 276-277,  
 284-285  
 crisis financiera 2007-2008, 147-148,  
 151-152, 161-163  
 economía clásica, 9-10, 18-20  
 poesía haiku, 232  
 Pol Pot, 56  
 política fiscal, 42, 152, 161-163  
 monetaria, Canadá, 192-194  
 efectividad, 181-182, 186  
 keynesiana, 9-10  
 objetivos, 42, 80-81, 105-106, 178-180  
 Polti, Georges, 95  
 póquer, 76  
*Texas hold'em*, 76  
 Pratt, John W., 170  
 precios, depresión 1890, 105-107  
 equidad, 25-27, 46-47, 48-49  
 Gran Depresión, 118-119  
 ilusión monetaria, 80-86, 88-89  
 petróleo, 41, 61, 147-148, 234-237  
 variación, 169-170  
 Prelec, Drazen, 214  
 Prescott, Edward C., 24  
 préstamos por emisión valores, 149,  
 153-154, 280  
 primera Guerra Irak, 61  
 problema Humpty Dumpty, 154, 156-157,  
 160, 161-163, 275-276  
 problemas liquidez, 138, 139, 141,  
 142-143, 145  
 procedimientos disolución, banco, 141, 287  
 producto interior bruto (PIB), China, 211  
 desaceleración crecimiento,  
 278-279  
 disolución S&L como  
 porcentaje, 147-148  
 inmobiliario, 252-253, 256-258  
 inversión corporativa, 219

Japón, 152-153  
 México, 97  
 Programa de alivio de activos con  
 problemas (TARP), 156-157, 160  
 prohibición (del alcohol), 74-76  
 Project Link, 38-39  
 Propensión Marginal al Consumo (MPC),  
 36-37  
 Proyecto genográfico, 95  
 Link, 39  
 Pullman Palace Car Company, 112

**Q**

q de Tobin, 241, 242  
 Quetzalcóatl (López Portillo), 96-98  
 quiebra bancaria, 113, 125-127  
 bancos no bancos, 141  
 depresión 1890, 107-109  
 pánico 1837, 281  
 1907, 138  
 Quintini, Glenda, 89

**R**

Rainwater, Lee, 266  
 Rajan, Raghuram G., 71  
 Randers, Jørgen, 236  
 Reagan, Ronald, 35, 64, 70, 283, 287  
 realimentación, 224-228  
 coeficiente endeudamiento, 226-227  
 espíritus animales, 229-234  
 mercado inmobiliario, 254  
 precio-a-beneficios-a-precio, 226  
 precio-a-PIB-a-precio, 254  
 precio-a-PIB-a-precios, 255  
 precio-a-precio, 224-228, 254  
 recesión 1980, 235, 237  
 1990-1991, 41, 60, 61-65, 73-74,  
 184-185, 281  
 2001, 60, 65-69, 73-74  
 2007-2008. Ver Crisis financiera  
 2007-2008  
 recalentamiento economía, 114  
 recesión 1929-1937, 147  
 Reconstrucción, 287  
 reducción impuestos, 42, 147, 278-279  
 Rees, 43, 44  
 Reino Unido, 18-19, 117, 124, 184, 283, 287  
 Reischauer, 208  
 Renault, 229  
 Lepetto, Andrea, 207, 215  
 rendimiento largo plazo, Smith, 116  
 rescates, 8, 23-25, 160, 162-163  
 Reserva Federal, 130, 136  
 reservas petróleo, en México, 96-98  
 Resolution Trust Corporation, 61, 64, 158  
 restricción crediticia, multiplicador  
 confianza, 152-153  
 pros y contras soluciones  
 indexación, 161. Ver también  
 Crisis financiera 2007-2008  
 respuesta política, 154-159  
 Revolución Americana, 287  
 Reynolds, 113  
 riesgo, 239  
 rigidez precios, 88-89  
 salarial, a modo cuenta, 188-189  
 abandono trabajo, 174, 178-180  
 consideraciones nominales  
 conducta, 185  
 depresión 1890, 106-107  
 equidad, 25-27, 43-45, 165, 177-178,  
 185, 188, 284-285  
 ilusión monetaria, 80-90, 184-192  
 motivos variación, 169-170  
 salarios, 18-20, 165-180  
 salarios, 184-186, 188  
*Risk, Uncertainty and Profit* (Knight), 239  
 Rockefeller, John D., 56-57  
 Rockefeller, John D., Jr., 138  
 Rockefeller, William, 56-57  
 Romer, Christina, 55, 59, 62, 107, 125  
 rondas múltiples gasto, 37-38  
 Root, 75

Rosner, Josh, 69  
Rusia, 18-19

**S**

Sachs, Jeffrey, 118  
Sah, Raaj, 74  
Samuelson, 82  
Sands, David, 65  
San Francisco, California, 279  
Sanford Spinning Mill, 106  
Santayana, George, 21  
Sargent, Thomas J., 85  
Sargent-Wallace, 23  
Saulnier, Raymond, 191  
Schank, Roger C., 93  
Scholes, Myron, 144  
Schultze, Charles L., 181, 189  
Schumpeter, Joseph A., 110  
Schwartz, Christopher, 138  
Segunda Guerra Mundial, 8, 23-25, 122, 125, 232, 242  
Seguridad Social, 207-208, 216-217, 243-244  
seguros depósitos, 61-62, 125-127, 141, 287  
Sender, Henry, 160  
Seuss, Dr. (Geisel, Theodor Seuss), 262  
Sentimiento Consumidor, 33, 39  
Shafir, Eldar, 190  
Shao Changzue, 211-212  
Shapiro, Carl, 176  
Shiller, Robert J., 70, 99, 100, 106, 116  
Shin, Hyun Song, 141  
Shea, John, 203  
Shefrin, Hersh, 201  
Shiller, Robert J., 189  
Simester, Duncan, 214  
Sims, Eric R., 41  
sindicatos, contratos salariales, 86-90  
    escala salarial conductores camión, 171  
    Gran Depresión, 120-121  
    IKA y Toyota, 232-233  
    recortes salariales, 184-185  
Singapur, 209, 211, 216-217

Sistema Reserva Federal, 42, 85-86, 125-127, 129-145, 149, 152, 193-194, 278-279  
    Bear Stearns, 22, 142-143, 145  
    creación, 113, 125-127  
    crisis financiera 2007-2008, 154-159  
    Gestión Capital a Largo Plazo, 142-145  
    propósito inicial, 137-140.  
    *Ver también* Bancos centrales

Skilling, Jeffrey, 66  
Sloan, Alfred P., Jr., 124-125  
Smith, Adam, 20, 75  
Edgar L., 116  
socialismo, 9, 18-20  
sociedades financieras, 142, 150-151, 154, 287  
sociología, 50-51  
Solow, Robert, 166  
Sorkin, Andrew Ross, 12  
Staiger, Douglas, 84  
Stalin, Iósif, 56  
Standard, 65  
Steeple, Douglas, 109-111  
Sternberg, Robert J., 95  
Stiglitz, Joseph E., 176  
suelo agrícola, 253  
Suiza, 184  
suministro dinero, dimensiones, 129  
Summers, 173, 205  
Sunde, Uwe, 89

**T**

Tabasco, México, 96-97  
TAF. *Ver* Term Auction Facility  
TALF. *Ver* Financiación a plazos respaldada por acciones (Term Asset-Backed Loan Facility)  
Taleb, 94  
*Tally's Corner* (Liebow), 265  
TARP. *Ver* Programa de alivio de activos con problemas  
Taylor, 23

Tennessee, 271  
teoría batido de cacao capitalismo, 55-56  
    económica keynesiana, 7-12, 36, 37-38, 118-119  
    presupuestación capital, 238  
    salario proporcional al rendimiento, 166-180, 186  
        diferentes enfoques, 176  
        principios, 166-167  
Term Auction Facility (TAF), 154-157  
    Asset-Backed Loan Facility (TALF), 154-157, 158, 160, 161  
Texas, 64, 234, 271  
Thaler, Richard, 201, 203, 204  
Thatcher, Margaret, 35, 283, 287  
Thiessen, Gordon, 193  
*Times* Londres, 9, 123  
Tinbergen, Jan, 39  
tipos interés, contratos deuda, 88-90  
    crisis S&L, 63  
    hipotecas *subprime*, 70  
    operaciones mercado abierto, 130-131, 132-137  
    real, 109-111  
    recesiones, 147-148  
    reducción, 278-279  
Tobias, Ronald, 96  
Tobin, James, 23, 86, 181  
Toyota Motor Company, 229-234  
Tribunal Supremo Estados Unidos, 121  
Trondheim, Noruega, 31, 35  
Turner, Frederic Jackson, 110  
Tversky, Amos, 203

**U**

Ucello, Cori E., 207  
Uchitelle, Louis, 178-179  
Ueda, Kazuo, 89  
ungüento serpiente, 56, 57, 58, 68-69, 71, 244  
Unión Soviética, 55-56  
Universidad Chicago, 43-44, 56  
    Columbia, 110

Harvard, 170, 197, 202  
Princeton, 43-44  
Purdue, 214  
Yale, 185

**V**

valor actual, teoría, 252-253  
valores, 56-59  
Van Buren, Martin, 283  
Venezuela, 97  
Venti, Steven, 198  
versos encadenados, 232  
Vicent Millay, 93  
viñeta precio cerveza, 47  
    pala nieve, 46-47  
Vishny, Robert W., 222, 242

**W**

Wadsworth, 75  
*Wall Street Journal*, 151  
Warsch, David, 7  
Washington, D.C., 69  
    *Post*, 125, 139, 237  
Welch, John F. (Jack), 60  
Weil, David N., 209  
Wells Fargo, 157  
Whitten, David, 11, 119  
Wilson, Woodrow, 113  
Wise, David A., 198  
Wolk, Carel, 60

**Y**

Yahamata Steel Company, 232  
Yamamoto, Isamu, 89  
Yellen, Janet, 165, 179  
Young, Roy A., 113  
Youngman, Anna P., 125

**Z**

Zandi, Mark, 257  
Zeckhauser, Richard, 170  
Zenji, 232  
Zillman, Dolf, 34

Solemos dar por sentado que las grandes decisiones económicas y financieras se toman desde el análisis y la observación de los datos micro y macroeconómicos. No obstante, lo cierto es que, más a menudo de lo que creemos, son factores psicológicos e irracionales, en forma de intuición, miedo, desconfianza, fe... los que están detrás de los comportamientos de economistas, financieros, políticos o inversores. Keynes bautizó a dichos factores como "Animal Spirits". En la presente obra, Akerlof y Shiller los recuperan para analizar de qué modo han influido en la actual crisis económica.

Asimismo, los autores dan respuesta a varias preguntas que la actual coyuntura económica nos ha vuelto a formular:

- ¿Por qué los sistemas económicos caen en la depresión?
- ¿Por qué los principales bancos influyen en la economía (si lo hacen)?
- ¿Por qué hay personas que no encuentran trabajo?
- ¿Por qué ahorrar para el futuro es tan arbitrario?
- ¿Por qué los mercados inmobiliarios experimentan ciclos?
- ¿Por qué la pobreza se produce sobre todo entre las minorías?

Un libro, en definitiva, de obligatoria lectura para todo aquél que desee comprender las causas más ocultas de los acontecimientos económicos y financieros mundiales.

