



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ANÁLISIS CONDUCTUAL DE LOS BANCOS CENTRALES CON ENFOQUE MULTIDISCIPLINAR

Autor: Guillermo Martín Almendral

Director: M^a Teresa Corzo Santamaría

Resumen

Los sesgos conductuales en los mercados financieros llevan siendo objeto de estudio y análisis desde la segunda mitad del siglo XX. Sin embargo, de entre todos los agentes del mercado, solo uno ha sido objetivo de todo análisis: el inversor. El propósito de este trabajo será aprovechar el acierto de este enfoque para ampliarlo hacia un nuevo agente: los bancos centrales. De esta manera, se pretenderá determinar la existencia de sesgos conductuales en la regulación de los mercados y la elaboración de la política monetaria. Para facilitar el entendimiento y otorgarle imparcialidad al análisis, se hará una división por ideología: se estudiarán sesgos propios del conservadurismo y del progresismo. Finalmente, el trabajo lo cerrará un ensayo filosófico que aspirará a aunar distintas ideas de diferentes disciplinas para proporcionar una visión unificadora e integradora –aunque en ningún caso exhaustiva- de los bancos centrales.

Palabras clave: bancos centrales; sesgos conductuales; behavioral finance; política monetaria; mercados financieros; economía; política; filosofía.

Abstract

Behavioral biases at financial markets have been studied and analysed since the second half of the twentieth century. Nonetheless, from among all the market agents, only one of them has been object of every form of analysis: the investor. The purpose of the following paper is to draw from this sound approach and extend it into a new agent: the central banks. Thereby, the aim will be to determine the existence of behavioral biases in market regulations and in the process of monetary policy-making. In order to facilitate the understanding of the analysis and ensure its impartiality, there will be an ideology-based division: biases from both conservatism and progressivism will be studied. Finally, the thesis will end with a philosophical essay which will aim to combine different ideas from various disciplines, seeking to provide an unifying and integrating vision -although in no case exhaustive- of central banks.

Keywords: central banks; behavioral biases; behavioral finance; monetary policy; financial markets; economy; politics; philosophy.

ÍNDICE

0. Introducción.	6
Motivación y objetivos.	6
Metodología y estructura	7
1. Repaso y aproximación.....	9
2. Análisis conductual de los bancos centrales.	14
2.1 ¿Pueden existir en un Banco Central sesgos?	14
2.2 Primer sesgo autóctono: la presunción de racionalidad extendida. ...	15
2.3 Una cuestión de ideología	16
2.3.1. Sesgos de un Banco Central conservador	17
2.3.1.1. Aversión al riesgo	17
2.3.1.2. Prejuicio contra la deuda: el sesgo de disponibilidad de Grecia. ...	19
2.3.1.3. Casualidad, causalidad, y la necesidad de entender una historia. ..	21
2.3.1.4. <i>Skin in the game</i>	23
2.3.1.5. Conclusión	24
2.3.2. Sesgos de un Banco Central progresista	25
2.3.2.1. El ancla de la inflación	26
2.3.2.2. Ilusión de control y causalidad infundada (otra vez)	27
2.3.2.3. Conclusión	29
3. Ensayo filosófico.	30
Reflexión y conclusión.	36
Bibliografía.	38

Índice de ilustraciones

- Ilustración 1. Representación gráfica de la teoría de Perspectivas de D. Kahneman y A. Tverski

1) Introducción

1.1 Motivación y objetivos.

No parece plausible pensar que inversores individuales puedan cometer los mismos errores que las instituciones reguladoras del mercado. Pensar así significaría igualar a la baja la labor de equipos formados por intelectos esculpidos durante todas sus vidas en la economía, investigando y experimentando, con individuos cuyo *expertise* en la inversión o en sus finanzas particulares no excede del ensayo y error particular. Significaría otorgarle a la condición humana, o a la mente, un sorprendente poder igualatorio: no hay inteligencia, conocimiento o trayectoria que inhiba el poder de los sesgos conductuales.

Y como este pensamiento no solo parece inverosímil en un primer acercamiento, sino que además señala un potencial peligro, decidamos no partir a priori de él, y tratar de darle validez únicamente en el caso de que se muestre necesario.

De todos modos y para ser exactos, no son los *mismos* errores los que podrían unir a reguladores institucionales con inversores individuales. Sí son del mismo tipo y se podrían clasificar en un conjunto común, pero existen diferencias suficientes como para crear dos subconjuntos. Sobre los errores propios de los inversores existe mucha literatura: se lleva escribiendo sobre ellos varios años, y en virtud de ellos se han formulado varias tesis meritorias de Nobel. Estos errores están relacionados con la heurística y con los impulsos; pertenecerían en mayor medida al famoso Sistema 1¹ de D. Kahneman. Estos errores encuentran causa en el limitado tiempo y en la limitada inteligencia humana, que impulsa al agente a crear reglas simples (atajos) para hacer juicios rápidos.

Los errores del BCE, sin embargo, no son producto de decisiones rápidas, ni se deben en buena medida a limitaciones estrictamente cognitivas. Seguro que podríamos encontrar errores de este tipo en algunas de sus decisiones, pero no son los que

¹ Kahneman divide el funcionamiento de la mente en 2 sistemas abstractos: el sistema 1 es crédulo, impulsivo, opera de manera rápida y automática, sin sensación de control voluntario; el sistema 2 se encarga de las actividades mentales que demanden atención y esfuerzo, está asociado a la experiencia de actuar, elegir y concentrarse.

pretenderé alumbrar en este trabajo. Los sesgos propios de los bancos centrales se mostrarán en aquellas decisiones tomadas por miedo, por prejuicios, por fijaciones o confirmaciones, por status quo... En general, serán errores motivados por la situación particular de los bancos centrales, donde la presión y las exageradas expectativas que hay en torno a cada detalle pueden generar confusión.

Así, si se diese la confirmación de la existencia de este tipo de errores, se mostrará necesario hacer algún tipo de valoración que, en este caso, buscará apoyo en textos filosóficos de distinta índole.

Este trabajo se podría calificar como exitoso si lograra sintetizar psicología, economía y filosofía para proporcionar una lectura diferente, de enfoque principalmente exploratorio, de los banqueros centrales y su labor. De este modo, en ningún caso se aspira a ofrecer un análisis exhaustivo, sino más bien a entrar por senderos escasamente recorridos en la disciplina *Behavioral*, sin necesariamente llegar al final del camino pero habiendo dado los primeros pasos y trazado el resto del mismo.

1.2 Metodología y Estructura

Para el análisis de este trabajo se han utilizado libros de autores reconocidos en la disciplina conductual (*Pensar Rápido, Pensar Despacio* de D. Kahneman; *Exuberancia Irracional* de R. Shiller y *Misbehaving* de R. Thaler) y libros dedicados explícitamente a la valoración de la política monetaria (*La Paradoja del Riesgo* de Ángel Ubide y *La Gran Trampa* de Daniel Lacalle). De igual manera, ha sido muy útil la revisión de numerosos artículos científicos que se irán citando a lo largo del texto, y que aspiran a dar validez a algunas ideas que se irán planteando.

El contenido del trabajo ha ido surgiendo al tiempo que se analizaban y sintetizaban las lecturas de las distintas disciplinas que se han tratado. El enfoque que se ha usado para sacar a luz las relaciones entre todas las lecturas ha sido inductivo: se ha intentado obtener similitudes entre todos los objetos estudiados para poder sacar conclusiones a partir de ellas. Las aportaciones de distintas ciencias sociales (psicología, economía, política, filosofía y finanzas) han otorgado al trabajo un carácter heterogéneo. Sin embargo, no han provocado en ningún caso que se pierda la coherencia y el orden. El lector podrá percibir con claridad cómo el trabajo tiene una estructura evidente y un

contenido consonante con ella: en un momento dado se hará una división de contenido por ideología política, y en otro se hará un análisis filosófico basado en un texto epistemológico y apoyándose en aportaciones de autores liberales. La psicología será el subyacente en todo momento, siendo de carácter psicológico la gran mayoría de las conclusiones que se hagan.

Es de esta manera que este trabajo se dibuja, a gruesas pinceladas, del siguiente modo:

- Repaso de la teoría de Behavioral Finance, donde se introducirán las aportaciones de los autores más reconocidos de la disciplina y se hará una clasificación de sesgos conductuales, útil para el resto del trabajo.
- Análisis conductual de los bancos centrales, basado en la literatura existente sobre la psicología en el sector financiero y las posturas críticas frente a la actuación de los bancos centrales.
- Ensayo filosófico, realizado a partir de un fragmento de texto de F. Nietzsche y ligeras aportaciones de Friedrich Von Hayek y John Stuart Mill.

2) Repaso y aproximación

Es complicado determinar dónde está el límite de lo imprescindible al repasar la historia de esta disciplina. Si este trabajo fuese de fin de grado de Física y me esforzase en explicar las aportaciones de Galileo y Newton, probablemente estaría cayendo en la trivialidad. Además, y por otro lado, ya existen muchos trabajos –y libros- que están dedicados exclusivamente a resumir la historia de *Behavioral Finance*. Supongo, entonces, que los límites de este necesario apartado tienen que oscilar entre el rigor que se le presupone al lector y la amplitud del campo que se estudia; y que el propósito no es tanto resumir como contextualizar.

La importancia del enfoque conductual a la economía no reside, como tal vez se pueda suponer, en imputar al análisis económico que el ser humano no es racional y no toma decisiones correctamente. Este hecho, si bien es muy certero (en virtud de su constatación recibió Herbert Simon el Nobel de Economía en 1978), es demasiado simple como para tener relevancia en esta disciplina. La importancia, por lo tanto, tiene que estribar en una revelación; en un hecho que obligue a reformular teorías económicas, no por ser imprecisas (menoscabo que los propios formuladores ya reconocían) sino por partir de axiomas falsos. Y es este el efecto que precisamente han provocado los estudios de los economistas conductuales al dar cuenta de que el error del ser humano no es aleatorio, sino *predecible*. Esta predictibilidad tiene, principalmente, una causa y un efecto:

La causa es que el agente –el ser humano- toma decisiones sesgadas. A partir de la Segunda Guerra Mundial, los economistas aspiraron a poder explicar la economía a través de las matemáticas. Autores como Kenneth Arrow, John Hicks o Paul Samuelson se esforzaron por darle a la economía un lenguaje matemático², y en él, el error solo podía ser simétrico: la probabilidad de excederse o de quedarse corto es la misma. Sin

² A día de hoy, existe cierta aceptación (o resignación) académica de que las matemáticas pueden traducir el pasado, pero no predecir el futuro, lo que imposibilita a la economía de ser catalogada como ciencia exacta.

embargo, la evidencia señala que hay tendencias en las desviaciones, y que el error del agente no sigue una distribución normal. Esto, a su vez, solo puede ser la consecuencia de que las decisiones están condicionadas por sesgos que desvirtúan el pensamiento lógico.

El efecto es, sencillamente, que el error se puede corregir. Si se entienden las causas de los sesgos, nada impide en un principio que se puedan prevenir, y esto es lo que otorga un propósito a su análisis.

Apoyándose en esta causalidad, algunos psicólogos y economistas convergieron en ideas y pensamientos para crear una disciplina encargada de estudiar estos errores. Entre ellos, destacan cuatro por encima de todos: Daniel Kahneman, Amos Tversky, Robert Shiller y Richard H. Thaler.

-Daniel Kahneman y Amos Tverski colocaron los cimientos –y algo más- de la disciplina. Ambos trabajaron juntos en Estados Unidos hasta la muerte de Tverski, escribiendo numerosos artículos sobre psicología. Se podría decir que Kahneman y Tverski confirmaron la sabiduría académica de que los avances más grandes en una ciencia suelen venir de personas que provienen de otra distinta, pero lo cierto es que estos dos psicólogos no permitieron un avance más, sino el propio inicio de *Behavioral Finance*. Ambos hacen un análisis exhaustivo de todo lo concerniente al juicio y a la toma de decisiones del ser humano, que queda recogido en su totalidad en el libro *Pensar Rápido, Pensar Despacio* (Kahneman, 2011). El artículo académico, sin embargo, que causó más impacto fue "*Prospect theory: Decision Making Under Risk*", cuyo mérito fue lograr explicar, mediante técnicas de psicología, desviaciones propias de las decisiones que toman los agentes económicos y cuestionar, de esta manera, su presunta racionalidad. Ambos autores desmitificaron de este modo la figura del *Econo* (*homo economicus*), relegándole a la posición de una simple ficción útil para crear modelos económicos, pero inútil para explicar las decisiones reales de los agentes. Recibieron el Nobel (premio póstumo en el caso de Tverski) en 2002 en virtud de la Teoría de las Perspectivas (elaborada en 1979, en el artículo recientemente mencionado), que describía el proceso de toma de decisiones en situaciones con riesgo. Una de las conclusiones más trascendentes de esta teoría fue la evidencia de que las pérdidas, a efectos subjetivos, pesan más en términos absolutos que las ganancias.

-Robert Shiller es el autor de esta disciplina que más ha estudiado las sobrerreacciones del mercado financiero y cuyo análisis quizá ha sido el más pragmático y específico: se ha centrado en estudiar y predecir las burbujas financieras. En este sentido, es sorprendente cómo en cada una de las 3 ediciones de su libro *Exuberancia Irracional*, Shiller dedicaba el prefacio a advertir sobre las sobrerreacciones que se estaban produciendo entonces, y acertó con la burbuja de las puntocom (1ª edición, 2000), acertó con la burbuja inmobiliaria (2ª edición, 2005), y probablemente acertó prediciendo la burbuja de renta fija actual (3ª edición, 2015). Obtuvo el Nobel en 2013 junto con Eugene F. Fama y Lars Peter Hansen por su análisis empírico del precio de las acciones. La aproximación que tuvo Shiller, no obstante, fue muy distinta –casi antagonica- a la de los otros dos apremiados, pertenecientes a la corriente clásica.

-Richard H. Thaler es quizá quien más se ha esforzado por hacer llegar esta disciplina a todos los públicos, con su bestseller *Nudge* y su sorprendentemente divertido *Misbehaving*. Además, el carácter microeconómico de su obra le otorga a esta un enfoque más pragmático que ha facilitado su recepción. Ganó el Nobel en 2017 por su teoría del empujón (*Nudge*) que tenía aplicaciones políticas y filosóficas en la medida en que planteaba el peligro de los pequeños detalles en la toma de decisiones: es necesario, según Thaler, “empujar” a los sujetos a tomar las decisiones libremente, sin influencia de sesgos engañosos que les perjudiquen a largo plazo.

Desde el origen del *Behavioral Finance*, el campo que más se ha estudiado –tal vez por su directa aplicación práctica, o tal vez por la cantidad de sesgos que se podían extraer- ha sido el de la inversión bursátil en toda su extensión (desde el *daytrading* hasta el *value investing* (Lakonishok, Shleifer y Vishny (1994) o Magnuson (2011)). Son innumerables los estudios que se han hecho sobre los errores conductuales que se cometen en la inversión, un arte que no en vano está repleto de miedos y de euforias. Y entre todas las conclusiones que se han extraído desde entonces, la más importante y evidente es la que confirma que los mercados financieros no son eficientes, al menos, a corto y medio plazo. El rechazo a la EMH (Hipótesis de los Mercados Eficientes) que recogen De Bondt y Thaler en su artículo “¿El mercado bursátil sobrerreacciona?” (1985) queda patentado en el momento en el que comparan una cartera compuesta por los mejores valores de la bolsa en los últimos 3-5 años con otra compuesta por los

peores, para así descubrir que estos últimos superaban al *benchmark*³ en los próximos años en un 30% mientras que los primeros caían por debajo del 10% del índice.

Sin embargo, con el paso del tiempo, el enfoque se ha ido ampliando hasta nuevos *insights*, dando lugar a innumerables sesgos que se producen en el día a día de cualquier persona ajena a la inversión y al mundo financiero. Ejemplos de ellos son algunos de los que Richard Thaler expone en su libro *Misbehaving*: un vecino que no quiere pagar 10€ por que le corten el jardín y sin embargo no estaría dispuesto a cortar el jardín de otro vecino por 20€; despreciar descuentos de 10€ sobre un total de 1000€ al mismo tiempo que se toma la decisión de comprar productos de 50€ por ese mismo descuento, etc.

Con todo, el volumen de sesgos que se ha ido descubriendo y categorizando es incuantificable, por lo que cualquier clasificación como la que voy a hacer a continuación, similar a la realizada por el Instituto de Bolsa y Mercados Españoles, no puede pretender ser exhaustiva, sino únicamente mostrar algunos de los sesgos más tratados en la literatura:

- **Sesgos emocionales:**

- **Exceso de confianza**: Causado por la sobreestimación de la propia habilidad para tomar decisiones, conlleva a la infravaloración de los riesgos o a negarse a abrirse a otras opiniones.
- Descuento hiperbólico: Sobreponderación del corto plazo sobre el largo plazo que incita a tomar decisiones únicamente por la repercusión inmediata.
- **Status quo**: Preferencia por no hacer ningún cambio, únicamente por el hecho de mantener la situación tal y como está, con independencia de cualquier valoración.
- Endowment: Sobrevaloración (en el sentido apreciativo de la palabra) de lo que ya se posee respecto a lo demás.
- **Aversión al remordimiento**: Terror a las consecuencias negativas de errores u omisiones que provoca no tomar las decisiones correctas por evitar el mal mayor.
- Afinidad: Tomar decisiones en base a la consonancia con valores o sensaciones.

³ Índice de referencia del mercado.

- **Sesgos cognitivos:**

- **Disonancia cognitiva**: La disuasión por todos modos de ideas, emociones o creencias contradictorias. Provoca la incapacidad para asumir errores.
- **Representatividad**: Dar por hecho que las características de una muestra representan el total. Suele desvirtuar el análisis de la nueva información.
- **Conservación**: Mantener vehementemente la misma idea o postura con independencia de cualquier aporte nuevo de información.
- **Confirmación**: Elegir solo la información que suscribe las ideas fijadas, y obviar la que las cuestiona.
- **Ilusión de control**: Creer que las acciones tomadas pueden tener efectos mayores de los que realmente tienen, llegando hasta el punto de imaginar una relación de causalidad inexistente.
- **Retrospectiva**: Tendencia a la memoria selectiva, desfigurando las ideas pasadas con el contagio de las presentes.
- **Anclaje**: Tomar como referencia una medida y no cuestionarse su posible pérdida de utilidad o actualidad.
- **Historia reciente**: Dar mayor validez y poder justificativo a los sucesos recientes, menospreciando el valor de los pasados.

Todos estos sesgos han ido surgiendo a raíz del análisis del inversor, pero ensanchando la óptica podemos llegar a entender, a partir de ellos, cuáles son las desviaciones que se encuentran en las decisiones tomadas en los bancos centrales. De hecho, de los recién expuestos, he señalado aquellos que tienen una relación directa con el comportamiento de los banqueros centrales. El desarrollo de esto último es lo que me propongo a hacer en las siguientes páginas.

3) Análisis conductual de los bancos centrales

“El fundamento de la economía política y, en general, de cualquier ciencia social, es evidentemente psicológico. Tal vez llegue el día en el que seremos capaces de deducir las leyes de la economía a partir de los principios de psicología.” Vilfredo Pareto.

Las metodologías que utilizaron Kahneman y Tverski en sus estudios fueron tan efectivas como sencillas. Sus estudios consistían en hacer experimentos con varios grupos de personas para evaluar sus reacciones a distintas situaciones o cuestiones. En ocasiones, de hecho, ellos mismos eran los propios objetos del experimento: se hacían preguntas a sí mismos sobre hipotéticas situaciones y en base a sus respuestas creaban teorías que más tarde buscarían dar validez a través de nuevas y mayores muestras.

Para sacar conclusiones sobre el proceso mental de los banqueros centrales nos encontramos ahora mismo con muchos límites, pues no hay recursos para plantear situaciones hipotéticas a Draghi y sus colaboradores. Por ello, tendremos que basarnos en lo escrito hasta ahora sobre psicología y sobre los bancos centrales para intentar sintetizar ambas literaturas en una aproximación conductual a las instituciones monetarias.

3.1 ¿Pueden existir en un Banco Central sesgos?

Uno de los primeros y más legítimos argumentos en contra de la tesis de este trabajo es que los sesgos se producen a nivel individual, en personas que no están acostumbradas a tomar determinados tipos de decisiones, y que dada su falta de experiencia y de conocimiento caen en la ingenuidad y en atajos mentales. En la misma línea lógica, en un Banco Central se encuentra la élite profesional de la economía a cuya larga experiencia financiera o económica se le añade una presupuesta inteligencia y dominio en su ámbito de decisión, y es así que se les puede eximir de desviaciones conductuales propias de novatos o ignorantes. Sin embargo, esta argumentación es exactamente la

misma que se podría aplicar en defensa del *Smart Money* (analistas de firmas de inversión), y tal vez resulte que este colectivo es igualmente susceptible de cometer los mismos errores que los demás.

De Bondt y Thaler (1990) concluyeron que el mismo patrón de sobrerreacciones que se encuentra en los ingenuos inexpertos es el que se puede percibir en los profesionales de la bolsa: “el hecho de que se observe el mismo patrón en las predicciones de los economistas sobre tipos de interés y variables macroeconómicas añade fuerza a la conclusión de que las sobrerreacciones generalizadas pueden pervertir incluso la más profesional de las predicciones”.

En la misma línea, Corredor, Ferrer y Santamaría (2013) estudiaron el comportamiento de los analistas y su supuesto carácter “smart”. Lo primero que determinaron fue el demasiado elevado grado de optimismo que solía tener este colectivo: ofrecían muchas más recomendaciones de compra que de venta. Esto en principio no tiene por qué indicar ningún sesgo -pues tal vez sea más fácil determinar cuándo una empresa está infravalorada que sobrevalorada-, pero sí es indicativo si, tal y como probaron los autores, los análisis estaban significadamente correlacionados con el sentimiento general del momento (que en un periodo anual puede oscilar de mínimos a máximos varias veces).

De este modo, si se permite una coherente analogía entre la profesionalidad y el conocimiento de los analistas y los de los reguladores, se podrá superponer la tesis de este trabajo sobre aquellas que relacionen la profesionalidad con la racionalidad, para determinar que nada impide que existan sesgos en los bancos centrales.

3.2 Primer sesgo autóctono: la presunción de racionalidad extendida.

Mencioné en el primer capítulo la existencia de sesgos comunes entre reguladores e inversores, pero ello que no implica que existan otros sesgos más allá de esta intersección.

En el primer capítulo de su libro *Misbehaving* (2015), Richard Thaler se esfuerza en explicar que el principal problema de los economistas al hacer sus modelos es la suposición de que los agentes son racionales: “Los economistas se encuentran en

problemas cuando hacen una predicción muy específica que depende explícitamente en que todo el mundo se comporta económicamente sofisticado”. Sin embargo, aunque a priori parezca que esto significa que los economistas son racionales pero la población a la que están dedicados sus modelos no lo son, lo cierto es que los propios economistas están siendo irracionales al esperar que su razonamiento se extienda al resto de los agentes. Es una curiosa paradoja que resulta de un sencillo sesgo: extender a los demás la propia racionalidad, que deja de existir en ese mismo momento⁴.

Es irracional, en la medida en que hay un fallo en el proceso lógico-mecánico, suponer que la gran mayoría de las familias europeas van a hacer su planificación financiera en virtud de la *Forward Guidance* o de la Estructura Temporal de Tipos de Interés y no en virtud de las sensaciones de incertidumbre y riesgo que les pueda haber generado la última crisis financiera. Y será irracional, por lo tanto, establecer unas expectativas de inflación en base a tales suposiciones, aunque en eso profundizaremos más adelante.

3.3 Una cuestión de ideología.

Como todo aquello que está más allá de lo sensorial (que tiene un carácter no-físico), los sesgos no tienen una existencia clara y definida. La percepción de ellos a veces es especialmente subjetiva y su realidad puede ser, en consecuencia, muy discutida. Este fenómeno se potencia cuando entremedias se interponen ideologías y nociones preestablecidas, enemigas de la verdad objetiva que se pretende alumbrar en este análisis. Sin embargo, dado que el autor de este trabajo no se quiere arrogar ninguna facultad para determinar qué se merece el derecho de la existencia, es obligación no discriminar –al menos de momento- ningún posible sesgo que cualquier colectivo o representante crea que se manifiesta en el seno del Banco Central (lo cual presumo que

⁴ Es importante aquí entender que la racionalidad no es la capacidad de sacar conclusiones a partir de ideas, de la misma manera que hacer estadística no se puede reducir a la inferencia a partir de unos datos: la metodología y la consistencia del proceso es lo que distingue a la racionalidad del resto de procesos mentales. Es de esta manera que los economistas pueden llegar a sacar conclusiones sin ser racionales.

es una posición racional teniendo en cuenta que, existan o no, estos sesgos específicos no son muy abundantes en principio).

Esto conlleva un necesario análisis de todos aquellos sesgos que puedan ocurrir en el Banco Central, sin ninguna discriminación ideológica y sin juicios que se extiendan más allá del psicológico que es el que atañe a este trabajo.

3.3.1 Sesgos de un Banco Central conservador

“La irresponsabilidad no es asumir riesgos. La irresponsabilidad es analizar una situación y no asumir la cantidad adecuada de riesgo” Maquiavelo.

El análisis que hace Ángel Ubide⁵ en el libro *La Paradoja del Riesgo* tiene un carácter político-económico, pero entre líneas está lleno de apuntes psicológicos de los que pueden aflorar multitud de sesgos con el correcto enfoque. Estos son los que yo he extraído de la lectura de su libro y de algunos artículos que vendrán citados:

3.3.1.1 Aversión al riesgo

Una de las imágenes más universales del *Behavioral Finance* es la de la función de utilidad que representa cómo las pérdidas tienen más valor absoluto que las ganancias:

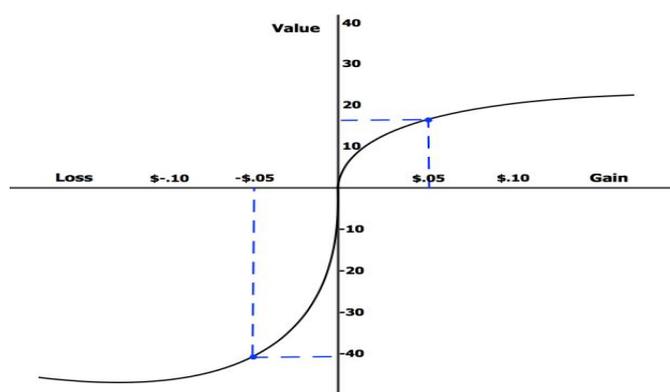


Ilustración 1

⁵ Director de estudios económicos en Citadel y ex miembro del grupo de expertos del PSOE.

Este gráfico fue utilizado por Kahneman y Tverski (1979) en la elaboración de la Teoría de las Perspectivas. En situaciones de incertidumbre las personas tienden a sobreponderar en sus preferencias las opciones cuyo valor sea más seguro, menospreciando así el valor de las opciones con menos probabilidades. La forma más fácil de entender esta teoría es con alguno de los múltiples experimentos que hicieron los dos autores: si se le ofrece a una persona la posibilidad de obtener 9€ con un 100% de probabilidad o la posibilidad de obtener 10€ con un 95% de probabilidad, lo común será que se decante por la primera opción a pesar de que la segunda tenga valor esperado superior ($0,95 \cdot 10 > 1 \cdot 9$).

El estudio de este sesgo ha tenido enorme aplicación en la inversión bursátil, donde el miedo a la pérdida impulsa a los inversores a tomar decisiones incoherentes si se tiene en cuenta el riesgo que asumen; pero también podemos encontrar situaciones parecidas en los bancos centrales.

Los reguladores de la política económica en 2009 se encontraron con una situación extrema: población sin ahorros ni puestos de trabajo, empresas y bancos quebrados y extinción masiva de la liquidez. Y así como en la década de los 50 las políticas expansivas de Keynes en EE.UU provocaron un enorme crecimiento gracias, en parte, al largo recorrido y potencial que la sociedad tenía por delante, en esta situación los bancos centrales parecían tener un similar escenario delante: una economía que reconstruir y un gran margen de actuación. Sin embargo, dominados por el legítimo aunque ciertamente injustificado miedo a una réplica superior al terremoto, decidieron en ese momento endurecer la política monetaria.

En ese momento (2009), el motor de las decisiones de los reguladores –especialmente europeos- no fue tanto la idea de que fuese necesaria una política monetaria estricta, sino las dudas de que las medidas pertinentes (y tanto eran así que al final hubo que llevarlas a cabo igualmente) no tuvieran una buena recepción política: en un primer momento, el BCE rechazó la medida de comprar activos soberanos bajo la influencia de la negativa alemana de relajar la política fiscal. Tanto la Reserva Federal como el BCE se posicionaron en contra de bajar los tipos de interés por debajo del límite inferior establecido, lo que según investigadores de la Fed (Gunt y otros, 2017), tuvo un coste del 30% del PIB mundial de ese año. La evaluación de rentabilidad/riesgo en este caso

estuvo sesgada por la aterradora posibilidad de una quiebra y la narrativa de “no sucederá bajo mi mandato”, de la que se hablará en el punto 4 de este apartado.

El símil con el inversor se acentúa en este caso: la misma aversión que le impide al inversor comprar activos que han sufrido caídas fuertes y en consecuencia le priva de aprovecharse de las futuras subidas, es la que sufrieron los banqueros centrales al retrasar lo máximo posible las medidas que darían pie al crecimiento económico, cuyo potencial en ese momento quedó menoscabado. Era, a todos los efectos, una situación dominada por la incertidumbre knightiana⁶, que cegaba la visión a largo plazo de los bancos centrales. Tal y como dijo el exsecretario del Tesoro de Estados Unidos, Timothy Geithner: “la incertidumbre está en el origen de todas las crisis financieras, y estas no terminan hasta que los gobiernos asuman los riesgos que los inversores privados no asumirán”. Prolongar la inacción frente a esta incertidumbre es el equivalente a dejar que una enfermedad se extienda sin intervención quirúrgica por el miedo a que esta última sea letal.

3.3.1.2. Prejuicio contra la deuda: el sesgo de disponibilidad de Grecia.

El psicólogo Norbert Schwarz analizó la heurística de la disponibilidad basándose en distintos experimentos (1991): imagínese el lector que le piden que haga una lista de seis ejemplos en los que se mostró firme y seguro de sí mismo, y a continuación evalúe en qué medida se siente seguro de sí mismo. Imagine ahora que le piden una lista de doce ejemplos en vez de seis, ¿cambiará la percepción de su seguridad? Schwarz imputaría a esta respuesta el número de ejemplos con los que ha dado y el tiempo que ha tardado en dar con ellos, de tal manera que un mayor número de ejemplos y menor tiempo empleado le haría sentirse más seguro que un menor número de ejemplos y mayor tiempo empleado.

El sesgo de disponibilidad impulsa a las personas a crear juicios genéricos basándose en ejemplos específicos recientes⁷. Es el motivo por el que la demanda de vuelos se reduce cuando hay un accidente aéreo o por el que un jugador de baloncesto decide tirar otro

⁶ Riesgo cuyo impacto y probabilidad no se pueden medir por falta de información.

⁷ Similar al sesgo de historia reciente que expuse en la lista de sesgos típicos de los inversores.

triple cuando acaba de encestar uno; o el motivo por el que el BCE tardó tanto en empezar el programa QE⁸ y bajar los tipos de interés.

El biógrafo de Alan Greenspan (ex presidente de la Reserva Federal), Sebastian Mallaby, expresó en uno de los documentos biográficos (Mallaby, 2016) la dependencia que, en última instancia, tienen los bancos centrales respecto a los legisladores y a los votantes a la hora de actuar. Así, para que la política monetaria pueda ser efectiva, debe tener la aprobación de quienes elaboran la política fiscal con el fin de que ambas puedan estar coordinadas.

En este sentido, en 2010, tras una modesta expansión fiscal coordinada, los gobiernos europeos –especialmente el alemán– abogaron por volver a la austeridad fiscal, repercutiendo negativamente en la eficacia de los programas del BCE, que por otro lado se sumó a la narrativa surgida a raíz de la quiebra de Grecia de que la deuda era un lastre para la economía. Mientras la Reserva Federal ya había empezado su primer programa QE y bajado los tipos de interés (diciembre de 2008), el BCE no solo estaba mermado e inhibido por el default de Grecia, sino que estaba actuando en contra de lo que más tarde admitirían que era lo necesario: subieron los tipos 25 puntos básicos por dos veces en 2011⁹.

Tal comportamiento estaba motivado por la narrativa de que la deuda era la causa de la quiebra de Grecia y, en consecuencia, sería la causa de la quiebra de toda Europa si se siguiese por ese camino.

Profesores y políticos alemanes demandaron en numerosas ocasiones al BCE ante el Tribunal Constitucional con el objetivo de impedir la relajación de la política monetaria, y si bien no lo consiguieron, sí lograron que el BCE tardara en empezar el programa QE y en decidir bajar los tipos. Lo que los reguladores parecían ignorar en ese momento es que ese retraso sería perjudicial y contraproducente incluso para aquellos que no querían aumentar la deuda: los ratios deuda/PIB aumentaron en virtud de la ralentización del PIB, debilitado por la falta de estímulos fiscales.

El sesgo de disponibilidad en este caso estaba potenciado por el carácter fatal de la narrativa: cuanto más aterradora sea la experiencia, mayor efecto y duración tendrá (Lo,

⁸ Expansión cuantitativa.

⁹ El tipo principal de refinanciación se subió en abril y julio de ese año.

2017), de tal modo que el miedo a convertirse en Grecia rebasó los límites racionales hasta el punto de querer evitar a toda costa cualquier similitud con la situación griega.

3.3.1.3. Casualidad, causalidad, y la necesidad de entender una historia

El filósofo y financiero Nassim Taleb explica en *El cisne negro* en qué consiste una falacia narrativa: es mucho más fácil entender una historia como consecuencia de una serie causal de acontecimientos, que como un simple resultado azaroso, por lo que las personas, en su intento de dar sentido a sus análisis, acostumbran a encontrar causas necesarias como el talento o la estupidez a desenlaces arbitrarios o aleatorios. Taleb atribuye a la contingencia un enorme poder explicativo, y señala que este es ignorado constantemente por las personas.

Kahneman (2011) también dedica buena parte de su investigación al impulso humano de crear juicios basados en escasa información y abundante imaginación: WYSIATI. Este acrónimo con aspecto de pescado japonés él lo utiliza repetidamente para explicar este sesgo: *What You See Is All There is*. Las personas creen que la información que tienen es exhaustiva –o por lo menos suficiente- porque no suelen analizar qué porcentaje del total desconocen. En consecuencia, si se encuentran con una historia inconsistente a priori con la información que tienen, no tendrán ningún problema en relacionar todo lo que tengan a disposición para darle coherencia.

En el punto anterior se ha explicado la consecuencia del sesgo de disponibilidad: dar prioridad a los sucesos recientes y llamativos para generar juicios. En este punto pretendo explicar una de las causas de este sesgo: por qué los políticos y economistas se rindieron ante la idea de que la política expansiva acabaría con la economía.

En los primeros años desde el origen de la crisis (2008-2011), el constante rechazo a relajar la política monetaria y expandir la fiscal provocó que reguladores y políticos encontraran causas infundadas para no aceptar la nueva realidad.

En primer lugar, los reguladores estaban anclados al periodo anterior a la crisis (1985-2007) donde la labor de los bancos centrales era sencilla y lineal. Fueron los años de la economía NICE¹⁰, donde los ciclos económicos eran mansos y de impacto predecible. Llegado 2008, la tranquilidad de ese periodo se evaporó de golpe, pero los anclajes mentales se mantuvieron: bajar los tipos en ese momento 50 puntos básicos parecía un disparate. Acostumbrados a hacer bajadas de tipos muy graduales y a dejar que pasara el tiempo necesario para que la economía real los absorbiera, los banqueros centrales no concebían una bajada drástica aun cuando la situación fuese extrema. Este anclaje mental fue la primera piedra sobre la que se construyó el resto de narrativas.

Además, en la memoria de muchos economistas y banqueros centrales estaba el recuerdo de 1998, cuando la Reserva Federal bajó los tipos de interés 75 puntos básicos como medida de prevención tras la crisis en los mercados emergentes y la quiebra del fondo de cobertura LTCM, solo para darse cuenta más tarde de que esos sucesos apenas afectaron a la economía estadounidense y que la bajada de tipos fue un error. Sin la certeza de que la nueva situación no fuese distinta a la del 98, muchos banqueros centrales veían precipitado tomar decisiones sin esperar a que se mostrase totalmente necesario.

Los políticos, por otro lado, rehuían de tener que vender el discurso de utilizar dinero público para rescatar a los grandes bancos, por lo que se aferraron a la austeridad bajo el pretexto de que la elevada deuda provocaría una crisis fiscal. Una de las investigaciones que más caló en ese momento fue la de Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff (2009) que sugería que ratios de deuda por encima del 90% del PIB eran letales para la economía. No importó que se demostrara que el estudio tenía errores y que la evidencia obtenida no suscribía todas las conclusiones inferidas¹¹.

Según Ubide (2019), los intereses políticos –conservar su reputación y no asumir culpa alguna– fueron determinantes para aceptar todas las narrativas en contra de la expansión monetaria, a la que se sumaron en un primer momento los reguladores. Fue una situación de *razonamiento motivado* (Epley y Gilovich, 2016) donde lo esencial era

¹⁰ No inflacionaria, continuamente en expansión.

¹¹ Los errores del estudio fueron de carácter sorprendentemente amateur: omitieron datos en el modelo, eligieron una extraña metodología estadística de dudosa credibilidad y modelizaron mal en Excel.

encontrar causas para defender el atractivo argumento de austeridad, y rechazar cualquier alternativa que entrañase un mínimo de riesgo.

Si bien antes he mencionado la propuesta de Kahneman sobre la facilidad que tienen las personas para generar juicios en base a información insuficiente, también Cialdini explica en su libro *Pre-suasión: un método revolucionario para influir y persuadir* (2017) el poder explicativo que tiene aquello que está en el foco: basta con prestarle la atención suficiente a una posible causa para otorgarle a esta toda la responsabilidad del suceso. En este caso, los políticos europeos alertaron constantemente del presunto peligro de la política expansiva hasta que el mensaje acabó cuajando en la regulación monetaria (es necesario recordar aquí que el BCE no bajó los tipos hasta 2011; y eso sí, después de dos subidas ese mismo año).

3.3.1.4. *Skin in the game*

Otro de los conceptos por los que Nassim Taleb se ha ganado el reconocimiento del sector financiero es el que da título a este punto. Taleb quiere explicar con él la importancia de alinear las consecuencias de cada acción con la situación de quien decide llevarlas a cabo, de tal manera que participe de las pérdidas o de los beneficios por igual forma. En definitiva: estar expuesto a la realidad.

La situación de los banqueros centrales es muy particular en este sentido. Su exposición a sus propias acciones está muy desequilibrada: es muy alta cuando las consecuencias son negativas y muy baja cuando son positivas. La estabilidad monetaria se da por hecha, y una buena gestión no les repercute en ninguna dirección; pero una alta inflación –sea cual sea la causa- puede costarles el puesto de trabajo.

Cukierman (1992) evidenció la alta correlación que hay en los bancos centrales entre rotación de reguladores y alta inflación, pero es difícil determinar cuál es la relación de causalidad: ¿un banco central inestable provoca inflación, o la inflación provoca la rotación de los banqueros centrales? Ambas suposiciones parecen plausibles. Por ello, y como continuación del estudio, Dreher, Sturm y De Haan (2008) analizaron qué factores políticos y económicos tenían más probabilidad de provocar el cese de un banquero

central, sirviéndose de datos de 137 países distintos, para concluir finalmente que la inflación sí aumentaba la probabilidad de que un banquero central perdiera su trabajo.

Este hecho puede provocar una desviación en los bancos centrales, donde el conservadurismo será por lo tanto más agradecido. Los banqueros centrales encontrarán muchos más motivos para no arriesgarse que para hacerlo. Y como consecuencia de esta situación, pueden aparecer otras narrativas:

En un escenario que puede desembocar como catastrófico es más fácil que en los bancos centrales se adopten narrativas de “no sucederá bajo mi mandato”, donde la máxima prioridad sea evitar el desastre, sea cual sea su probabilidad y sean cuales sean las consecuencias de ese miedo vestido de prudencia.

De igual manera, esta tendencia a ser conservador favorece la narrativa de “parece inteligente ser pesimista”: imaginándose en el horizonte hasta la propia disolución del euro, los banqueros centrales creyeron estar actuando con medida y cautela. Por supuesto, esta prudencia estaba en consonancia con sus propios intereses profesionales: “ser optimista y equivocarse pone en peligro la carrera profesional; ser pesimista y equivocarse se considera una gestión de riesgos prudente” (Ubide, 2019). Aun cuando estuviesen actuando con independencia de sus intereses, o atendiendo a ellos, estaban en ambos casos sesgados de una manera (aversión al riesgo) u otra (ausencia de alineación de intereses).

3.3.1.5. Conclusión

La Paradoja del Riesgo es el libro que he citado al principio de este apartado como hoja de ruta del mismo. Si he conseguido explicar bien las posibles heurísticas de un banco central excesivamente conservador, el lector probablemente sea capaz de entender por qué Ubide eligió titular así su libro.

La paradoja se produce en el momento en el que, por querer asumir el menor riesgo posible, se crea una situación de mayor riesgo del que se quería evitar. Tiene que ver, por ejemplo, con la aversión a la pérdida de los inversores que, por no querer asumir sus pérdidas, son incapaces de liquidar su posición, arrastrándole ello a mayores pérdidas. En este caso, los banqueros centrales permitieron la creación de una situación potencialmente peligrosa mediante su inacción frente a la incertidumbre. La negativa a subir los objetivos de inflación o iniciar el programa QE (en el caso del BCE) pudo

haber sido muy perjudicial si se hubiese prolongado en el tiempo, pues no en vano ya tuvo efectos dañinos en el tiempo en el que se mantuvo: al artículo que cité al principio, donde a las dudas iniciales sobre la adopción de la política expansiva se le atribuían un 30% de la contracción del PIB mundial de 2009, se le suma, entre otros, el artículo de Blanchard, Lorenzoni y L’Huillier (2017), quienes evidenciaron la negativa influencia que tiene para la economía un discurso pesimista sobre el futuro.

En definitiva, a un banco central excesivamente conservador se le acusaría de no haber asumido el suficiente riesgo como para que la economía se reactivase alcanzando todo su potencial. En esta excesiva prudencia podrían haber participado distintos factores, todos ellos motivados por sesgos de distinta índole.

3.3.2. Sesgos de un Banco Central Progresista

Este apartado parecerá una suerte de refutación al anterior, pero no pretende serlo. Como comenté anteriormente, el propósito de este trabajo es representar imparcialmente todas las posibles heurísticas que puedan ocurrir en los bancos centrales, sin hacer discriminación de ningún tipo. Aunque, a grandes rasgos, el periodo que voy a analizar en este apartado (2012-2017) sea posterior al del anterior apartado (2008-2011), puede parecer que los sesgos estudiados sean excluyentes entre sí, y tal vez lo sean. Sin embargo, lo que intentaré es ofrecerle al lector la libertad de elegir qué argumentos le convencen, sin necesidad de posicionarse en ningún bando ideológico. No obstante, es llamativo, y sobre todo indicativo que, sea cual sea el lado hacia el que se decante la balanza ideológica, los sesgos conductuales afloran por igual.

3.3.2 El ancla de la inflación

“Debemos considerar la posibilidad de que, a veces, la principal razón por la que una recesión es grave es la persistencia e intensidad de ciertas historias”. Robert Shiller.

El objetivo de inflación en torno al 2% puede haber significado un lastre para la economía europea. Las consecuencias de haber estado persiguiendo insistentemente esta evolución en los precios pueden haber sido peores que aquello de lo que se pretendía huir (deflación o hiperinflación).

Para ser exactos, y antes de nada, ese objetivo por sí solo ni siquiera ha llegado a existir: llegar a una inflación del 2% anual sería simplemente la verificación de la ansiada estabilidad de precios. Haber puesto el foco en ese porcentaje y no en la economía real es de lo que se le acusa a los bancos centrales en este apartado.

En primer lugar, el hecho de que la inflación se haya ido revisando repetidamente a la baja debería advertirnos de una posible obstinación con este indicador. Comprar deuda y crear excesos de liquidez serían los peajes que decidieron pagar los bancos centrales en el momento en el que fijaron el objetivo de la inflación en torno al 2%. Desde entonces, el peaje no ha parado de encarecerse en términos de riesgos/rentabilidad. Kenneth Rogoff¹² sostiene que “con la expansión cuantitativa valía la pena asumir el riesgo añadido que suponía tener más deuda a corto plazo. Sin embargo, a medida que la crisis se va mitigando, el cálculo de riesgos y beneficios cambia”.

La idea en este caso es que el BCE ha seguido ampliando su balance –hasta llegar al 35% del PIB de la zona euro¹³- en su ímpetu por conseguir la inflación deseada, sin atender a la acumulación del riesgo que ello conlleva. Es un sesgo de conservación. En el momento en el que la estimación de la inflación no se cumple –ni la del crecimiento-, y en el momento en el que los programas QE no tienen el efecto esperado, no se infiere sobre la pertinencia o el acierto de las medidas, sino sobre su potencia: los bancos

¹² Economista estadounidense con carrera en el FMI y en la Reserva Federal.

¹³ Datos oficiales del BCE.

centrales asumen que es un problema cuantitativo y no cualitativo, y deciden dar más fuelle al QE¹⁴.

Igualmente, el propio hecho de estar entendiendo a la inflación como una vacuna contra la deflación podría ser consecuencia de un anclaje en contra de la deflación. Un incremento de la productividad puede provocar deflación, y quizá uno de los motivos por los que los precios no se han inflado como se esperaba en estos años ha sido la tendencia deflacionaria de la economía de alta productividad en la que el mundo se ha encontrado en la última década. En este contexto, el miedo a una deflación viciosa y la persistencia a conseguir el 2% de inflación ha resultado en una economía *contra natura* donde los precios han evolucionado artificialmente en contra de su tendencia lógica.

Este anclaje bien podría encontrar origen en las distintas crisis deflacionarias, con la Gran Depresión como máxima representante. No obstante, tanto la deflación como la inflación son meros resultados de causas subyacentes, y son estas últimas las que deben ser valoradas: en el caso de las deflaciones “malignas” como la ocurrida en los años 30, las causas fueron la contracción del gasto y del consumo; mientras que las deflaciones “benignas” encuentran causa en la reducción de coste de los factores productivos, que repercute en el precio final. Temer a una deflación sin analizar qué es lo que puede provocarla es, por lo tanto, un error.

3.3.2.2. Ilusión de control y causalidad infundada (otra vez).

La política monetaria, tal y como el propio Draghi ha repetido varias veces, no es sino “un conjunto de medidas para ganar tiempo y permitir a los gobiernos y a otros agentes económicos solventar problemas puntuales” (Lacalle, 2017). No tiene la capacidad de resolver problemas estructurales y sus reguladores no deberían aspirar a ello. Creer que desde los bancos centrales se puede controlar la complejidad de la economía es, sencillamente, una ilusión. Y, como se espera haber evidenciado hasta ahora, los banqueros centrales son susceptibles de sufrir ilusiones como cualquier otro agente.

¹⁴ El QE inicial programado por el BCE tenía una duración de 18 meses y un importe de compras mensuales de 60.000 millones. La duración acabó siendo de 45 meses y el valor de las compras de activos ascendió a los 80.000 millones durante 10 meses. Datos extraídos de La Paradoja del Riesgo (Ubide, 2019).

Como apunté al principio del trabajo, la ilusión de control es capaz de hacer creer relaciones de causalidad inexistentes. En el mundo bursátil este sesgo lo sufren, por ejemplo, quienes creen que pueden manipular el precio de los activos comprando o vendiendo participaciones. En los bancos centrales, este sesgo lo sufren quienes creen que pueden motivar a los agentes económicos a comportarse del modo que ellos esperan:

El crecimiento que presuntamente crean los bancos centrales inyectando liquidez en la economía no es más que un efecto placebo (que además, consigue lo contrario a lo que se propone, como explicaré ahora). No crean riqueza, crean un efecto riqueza. El propósito de la expansión cuantitativa es incentivar la demanda; y la creencia de que desde la institución monetaria se puede motivar a las familias a dejar de lado sus propias percepciones sobre gasto y ahorro, y entregarse al consumo sistemático, es una ingenuidad. Lo que ocurre en esta situación es algo similar al dilema del prisionero:

Si todos los agentes se comportasen coordinadamente y confiaran el uno en el otro, sí tendría sentido incentivar la demanda. Si la crisis financiera no hubiese dejado ninguna secuela de desconfianza de los agentes en los mercados y en la solvencia, sí tendría sentido incentivar la demanda. Pero los agentes no se comportan racionalmente, y ni mucho menos confían en que los demás lo hagan, por lo que acaban abogando por la prudencia y el ahorro. La *forward guidance*¹⁵ no tiene el efecto esperado por la misma razón: a la hora de endeudarse, las familias no valoran el mensaje de tipos bajos y deuda barata que el BCE intenta transmitir, sino las percepciones de riesgo e insolvencia que una crisis financiera haya podido dejar (en España, por ejemplo, el mensaje de “estamos en crisis” perduró en el tiempo aun cuando el PIB anual crecía en un 4% (2015))

El error de los bancos centrales en este caso está en la creencia de que pueden controlar o motivar el comportamiento y no asumir que los agentes económicos, en última instancia, son libres (o esclavos de sus propias creencias y percepciones). Y si antes he apuntado que con estas medidas consiguen el efecto contrario al deseado, es porque al manipular artificialmente el valor del dinero generan escepticismo en la economía real, al tiempo que motivan a los inversores a crear burbujas y a provocar que la riqueza se

¹⁵ Herramienta que el BCE utiliza para incentivar el endeudamiento: indican que mantendrán los tipos bajos para que los bancos comerciales puedan asumir más riesgo con la certeza de que podrán financiarse a bajo coste.

acumule en activos financieros, sin que llegue a filtrarse en el resto de la estructura económica.

3.3.2.3. Conclusión

Un banco central excesivamente progresista estaría condicionado por la obstinación de conseguir una inflación del 2%, que sería merecedora de volúmenes de deuda abultados y excesos de liquidez. No repararía en el riesgo acumulado, en el comportamiento del resto de los agentes económicos ni en la inocuidad de sus medidas en la economía real.

Los sesgos de conservación y la ilusión de control les impedirían tener una visión panorámica de la situación, atrayendo toda su atención a la medida en que sus objetivos de inflación se cumplen y no a sus consecuencias colaterales.

Ensayo filosófico

En algún apartado rincón del universo centelleante, desparramado en innumerables sistemas solares, hubo una vez un astro en el que animales inteligentes inventaron el conocimiento. Fue el minuto más altanero y falaz de la historia: pero, a fin de cuentas, solo un minuto. Tras breves respiraciones de la naturaleza, el astro se heló y los animales inteligentes hubieron de perecer. Alguien podría inventar una fábula semejante pero, con todo, no habría ilustrado suficientemente cuán lastimoso, cuán sombrío y caduco, cuán estéril y arbitrario es el estado en el que se presenta el intelecto humano dentro de la naturaleza. Hubo eternidades en las que no existía; cuando de nuevo se acabe todo para él no habrá sucedido nada, puesto que para ese intelecto no hay ninguna misión ulterior que conduzca más allá de la vida humana. No es sino humano, y solamente su poseedor y creador lo toma tan patéticamente como si en él girasen los goznes del mundo. Pero, si pudiéramos comunicarnos con la mosca, llegaríamos a saber que también ella navega por el aire poseída de ese mismo pathos, y se siente el centro volante de este mundo. Nada hay en la naturaleza, por despreciable e insignificante que sea, que al más pequeño soplo de aquel poder de conocimiento, no se infle inmediatamente como un obre.

F. Nietzsche, 1873.¹⁶

Es cierto que este trabajo ha abanderado la imparcialidad desde el primer momento, pero habiendo llegado a este apartado, que pretende ser más crítico, es necesario tomar algún tipo de posición. El fragmento de texto recién expuesto va a dar fuerza a esa postura, que se construirá principalmente sobre la tesis de que los bancos centrales tienden a la sobreintervención en la economía.

Por supuesto que Nietzsche no estaba pensando en los bancos centrales cuando escribió este fragmento literario, pero la abstracción de ideas en este caso nos permite relacionarlo con lo que hasta ahora se ha escrito sobre la política monetaria.

Uno de los análisis del fragmento podría ser el siguiente: el ser humano cree que conoce; se cree sujeto de un conocimiento. Sobreestima el valor de ese conocimiento y

¹⁶ Extracto del texto *Sobre Verdad y Mentira en Sentido Extramoral*

cree, en consecuencia, que ese conocimiento le da poder. Se arroga facultades en virtud de ese conocimiento: cree, en el fondo y en última instancia, que ese conocimiento le da autoridad.

De este modo, es víctima de una ingenuidad expresada en dos creencias: una respecto al conocimiento, y otra respecto a él como sujeto del conocimiento. Ni el conocimiento es lo que él espera que sea, ni él es el sujeto sabedor que cree ser, de la misma manera que la visión de la mosca sobre su propio ser está terriblemente sesgada por sus propias percepciones. Los límites del conocimiento, al fin y al cabo, son invisibles, y el ser humano no puede esperar fijar el valor de su sabiduría en una escala donde no conoce los extremos: la medida en que su conocimiento sea válido o suficiente estará subordinada a la distancia que hay entre él y todo su potencial (desconocido).

Antes de aplicar el análisis del texto a los bancos centrales, es mejor explicar cuál es la tesis de todo el ensayo. Lo que se va a intentar defender es que los banqueros centrales sufren lo que a partir de ahora se va a denominar “sesgo del salvador”. Se quiere referir con ello a la tendencia que sufren los banqueros centrales a intervenir en el mercado monetario bajo el pretexto de que es *necesaria* su acción para el funcionamiento de la economía.

Es un sesgo que encajaría dentro de las críticas liberales a los bancos centrales, pero el enfoque en este caso es distinto: los liberales suelen criticar, entre otras cosas, que los reguladores tienen el propósito de quitar libertad económica a los individuos con el objetivo de ser ellos quienes puedan decidir sobre el funcionamiento de la sociedad. En este apartado, sin embargo, se intentará eximir en cierta medida a los reguladores al desproveerles de este propósito opresor: sus actos no son la consecuencia de una premeditada intención, sino un efecto indirecto del sesgo del salvador. Sus acciones no son la consecuencia de un deseo de que la sociedad les vea como salvadores (lo que efectivamente el liberalismo critica) sino de la propia percepción que ellos mismos tienen de ser esos salvadores.

Y en este sentido, el texto de Nietzsche no trata explícitamente la existencia de este sesgo, sino una causa que lo potencia: si el regulador se arroga la facultad de determinar qué es aquello que le conviene al mercado monetario es porque, entre otras cosas, está convencido de que su elevado conocimiento le valida. No solo cree que sabe, sino también que es su deber trasladar su sabiduría a la *praxis*.

Adam Smith refleja una idea parecida en un pequeño párrafo:

“El gobernante que intentase dirigir a los particulares en cuanto a la forma de emplear sus capitales, no sólo echaría sobre sí el cuidado más innecesario, sino que se arrogaría una autoridad que no fuera prudente confiar ni siquiera a Consejo o Senado alguno; autoridad que en ningún lugar sería tan peligrosa como en las manos de un hombre con la locura y presunción bastantes para imaginarse capaz de ejercerla”¹⁷.

Presuntuoso y loco serían calificativos que el enfoque de esta tesis sustituiría por ingenuo o crédulo. Quizá sería un error afirmar que no hay presunción en la arrogancia de la autoridad, pero es mayor error creer que el origen del problema se encuentra en esa presunción y no en su causa. Creer, en definitiva, que la cadena causal empieza en la presunción, y no en la ingenuidad.

Los sesgos no son intencionados, y el sesgo del salvador no va a ser menos: es la visión desenfocada de la realidad donde el sujeto cree tener más sabiduría de la que realmente tiene. Una sabiduría que, además, le legitima -o si acaso le obliga- a actuar a favor de la sociedad. En consecuencia, es absurdo acusar de presuntuoso a quien lo sufre, incluso aunque efectivamente lo esté siendo. Sería focalizar el diagnóstico en el síntoma y no en la enfermedad. En el momento en el que Draghi pronunció el famoso discurso (que para esta tesis sirve muy bien de refrendo) donde incluyó la frase: “haré todo lo que sea necesario, y créanme, será suficiente” no sería oportuno acusarle de presuntuoso, sino de ingenuo. Que esa ingenuidad tenga un coste y desemboque en negligencia corresponde ya a otro análisis.

Desentendiéndonos de la causa, vayamos otra vez al problema:

John Stuart Mill (2013) en su ensayo *Sobre la Libertad* le niega a todo agente externo a decidir sobre qué es aquello que más le conviene a los individuos, quienes, no en vano, son los mayores interesados en su propio bienestar: “El interés que la sociedad pueda tener en él es insignificante comparado con el que él mismo tiene”.

Friedrich A. Hayek (2011) igualmente critica que una autoridad tenga el poder de actuar a favor del bienestar social, en la medida en que para ello se tiene que fijar qué es el bienestar, y nadie está capacitado para sintetizar todos los intereses individuales en un agregado y determinar qué es el bienestar. Hayek entiende la demanda común de que

¹⁷ Extraído de *Camino de Servidumbre*, Hayek (1944)

exista una planificación en la economía, pero señala, con acierto, que no existe ningún consenso sobre cómo “traducir la demanda de un plan único en la materialización de un plan particular”.

Trasladando estas ideas a los bancos centrales, se puede percibir cómo en las instituciones monetarias consensúan unilateralmente sobre la conveniencia del consumo y del ahorro individual, obligando –o por lo menos impulsando indirectamente- al individuo a actuar en consonancia con la política monetaria.

Lo que en esencia están haciendo los bancos centrales es controlar la intensidad y duración de los ciclos, predicando el consumo y el ahorro en cada momento del ciclo. Y en semejante empresa no aceptan oposición alguna.

Las actuaciones de los bancos centrales deberían ser, por lo menos, objeto de cierto debate *efectivo*. Efectivo en la sencilla medida en que el actual no logra tener apenas repercusión: incluso cuando se encuentran con gran oposición política y mediática (como se hizo ver en el apartado de los sesgos de un banco central conservador), los bancos centrales logran finalmente imponer su voluntad. Y esta voluntad –y aquí la relación con el resto del ensayo- llega a ser tan grande e imparable como el sesgo del salvador les permita que sea.

Es cierto que este análisis se puede extender al resto de la política, y que en principio una crítica de este estilo a los bancos centrales debería ser igualmente una crítica a todo el sistema político y económico. Pero quizá exista una diferencia vinculante que permita que no se pierda la coherencia aun cuando no se extienda el análisis: en ningún aspecto de la política internacional existe un monopolio legal y económico como el que tienen los bancos centrales sobre el valor del dinero. Esto no sería tan determinante si el dinero no fuese el bien que más libertad otorga al individuo: más allá de ser un mecanismo de intercambio de bienes, subyace en él la capacidad de traducir los deseos y las prioridades de los individuos, lo que le confiere enorme utilidad, y en consecuencia, calidad de bien. El propio Hayek (2011) señala que “quien controla toda la vida económica, controla los medios para todos nuestros fines y, por lo tanto, decide cuáles de estos han de ser satisfechos y cuáles no”.

Ya quedan de esta manera analizadas las causas (sesgo del salvador) y las consecuencias (privación de libertad, autoridad absoluta) de la sobreintervención de los bancos centrales. Es pertinente ahora hacer algún tipo de recomendación o sugerencia.

Sería absurdo clamar contra los bancos centrales y acusarles de opresores o de intervencionistas -tal y como el liberalismo tiende a hacer- sin hacer un análisis de causa. No es coherente omitir el significativo hecho de que están respondiendo a un sentimiento del deber. Es cierto que este sentimiento no deja de ser una ficción subjetiva, un resultado de percepciones sesgadas, pero ello no le quita ningún efecto a su fuerza. Como señalé antes, es necesario diagnosticar las causas, no los síntomas, y en este caso esa forma de analizar nos permite ver que los banqueros centrales son los titulares de un conocimiento que les legitima a actuar y regular la economía; y es la fortaleza hiperbólica de este sentimiento, y la sobreestimación de sus capacidades, lo que finalmente provoca el exceso de intervención, pero no ninguna previa y premeditada necesidad a imponerse.

De hecho, en este caso sí que me tomo la libertad de extender el análisis político: en la inmensa mayoría de conflictos políticos se puede encontrar a dos grupos, como mínimo, que creen estar actuando con justicia, y poco ayudan –si es que no perjudican- las acusaciones y reprimendas morales que acostumbra a haber entre ellos, en las que se cree o se intenta hacer creer que unos son los hacedores del mal y otros los protectores de él. Un poco de rigor analítico y, sobre todo, un poco de perspectiva panorámica, puede otorgar mucho más pragmatismo al análisis, que no debe quedarse en el sencillo y lineal escenario de los hechos, sino que debe atreverse a dar el salto al enrevesado de las causas. Quizá de esta manera se pueda inferir, acertadamente o no –de momento eso será lo de menos-, en sesgos como el que se ha intentado exponer en este ensayo.

De otra manera, no solo se estaría ignorando estos sesgos, sino que se les estaría dando todavía más fuerza. Los discursos agresivos acentúan la rivalidad ideológica y potencian y favorecen la aparición de sesgos, cuya existencia está altamente correlacionada con la fuerza de las pasiones y emociones en los individuos. Mantener con vehemencia una postura crítica sin reparar en el subyacente es, también, un sesgo de conservación que desvirtúa el análisis.

Aun con todo, esto último no debe causar una malinterpretación de este ensayo: ni pretende ser una redención para los banqueros centrales, ni una refutación a los liberales

o a cualquier colectivo que les critiquen. El propósito es alumbrar el sesgo del salvador y, sobre todo, dar constancia de la necesidad que hay de impersonalizar la política: restringir el efecto que las pasiones puedan tener en la gestión y, si fuera necesario, restar poder a aquellas instituciones cuyo funcionamiento esté condicionado por estos sesgos, como pueda ser el caso de los bancos centrales.

De hecho, quizá como resultado de esta necesidad de limitar las acciones de la política monetaria -lo que da cierta validez al análisis, en la medida que demuestra que existe este problema- se crearon las criptomonedas. La aparición de las criptomonedas no ha sido casual: responde, igual que Internet, a la tendencia universal de liberalizar la sociedad.

Tanto es así, que algunos economistas liberales predijeron su aparición cuando Internet era más un proyecto que una realidad. En una entrevista sobre la tecnología y el *anti-trust*, Milton Friedman (1999) se pronunció en este sentido: “Lo único que falta pero que pronto será desarrollado es un *e-cash* (dinero electrónico) de confianza. Un método donde se pueda comprar en internet y transferir fondos desde A a B sin que A sepa quién es B y viceversa. Una manera en la que yo pueda pagar una cuenta de 20 euros y no haya ningún registro que indique de dónde viene ese dinero. Algo así se desarrollará en internet”.

Las criptomonedas y la creciente potencia de las críticas a los bancos centrales permiten vislumbrar un nuevo horizonte –si acaso un final- para la política monetaria. El paso del tiempo dará la respuesta a la pregunta de si los bancos centrales pueden sobrevivir a sus propios demonios.

Reflexión y conclusión

Un Trabajo de Fin de Grado, según creo, suele tener un carácter específico: con el propósito de dar con algún resultado innovador, los autores buscan profundizar en una pequeña arista de un cubo disciplinario. Una elevada especificidad, al fin y al cabo, es una manera sencilla (que no fácil) de conseguir aportar valor, tanto en el mundo académico como –cada vez más– en el laboral. No debería extrañar, por lo tanto, que exista una tendencia a esta forma de conocer o de aproximarse, tanto más cuanto se ha mostrado terriblemente exitosa en los últimos dos siglos.

Sin embargo, existe un riesgo sistemático en este saber: en la profundidad de un abismo no hay sino ceguera y oscuridad. El entendimiento surge en el momento en el que se vislumbran las relaciones de causas y efectos, pero en la más profunda especificidad no existe luz alguna que pueda alumbrar estas relaciones: nos encontramos hechos aislados, condenados a la disonancia y a la independencia. Realizados los descubrimientos, nos vemos incapaces de encuadrarlos y de darle, siquiera, una mínima utilidad.

Por otro lado, el saber universal, quizá por un sentido estético, abandona el deseo del pragmatismo para poder tener una visión panorámica y paisajística en la que se pueda percibir la armonía y el orden de los sucesos. El conocimiento deja de ser un medio y se convierte en un suficiente fin. Como beneficio colateral de esta búsqueda del saber, no obstante, surge el entendimiento de los engranajes y su dependencia: la repetición de patrones y las inducciones permiten sacar leyes universales.

El doctor y profesor de la Universidad Pontificia Comillas, Carlos Blanco, publicó recientemente una obra (2019) dedicada a Athanasius Kircher, un jesuita alemán del siglo XVII que dedicó su vida a satisfacer su extensa curiosidad intelectual: fue matemático, geólogo, lingüista, arqueólogo, aventurero, inventor... Calificado como uno de los últimos sabios universales, Kircher confiaba en poder lograr sintetizar todas las disciplinas en un único saber.

Este Trabajo de Fin de Grado tiene ese carácter universalista, o por lo menos así he pretendido que sea. La propia disciplina de *Behavioral Finance* ya es muy versátil, pero al agregado de psicología y economía este trabajo ha intentado incorporar, además, política y filosofía.

El evidente riesgo en este caso era perder demasiada profundidad y que el análisis resultase estéril y superfluo, pero creo que se ha logrado sortear. Los objetivos planteados al principio se han logrado en buena medida: se ha analizado a los bancos centrales desde un enfoque conductual y han surgido sesgos propios de esas instituciones (como el sesgo del salvador) y comunes a otros agentes (como la aversión al riesgo o el sesgo de disponibilidad). Las conclusiones obtenidas están en consonancia con la literatura de la disciplina *Behavioral* y con las críticas a la política monetaria desde ambos bandos ideológicos: conservador y progresista. Además, se ha logrado hacer una relación, a priori inexistente, entre un texto epistemológico y la gestión de la política monetaria.

Sin embargo, el motivo de orgullo y por el que califico de exitoso este trabajo no es la consecución de sus objetivos, sino el acierto de la metodología. Haber conseguido dar coherencia y sentido a la heterogeneidad de la literatura empleada ha significado para mí el mayor logro. La inducción y síntesis entre distintas disciplinas ha proporcionado, finalmente, resultados sensatos.

Con suerte, este trabajo pueda servir de modelo o si acaso de incentivo para motivar el uso de enfoques más generales a la hora de aproximarse a una cuestión inexplorada. No solo puede llegar a ser más efectivo, sino que seguro será para el autor mucho más divertido.

Bibliografía utilizada

- Blanchard, O. J., L'Huillier, J.-P., & Lorenzoni, G. (2013). News, Noise, and Fluctuations: An Empirical Exploration. *American Economic Review* , 3045-3070.
- Blanco, C. (2019). *Athanasius*. Madrid: Didacbook.
- Cialdini, R. (2016). *Pre-suasion: A revolutionary Way to Influence and Persuade*. Nueva York: Simon & Chuster.
- Corredor, P., Ferrer, E., & Santamaría, R. (2013). Investor sentiment effect in stock markets: Stock characteristics or country-specific factors? *International Review of Economics & Finance* , 572-591.
- Cukierman, A. (1992). Measuring the independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review* , 353-398.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1990). Do Security Analysts Overreact? *American Economic Review* , 52-57.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1984). Does the Stock Market Overreact? *The Journal Of Finance* , 793-805.
- Dreher, A., Sturm, J.-E., & De Haan, J. (2008). Does high inflation cause central bankers to lose their job? Evidence based on a new data set. *European Journal of Political Economy* , 778-787.
- ECB. (12 de febrero de 2019). *www.ecb.europa.eu*. Recuperado el 24 de mayo de 2019, de *www.ecb.europa.eu*:
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.annualaccounts2018~cd3eabaa40.es.pdf?8fa92a125426e77785ebb781c7376a81>
- Epley, N., & Gilovich, T. (2016). The mechanics of Motivated Reasoning. *Journal of Economics Perspectives* , 133-140.

- Epley, N., & Gilovich, T. (2017). The Mechanics of Motivated Reasoning. *Journal of Economics Perspectives* , 133-140.
- Gust, C. (2017). The Empirical Implications of the Interest-Rate Lower Bound. *American Economic Review* , 1971-2006.
- Hayek, F. (2011). *Camino de Servidumbre*. Madrid: Alianza editorial.
- Kahneman, D. (2011). *Pensar Rápido, Pensar Despacio*. FSG: Nueva York.
- Kahneman, D., & Tverski, A. (1979). Prospect theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica* , 263-291.
- Lacalle, D. (2017). *La Gran Trampa*. Barcelona: Planeta.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, W. R. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal Of Finance* , 1541-1578.
- Lo, A. (2017). *Adaptive markets: Financial evolution at the speed of thought*. Nueva Jersey: Princeton University Press.
- Magnuson, N. (2011). The Role of Expectations in Value and Glamour Stock Returns. *Journal of Behavioral Finance* , 98-115.
- Mallaby, S. (2016). *The Man Who Knew: The Life and Times of Alan Greenspan*. Nueva York: Penguin Press.
- Mill, J. S. (2013). *Sobre la libertad*. Madrid: Alianza Editorial.
- Nietzsche, F. (2017). *Sobre Verdad y Mentira en Sentido Extramoral*. Madrid: tecnos.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Nueva Jersey: Princeton University Press.
- Schwarz, N. (1991). Ease of Retrieval as Information: Another Look at the Availability Heuristic. *Journal of Personality and Social Psychology* , 195-202.
- Shiller, R. (2015). *Exuberancia Irracional*. Barcelona: Planeta.

- Taleb, N. N. (2008). *El cisne negro: el impacto de lo altamente probable*. Barcelona: Planeta.
- Taleb, N. N. (2018). *Skin in the Game*. Nueva York: Penguin Random House.
- Thaler, R. (2015). *Misbehaving*. Nueva York: W. W. Norton & Company.
- Thaler, R. (2008). *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*. New Haven: Yale University Press.
- Ubide, Á. (2019). *La Paradoja del Riesgo*. Barcelona: Planeta.
- Union, N. T. (9 de agosto de 1999). *www.ntu.org*. Recuperado el 24 de mayo de 2019, de *www.ntu.org*: <https://www.youtube.com/watch?v=mlwxdyLnMXM>