

## CONFERENCIA

Journal of the European Economic Association-Fundación BBVA

*Experiencia, sesgo y pericia: cómo el efecto experiencia condiciona la toma de decisiones incluso entre los expertos*

**IMRAN RASUL:**

**Catedrático de Economía, University College de Londres**

**Codirector del Centro de Análisis Macroeconómico de Políticas Públicas del Consejo de Investigaciones Económicas y Sociales (ESRC), Instituto de Estudios Fiscales, Reino Unido**

El ciclo de conferencias Journal of the European Economic Association-Fundación BBVA se ha convertido en una entrada destacada en el calendario académico de las conferencias inaugurales. Anualmente, la conferencia tiene lugar primeramente en las reuniones de ASSA, en enero, y más adelante durante el año, en la sede de la Fundación BBVA en Madrid.

La conferencia se publica como un artículo principal en un número del *JEEA* del año siguiente.

Permítanme decir unas palabras sobre esta revista. *JEEA* se creó en 2003 con el objetivo de convertirse en una publicación de interés general de primer nivel en el ámbito económico y en estos momentos se encuentra en camino de lograr este objetivo con una puntuación de influencia de los artículos cercana al nivel de algunas de las cinco principales revistas tradicionales. El plazo de entrega de las primeras presentaciones es de tres meses y las presentaciones de todos los campos y de todas las partes del mundo están aumentando.

Estoy orgulloso de dirigir un gran equipo editorial en la revista, apoyado con destreza por un consejo editorial formado por los mejores economistas del mundo.

Me gustaría aprovechar la oportunidad para recordarles que estas charlas están dirigidas a un público general y que las conferencias se dictan en todos los ámbitos de la economía.

La primera presentación del ciclo tuvo lugar en 2005 de la mano de Jean Tirole, a quien más tarde se le otorgó el Premio Nobel en 2014.

Nuestra ponente es catedrática de Finanzas en la Haas School of Business y ha sido coeditora de la revista *Economic Perspectives*. También ha sido coeditora de la revista *Economic Perspectives* y ha ganado varios premios. Tras doctorarse en 2002, ha publicado numerosos trabajos que han sido citados más de 20.000 veces.

Su trabajo ha sido muy instructivo y ha cubierto un amplio espectro de temáticas, entre las que se incluyen las finanzas corporativas, la economía conductual y los modelos económicos.

Estoy encantado de poder presentar nuestra conferencia de la Fundación BBVA de hoy titulada *Experiencia, sesgo y pericia: cómo el efecto experiencia condiciona la toma de decisiones incluso entre los expertos*.

Ulrike: el escenario es suyo durante los próximos 40 minutos aproximadamente y las preguntas se harán al final de su presentación.

**ULRIKE MALMENDIER:**  
**Catedrática de Finanzas y catedrática de Economía**  
**Edward J. y Mollie Arnold Chair**  
**Universidad de California en Berkeley**

Muchas gracias, Imran, por estas amables palabras de introducción.

Estoy encantada de estar aquí. Es una gran alegría y voy a entrar directamente en el tema que nos ocupa, la forma en que nuestra experiencia y pericia afectan a las decisiones que tomamos en economía.

Para empezar, hagamos un ejercicio de pensamiento mágico. Por ejemplo, que para finales de año se encuentre una vacuna efectiva que pueda recibir todo el mundo o, por ejemplo, que en algún momento volvamos a las mismas condiciones sociales y laborales que teníamos antes de la pandemia. Dicho de otra manera, las mismas condiciones macroeconómicas con las que estábamos familiarizados antes de la COVID.

En este hipotético escenario, surge una pregunta: ¿volveremos en algún momento a este mundo anterior que conocíamos antes de que el BCE tomara todas estas decisiones durante la pandemia?

Si nos centramos en el medio y largo plazo, no digo que los economistas neoclásicos no tengan razón cuando afirman que la situación anterior a la COVID no se volverá a repetir. Lo que digo es que, aunque nunca volvamos a ese mundo que conocíamos, el simple hecho de haber vivido esta crisis en concreto ya ha generado un cambio en nuestros patrones de pensamiento y capacidad para tomar decisiones. Así que incluso si volviéramos a esas circunstancias, sin duda nuestro proceso de toma de decisiones sería diferente.

En el modelo tradicional de toma de decisiones económicas, el proceso o las decisiones se basan en los conocimientos disponibles y las circunstancias que rodean la decisión no tienen ninguna importancia en la decisión resultante. Sin embargo, el hecho de que todas estas circunstancias se den en torno a un individuo, aunque el resto de variables permanezcan constantes, no debería afectar al proceso.

No obstante, los expertos afirman que estas experiencias afectan nuestro proceso de toma de decisiones en el largo plazo, siguiendo lo que los neurocientíficos llaman etiquetas sinápticas o etiquetado sináptico. Se trata de lidiar con la dicotomía de la economía tradicional contra la economía conductual.



Traducción:

Modelo conductual: realismo psicológico

- Maximizador de rentabilidad
- Creencias bayesianas
- Cognición perfecta
- » **Homo... ¿sapiens?**

pesimistas a pesar de la información disponible. Por lo tanto, no siempre aplicamos la misma fórmula para nuestras decisiones.

Con más frecuencia de lo que creemos, las emociones tienen una gran influencia en nuestras decisiones y esto afecta a las decisiones que tomamos. Los expertos tratan de reconciliar esta dicotomía entre la racionalidad del *homo oeconomicus*, cognitiva y bien informada, y los aspectos conductuales del *homo sapiens*, y bueno, no sé si somos tan *sapiens* como creemos. En cualquier caso, no estamos aquí para discriminar entre una teoría y la otra, sino para reconciliar los aspectos personales de dicho *homo sapiens* y cómo afectan a su toma de decisiones. Por lo que, para este propósito, y a la falta de un término mejor, me gustaría hablar sobre el *homo experiens*, sobre cómo las personas, habiendo vivido determinadas condiciones o circunstancias, aprenden de ellas y las introducen en sus patrones de pensamiento.

### Experience Effects: Disrupting the Dichotomy

Psychologically Realistic Dynamic Belief Formation

» **Homo experiens**

- *experiri, experiens*
- *ire* ⇒ *per* ⇒ *ex*

**Fear from the Great Depression** by Brianna Cole



- *experiri, experior, expertus sum*

Traducción:

Efecto experiencia: alterar la dicotomía

Formación de creencias dinámicas psicológicamente realistas

» **Homo experiens**

- *experiri, experiens*
- *ire* ⇒ *per* ⇒ *ex*

**Miedo por la Gran Depresión** (por Brianna Cole)

- *experiri, experior, expertus sum*

Por último, estas lecciones aprendidas parecen actuar como un camino conocido, como podemos ver en la imagen. Si recorremos el mismo camino un número determinado de veces, terminamos creando un camino o una senda que tendremos que seguir la próxima vez que vayamos por el mismo camino. Así que, mentalmente, damos por sentado que circunstancias similares nos llevarán a los mismos resultados.

Quisiera contrastar todos estos modelos anteriores con la nueva manera de pensamiento en la toma de decisiones económicas como si estuviera informada por lo que esta persona ha visto y vivido personalmente en su vida hasta ahora, además de todos estos valores económicos estándar. Así que déjenme enseñarles cómo pienso y mostrarles, por qué creo que esto es muy importante para mejorar nuestra comprensión de las decisiones económicas y financieras. Les pongo un claro ejemplo de los Estados Unidos: la depresión.

### A Famous Example (Malmendier and Nagel, QJE 2011)

*"I don't know about you, but my parents were depression babies, and as a result, avoided the stock market and all things risky like the plague."*



*Traducción:*

Un famoso ejemplo (Malmendier y Nagel, QJE 2011)

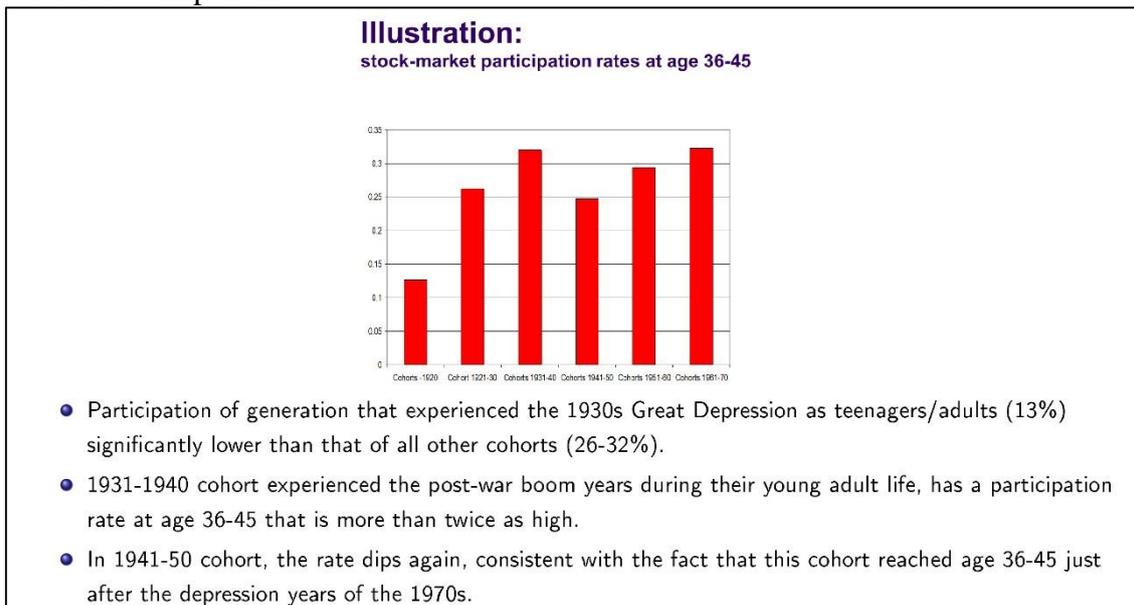
«No sé usted, pero mis padres eran bebés de la depresión, y como consecuencia de ello, evitaron el mercado bursátil y todas las situaciones arriesgadas como la peste».

En los Estados Unidos aún se oye a las personas hablar de cómo la generación de sus abuelos o tal vez de sus padres, dependiendo de dónde se encuentren en la generación de los bebés de la depresión, vivieron la Gran Depresión en los EE. UU. y, como resultado de ello, se dice que se volvió mucho más reacia al riesgo.

Evitaron, como en esta cita, todas las situaciones que pudieran resultar arriesgadas como la peste, y evitaron también el mercado bursátil. Buscaron trabajos seguros en lugar de luchar por la carrera de sus sueños, y eso se debe a que, o bien lo perdieron todo en la Gran Depresión, o al menos se enfrentaron a los titulares que aquí les muestro de varios periódicos de la época en que tuvo lugar el Gran Colapso.

Ahora, antes de que nuestra investigación empezara a indagar sobre ello, no sabíamos si se trataba de únicamente una idea extendida o si había algo de cierto en ello. No se

incorporó a los modelos económicos, pero aquí os muestro una simple ilustración muy verdadera e importante.



*Traducción:*

Ilustración: índices de participación en el mercado bursátil a los 36-45 años

- Participación de la generación que vivió la Gran Depresión de la década de 1930 siendo adolescentes/adultos (13 %), significativamente inferior con respecto a otros grupos (26-32 %).
- El grupo de 1931-1943 que vivió los años de auge de la posguerra durante su vida de joven adulto, tiene un índice de participación a los 36-45 años que es dos veces superior.
- En el grupo de 1941-50 el índice vuelve descender, lo que coincide con el hecho de que las personas correspondientes a este grupo cumplieron 36-45 años justo después de los años de depresión de la década de 1970.

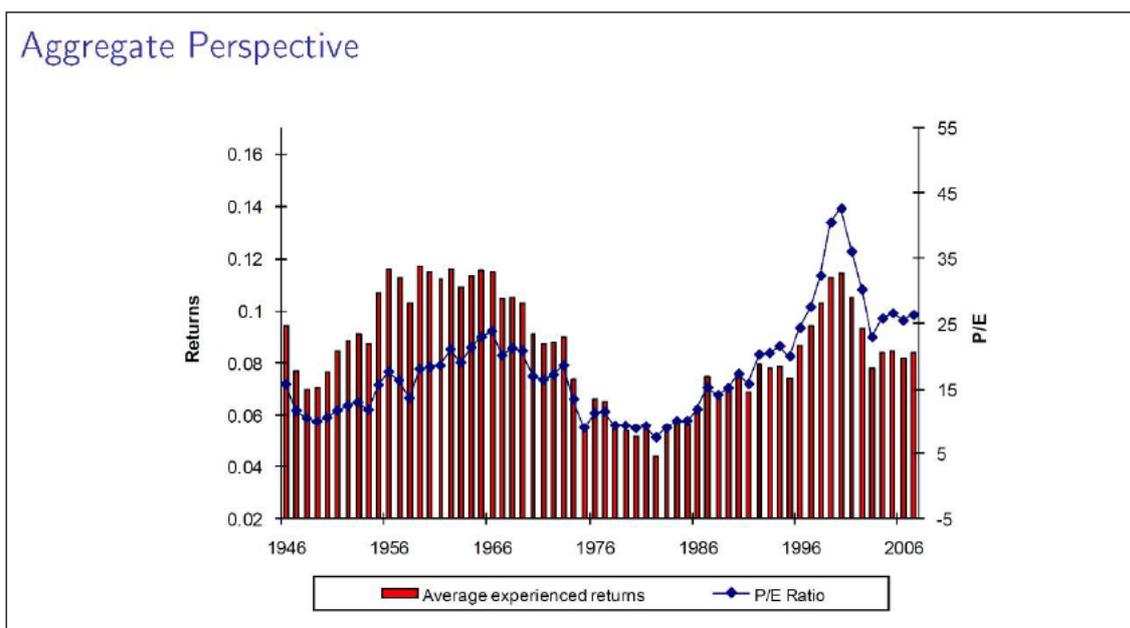
Así que antes de llevar a cabo cualquier análisis económico elaborado, me limitaré a mirar los datos en bruto sobre si la Gran Depresión afectó a la participación de las personas en el mercado bursátil. En las barras rojas les muestro a personas de entre 30 y 40 años y su tasa de participación en el mercado bursátil. Así que la primera barra de la izquierda muestra al grupo nacido hasta 1920, luego del 21 al 30, del 31 al 40, del 41 al 50 y así sucesivamente. Y, obviamente, se muestra una tendencia general al alza en la participación en el mercado bursátil de los EE. UU. como en muchos países, pero lo interesante aquí es que en la primera barra, que muestra la generación de las personas que experimentaron la Gran Depresión cuando eran adolescentes o adultos jóvenes, es significativamente más baja en un 30 % comparado con cualquier otro grupo, donde aproximadamente del 26 al 32 % de las personas participan en el mercado bursátil e invierten al menos un dólar en el mismo.

Ahora vamos a las dos barras de la derecha. La tercera, correspondiente al grupo nacido en los años 30, del 31 al 40, es el que experimentó el auge del periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial cuando eran adultos jóvenes, y tiene una participación dos veces superior.

La cuarta barra desciende ligeramente: es la correspondiente al grupo de las personas nacidas entre el 41 y el 50, que cumplieron entre 36 y 45 años tras los años de la Depresión

de la década de 1970. Lo que intento decir es que, incluso antes de aplicar nuestras técnicas de modelación y estimación econométricas mucho más detalladas, en los datos en bruto se vislumbra que lo que la gente ha visto que sucedía en el mercado bursátil creciendo en sus vidas hasta ahora tiene una influencia duradera en su decisión financiera.

Ahora —les ahorraré por hoy los detalles sobre la identificación y cómo mostramos exactamente que la experiencia personal es un factor determinante en la participación en el mercado bursátil— solamente les quiero mostrar una última gráfica.



Traducción: Perspectiva agregada

Ingresos / Precio/beneficio

Promedio de ingresos experimentados / Relación precio/beneficio

En este contexto, como el propio estudio revela, el peso de la experiencia personal se muestra en las barras rojas que incluyen los datos de la población de los EE. UU. por edad o generación y los acontecimientos históricos que han experimentado hasta ese momento. Esto incluye acontecimientos históricos relevantes en el país y el efecto de los mismos en los mercados bursátiles estadounidenses, incluyendo por supuesto el contexto histórico más reciente, que parece resultar más cercano en nuestras mentes.

Por lo que, para una persona de 75 años, la historia reciente puede parecer menos dramática porque todavía recuerda más conflictos. Y no resulta necesario aplicar mucha econometría en este caso para ver que estos también están muy correlacionados. Lo que significa que, cuando la población viva en este momento, y posiblemente activa en el mercado bursátil, ha visto en sus vidas hasta ahora principalmente mayor rentabilidad, sobre todo tendencias al alza en el mercado bursátil, es cuando la relación precio/beneficios aumenta, cuando las valoraciones de mercado son muy altas.

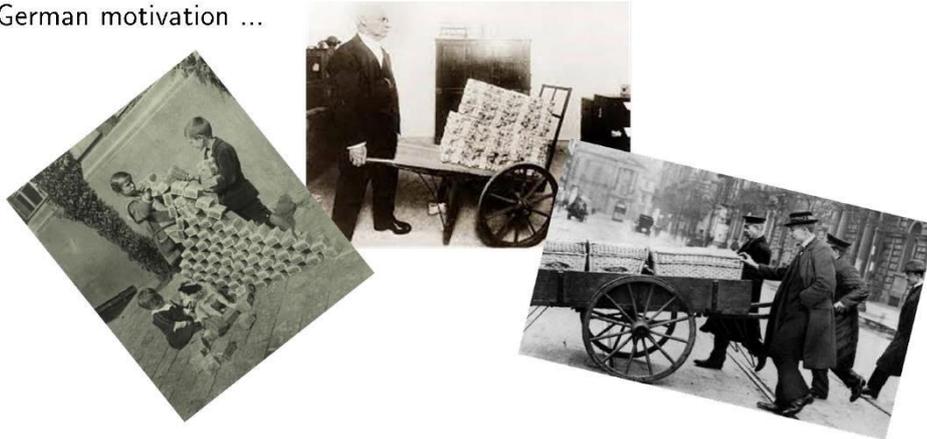
Sin embargo, si las personas viven en un momento en el que han sido testigos de bajadas, crisis, recesiones, incluso una Gran Depresión, y estas barras rojas son bajas, es cuando la relación precio/beneficios desciende, lo que significa que esta experiencia personal realmente influye en la valoración del mercado en general en un país. Así que creo que se

trata de una buena ilustración de lo importante que es para nosotros, los economistas, dejar de usar las variables económicas actuales únicamente para predecir el comportamiento o las expectativas sobre el futuro. Más bien, debemos observar el pasado y tener también en cuenta estas exposiciones.

## Inflation Experiences

Malmendier and Nagel (2016); Malmendier, Nagel, and Yan (2020)

- How do individuals form expectations about future inflation?
- A German motivation ...



*Traducción:*

Experiencias de inflación

Malmendier y Nagel (2016); Malmendier, Nagel y Yan (2020)

- *Cómo las personas crean las expectativas sobre la futura inflación*
- *Una motivación alemana...*

Otro ejemplo que personalmente me fascina como alemana es la inflación. Los alemanes son conocidos por preocuparse por la inflación, y no confiar en quien está dirigiendo el BCE en este momento, a menos que sea alemán y que entiendan de verdad lo importante que es combatir la inflación. Se preguntarán por qué es así. Conocen a personas que han argumentado que podría tener que ver con que todos nosotros hemos crecido viendo estas imágenes en los libros de texto de la época de la hiperinflación alemana, donde los niños jugaban con fajos de billetes y el dinero dejó de tener valor, y muchos alemanes perdieron gran parte de su riqueza.

No voy a estudiar esos incidentes históricos, sino más bien, utilizando de nuevo los datos de los EE. UU., que están disponibles desde hace varias décadas, tal vez incluso remontándonos un siglo, dependiendo de lo que están mirando, y hacerme la siguiente pregunta: «¿Las creencias sobre la inflación futura, sobre el futuro y el aumento de los precios reflejan lo que las personas han visto suceder en sus vidas hasta ahora?».

Resulta interesante que esta pregunta —aunque, como saben, no formaba parte de los modelos económicos formales hasta hace poco— estaba muy presente en las mentes de los presidentes de la Reserva Federal durante la última década.

## Inflation Experiences $\implies$ Inflation Beliefs

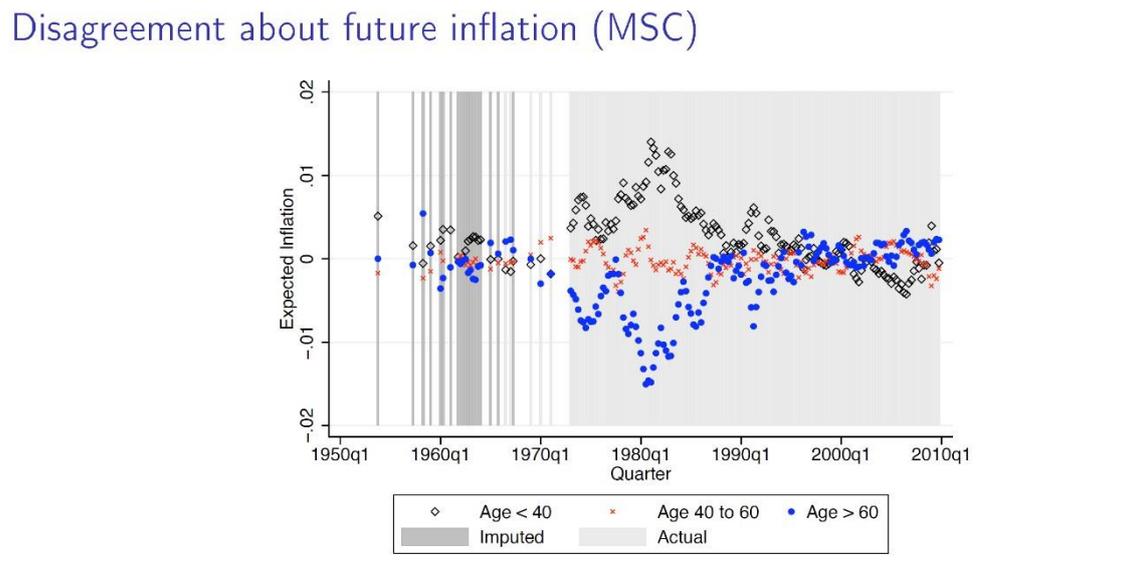
- **Paul Volcker (1979):** “An entire generation of young adults has grown up since the mid-1960s knowing only inflation, indeed an inflation that has seemed to accelerate inexorably. In the circumstances, it is hardly surprising that many citizens have begun to wonder whether it is realistic to anticipate a return to general price stability.”
- **Jay Powell (2019):** “You see inflation moving down, expectations move down and it’s been very, very hard for economies to get off that road once they’re on it. We don’t want to get on that road.”

### *Traducción:*

#### Experiencias de inflación $\Rightarrow$ Creencias de inflación

- **Paul Volcker (1979):** «Toda una generación de adultos jóvenes ha crecido desde mediados de los 60 conociendo solamente la inflación, de hecho, una inflación que ha parecido acelerarse inexorablemente. En estas circunstancias, no es sorprendente que muchos ciudadanos hayan empezado a preguntarse si es realista volver a la estabilidad general de los precios».
- **Jay Powell (2019):** «Ve cómo baja la inflación, disminuyen las expectativas y ha sido muy difícil para las economías salir de ese camino una vez que están en él. No queremos entrar en ese camino...».

Así, por ejemplo, en 1979 cuando Paul Volcker se esforzaba por combatir la inflación cada vez mayor de los años 70, que alcanzó su punto álgido en 1980 en los EE .UU., se preguntaba no sobre la política monetaria ideal en términos técnicos, sino sobre cómo convencer a una generación de este grupo de que, como adultos jóvenes, han crecido desde mediados de los años 60 conociendo solo la inflación, una inflación que sigue acelerándose, y se hacía la pregunta: «¿Cómo puedo convencer a estas personas de que resulta imposible volver a la estabilidad de los precios?». Se trata de una gran cita que les estoy resumiendo sobre lo que los modelos modernos de efecto experiencia tratan de explicar; que tanto si estás formado como no, o informado o no, el haber vivido personalmente un acontecimiento se queda contigo. Incluso hoy, Jay Powell hace comentarios similares a los de cualquier presidente o presidenta de la Reserva Federal.



*Traducción:*

Desacuerdo sobre la futura inflación (MSC)

Inflación esperada

Trimestre

Edad < 40

Edad 40 a 60

Edad > 60

Imputado

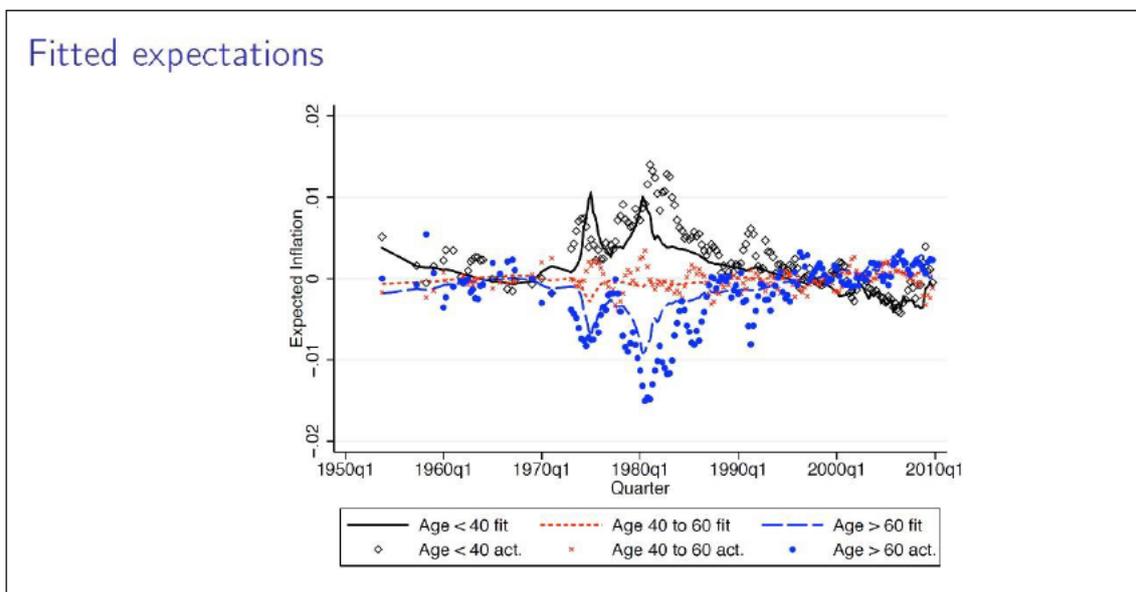
Real

Pero volvamos a los datos e intentemos ilustrar lo poderoso que es el efecto experiencia. Esta es la gráfica que muestra lo que las personas responden a la pregunta «¿Cómo será la inflación dentro de un año? En un año, dentro de un año, ¿los precios subirán, bajarán o permanecerán igual?». Y, si responden que subirán o bajarán, le preguntarán cuánto.

Como saben, si calculan el promedio de todas las personas que contestan a esa pregunta en la Encuesta de Consumidores de Míchigan, una de las mayores aquí en los EE. UU. y de mayor duración, observarían un cuadro diferente. Evidentemente verán —les estoy mostrando desde los años 50 hasta el 2010— que, en los años 70, a medida que la verdadera inflación seguía subiendo, también lo hacían las creencias de las personas. Temían una inflación para peor. Pero eso no es lo que les estoy mostrando ahora. Estoy dividiendo a las personas que responden a esta pregunta en jóvenes, de hasta 40 años, en personas de mediana edad, de 40 a 60 años y en mayores de 60 años. Así que la línea negra indica personas por debajo de 40, las cruces rojas a personas entre 40 y 60 años y los puntos azules a personas mayores de 60. Luego, calculo el promedio de lo que se ha contestado. Así que, de nuevo, todo el mundo sube en 1980 y, unos años más tarde, vuelve a bajar. No me interesa eso. Me interesan las diferencias entre estos grupos. Y lo que se ve es que los jóvenes y los mayores en ocasiones divergen mucho. Tomemos el año 1980 como referencia. Para entonces, los jóvenes han visto, como dijo Paul Volcker: «Nada más que inflación». Así que, mientras hacen un promedio de su experiencia personal, solamente hacen un promedio de la inflación, y como resultado, como ven, sus miedos a la inflación se disparan.

Pueden pensar en esta diferencia entre jóvenes y mayores con muchas variables de resultado que conocen. En España, el desempleo. Si los jóvenes solo han visto desempleo, este hecho determinará totalmente sus creencias. Pero las generaciones mayores ven el

aumento de la inflación en los EE. UU. en los años 70, como es obvio, pero ya lo habían visto en otras ocasiones, por lo que no son tan pesimistas y, de hecho, creen que la inflación es hasta tres puntos porcentuales más baja. Por lo que resulta interesante ver cómo se refleja esto en los datos en bruto, y eso es lo que puede encajar muy bien si se extiende un modelo basado en la experiencia.



Traducción: Expectativas ajustadas

Trimestre

Edad < 40 ajust.

Edad 40 a 60 ajust.

Edad > 60 ajust.

Edad < 40 real

Edad 40 a 60 real

Edad > 60 real

Así que, si se utiliza un modelo en el que se predicen las creencias de las personas en materia de inflación mediante determinantes estándar, se controla para la política monetaria, las variables macroeconómicas, se controla para todo tipo de variables personales que puedan ser de su interés, pero luego se incluye en esta regresión otra variable que no ha estado ahí antes de que este programa de efecto-experiencia comenzase, que es la inflación que la persona que está contestando a esta pregunta ha visto a lo largo de su vida hasta el momento, ¿verdad? Esta es la nueva variable adicional. Ponen esto y pronostican sus creencias basadas en la experiencia personal. Entonces tienen estas líneas aquí, que estoy superponiendo, con las que estoy superponiendo los datos en bruto. Así que la línea continua corresponde a las personas de hasta 40 años, la línea de puntos cortos roja a las personas entre 40 y 60 años y las líneas más largas en azul a las personas por encima de los 60 años. Pueden ver que estas experiencias personales explican en gran medida por qué una generación más joven, digamos de los años 70 a los 80, es mucho más pesimista que una generación mayor. Así que, como ya saben, tienen los dos picos de divergencia muy bien captados en este modelo y también obtienen una reversión de uso.

Así que en ocasiones la generación más joven tiene menos inflación aquí que la generación mayor, ¿verdad? Vemos entonces que se sigue invirtiendo. Sin embargo, lo que estaba sucediendo es que los modelos solamente tomaban al consumidor medio y trazaban, ya saben, sus previsiones y las relacionaban con algo. Se estaban perdiendo

estas grandes diferencias generacionales. Esta es la segunda pieza que les ofrece el aprendizaje basado en la experiencia.

### Inflation Experiences of Experts



- Henry (Heinrich) Wallich: Fed governor 1974-1986
  - ▶ Born in Germany in 1914 into a family of bankers.
  - ▶ Lived through Germany's hyperinflation in 1923.
  - ▶ Emigrated to the US in the 1930s.
- Wallich dissented 27 times (!) during his tenure on the Fed Board, the highest number of dissents in Federal Reserve history, **decades later**.

#### Traducción:

##### Experiencias de inflación de expertos

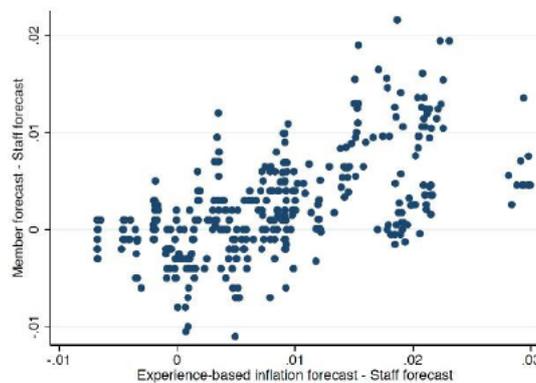
- Henry (Heinrich) Wallich: gobernador de la Reserva Federal entre 1974 y 1986
  - Nacido en Alemania en 1914 en una familia de banqueros.
  - Vivió la hiperinflación alemana en 1923.
  - Emigró a los EE. UU. en la década de 1930.
- Wallich disintió 27 veces (!) durante su mandato en el Consejo de la Reserva Federal, el número más alto de desacuerdos en la historia de la Reserva Federal, **décadas después**.

Muy bien. Así que ven cómo las experiencias personales tienen un impacto en las decisiones importantes, en las inversiones en el mercado bursátil, en las creencias del mercado bursátil y en la inflación. Y una cosa que quiero enfatizar, y que estaba en el nombre del foro de hoy, es que, cuando la economía conductual comenzó a tener más peso en la economía, a menudo pensamos en ello como errores o irracionalidades que los pequeños inversores individuales o consumidores podrían estar mostrando, pero en realidad una persona bien informada y con formación no mostraría estos sesgos. Y esto es algo que, como saben, muchas personas —entre las que me incluyo— han argumentado durante mucho tiempo, que es la forma incorrecta de pensar; que de hecho, los sesgos, como el exceso de confianza o la falacia del costo hundido, afectan a directivos inteligentes y exitosos, y a las grandes empresas, por ejemplo. Y lo mismo ocurre con el efecto experiencia. Así que permítanme comenzar con un ejemplo antes de generalizar. Mi ejemplo favorito a la hora de analizar los datos de inflación es, en realidad, un ejemplo alemán. Hay un hombre, Heinrich Wallich. Quiero decir, nació como Heinrich Wallich en Alemania en 1914 en una familia de banqueros. Creció de niño y joven en Berlín y vivió con su familia en Alemania en los años 30. Fue economista y gobernador de la Reserva Federal y fue un hombre muy influyente. Estuvo en el FMOE desde 1974 hasta 1986. Este hombre, habiendo experimentado la hiperinflación alemana, siempre estaba disintiendo. Todavía mantiene el registro de ver cómo funcionan las reuniones, a veces el presidente de la Reserva Federal le diría: «Creo que tenemos, ya sabes, que aumentar o disminuir la tasa de los fondos de la Reserva Federal», u otras medidas utilizadas en

diferentes momentos. Y Wallich en ocasiones disenta y decía: «No se preocupen tanto por el desempleo, etc. Tenemos que preocuparnos por la inflación. No tienen ni idea de cómo la inflación puede arrastrarlos y lo que provoca al resto del mundo». Así que creo que estos 27 disidentes son todavía la crónica de la historia de la Reserva Federal y estaba mostrando este comportamiento, ya saben, décadas después de su experiencia personal en Alemania.

Me gusta tanto este ejemplo porque era claramente un hombre muy inteligente y formado que, en términos de información disponible... me imagino que, sentado en la Reserva Federal, uno tiene todos los datos sobre inflación que quiere sobre la mesa y un equipo entero de gente trabajando para darle toda la información relevante que quiere tener en cuenta. Y, aun así, eso se quedó con él. Fue reconfigurado al vivir esa experiencia y volvió a pensar en las posibles consecuencias de la inflación.

### FOMC Members' Inflation Experiences and Forecasts



**Member forecast:** from semi-annual Monetary Policy Report to Congress, 1992 - 2004. **Staff forecast:** Greenbook forecast. **Experience-based forecast:** AR(1) model forecast estimated based on weighted life-time inflation data for each FOMC member.

*Traducción:*

Experiencias y previsiones de inflación del FOMC

Previsión de los miembros / Previsión del personal

Previsión de inflación basada en la experiencia / Previsión del personal

**Previsión de los miembros:** del informe semestral de política monetaria al Congreso, 1992-2004.

**Previsión del personal:** previsión del libro verde. **Previsión basada en la experiencia:** la previsión del modelo AR(1) estimado en base a los datos de inflación ponderada de por vida para cada miembro del FOMC.

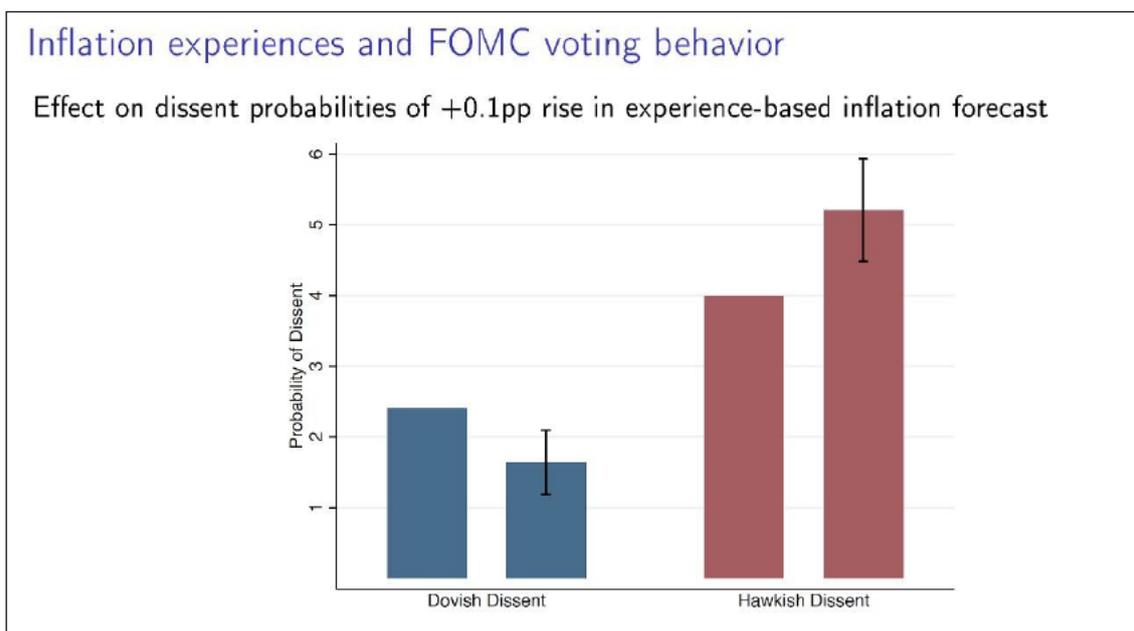
Ahora, si bien este es un famoso ejemplo seleccionado a dedo, quiero señalar que, como todos mis ejemplos anteriores, se puede trasladar a casos más generales. Así que, en este caso, no hago referencia a la población general de los EE. UU. —los dos estudios anteriores utilizaron datos de población de EE. UU.— y tengo varios estudios con datos europeos. La encuesta de Hogares y Consumo Europeo que el BCE está realizando, por ejemplo. No, estos datos son específicamente datos sobre los expertos, presidentes regionales de la Reserva Federal o gobernadores sentados en el FOMC.

Y para mostrar cómo este ejemplo se generaliza, aunque sea un poco menos drástico que el de nuestro disidente Wallich, veamos este gráfico. Lo que estoy dibujando es lo que los miembros del FOMC incluyen en su Informe de Política Monetaria semestral al

Congreso, donde se les requiere, entre otras cuestiones, que pronostiquen la inflación para el próximo año.

También se les preguntaron otros asuntos, pero eso es lo que estoy viendo para mantenerlo en paralelo con el análisis anterior, y estoy utilizando los datos de principios de los años 90 al 2004, y estos datos solamente están disponibles de forma individual después de una cierta demora. Antes de eso, se mantiene en el anonimato. De cualquier modo, aquí están los datos donde sé quién dijo qué, y estoy mostrando en el eje Y lo que el miembro pronosticó, normalizado por lo que el personal en su libro verde dijo que sería su pronóstico.

Así que, básicamente, la diferencia es que el hombre es particularmente pesimista con una inflación tan alta o más optimista con una inflación más baja si estamos en un periodo de alta inflación. Estoy trazando eso como se explica en el pronóstico basado en la experiencia de dicho miembro del FOMC, así que básicamente uno se pregunta, «Vale, ¿cuándo has nacido?» «¿1945? Bien». «¿Dónde has vivido?» La mayoría en los EE. UU., aunque hay algunos israelíes y alemanes... Y estoy calculando su exposición a la inflación durante toda su vida. Y cuando estoy trazando, ya saben, estos pensamientos. Una vez más no necesitan aplicar mucha econometría para ver una correlación muy positiva aquí, ¿verdad? Así que cuando más alta fue su experiencia personal con la inflación, más alto es el pronóstico de las futuras tasas de inflación que está haciendo. Y estos son los expertos del país. Ya saben, quieren explicar por qué están en desacuerdo a pesar de sus conocimientos expertos, educación superior, máximos logros... Bueno, miren lo que las personas han experimentado en sus vidas.



*Traducción:*

Experiencias de inflación y comportamiento de voto del FOMC

Efecto de las probabilidades de desacuerdo de un aumento de +0,1 puntos porcentuales en la previsión de inflación basada en la experiencia.

Probabilidad de disidencia

Disidente paloma / Disidente halcón

Y también pueden hacerlo en términos de disidencia. Entonces, ¿los miembros del FOMC están en desacuerdo con la propuesta del Presidente de la Reserva Federal? Bueno, sabemos que esto no es muy frecuente, especialmente en las últimas décadas, pero existe alrededor de un dos y medio por ciento de disidentes *palomas* y un cuatro por ciento de disidentes *halcones*.

Bueno, si comparo a las personas que están aproximadamente a una desviación estándar, una dentro de la desviación estándar del FOMC, alejadas unas de otras en términos de su experiencia personal de la inflación —y eso es bastante poco; quiero decir que a menudo son, ya saben, hombres mayores que han vivido en los EE. UU., así que no hay tanta variación con la que trabajar— vemos aun así, un aumento 1,1 puntos en la inflación experimentada personalmente y la probabilidad de hacer una disidencia de halcón aumenta en un cuarto a un tercio, mientras que la probabilidad de hacer una disidencia paloma disminuye en un cuarto a un tercio. Por lo tanto, vemos un impacto muy significativo y poderoso en su comportamiento de voto real, mientras está en el cuerpo central de toma de decisiones de la Reserva Federal en los EE. UU.

### Synaptic Tagging

(Cf. Laudenbach, Niessen-Ruenzi, Malmendier AEA P&P 2019; NBER WP 2020)



- Every time we have a **new experience**, our brain forms a connection between two neurons (synapse).
  - ▶ Synapses tell our body how to react to the world around us. They govern the way we **experience life**.
- The brain can reorganize pathways, create new connections, and even create new neurons (neuroplasticity) **in response to learning, experience, and memory foundation**
- Generally, young brains tend to be more sensitive and responsive to experiences than older brains. But the brain never stops changing.

*Traducción:*

Mercado sináptico (Cf. Laudenbach, Niessen-Ruenzi, Malmendier AEA P&P 2019; NBER WP 2020)

- Siempre que vivimos una **nueva experiencia**, nuestro cerebro crea una conexión entre dos neuronas (sinapsis)
  - La sinapsis dice a nuestro cuerpo cómo reaccionar ante el mundo que nos rodea. Controla la manera en la que **experimentamos** la vida.
- El cerebro puede reorganizar caminos, crear nuevas conexiones e incluso crear nuevas neuronas (neuroplasticidad) **en respuesta al aprendizaje, la experiencia y la formación de la memoria**.
- En general, los cerebros jóvenes tienden a ser más sensibles y receptivos a experiencias en comparación con cerebros adultos. Pero el cerebro nunca deja de cambiar.

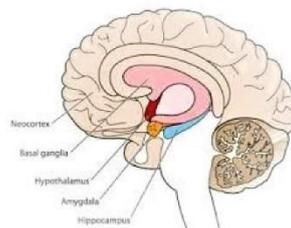
Creo que este último artículo resulta útil para transmitir que la forma en la que me gusta pensar sobre el efecto de la experiencia no trata de que las personas cometan errores o no estén lo suficientemente formadas sobre las probabilidades. Hablamos en términos de

recableado. Y, ¿qué quiero decir con esto? No soy neurocientífica, pero aquí les expongo todo mi conocimiento en pocas palabras.

Cuando caminamos por la vida creando nuevas experiencias, nuestro cerebro sigue formando conexiones; conexiones entre neuronas que se llaman sinapsis, y estas sinapsis básicamente controlan la forma en la que pensamos sobre el mundo que nos rodea.

Ahora sabemos que no solo los niños crean sinapsis como locos según van creciendo. No, mientras caminamos por la vida, nuestro cerebro nunca deja de cambiar y puede reorganizar los caminos, crear nuevas conexiones y sinapsis en respuesta a lo que observamos a nuestro alrededor, en respuesta al aprendizaje, a las experiencias y a la formación de la memoria.

## Synaptic Tagging



- How and how often we make an experience matters.
  - ▶ Repeated stimulation of hippocampal neurons can induce a prolonged increase in synaptic strength (long-term potentiation (LTP), Frey and Morris (*Nature* 1997, *Trends in Neuroscience* 1998))
  - ▶ Prior or subsequent “learned knowledge” has very limited power to undo the effects.
- Cf. literature on **trauma**: Synaptic changes caused by **traumatic stress** (Mahan and Ressler *Trends in Neuroscience* 1998, Zhang et al, *Front Psychol* 2020).

Traducción:

Marcado sináptico

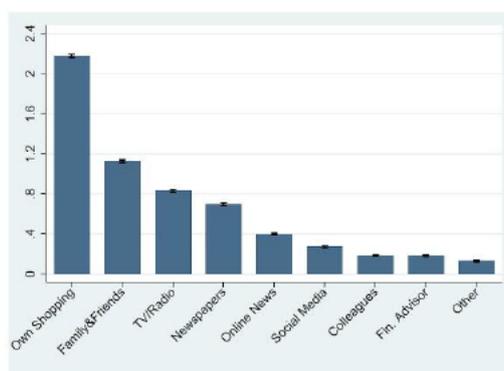
- Cómo y con qué frecuencia hacemos que una experiencia sea importante.
- La estimulación repetida de las neuronas del hipocampo puede provocar un aumento prolongado de la fuerza sináptica (potenciación a largo plazo (PLP), Frey y Morris (*Nature* 1997, *Tendencias en neurociencia* 1998)).
- Los «conocimientos adquiridos» anteriores o posteriores tienen un poder muy limitado para deshacer los efectos.
- Publicaciones cf. sobre el **trauma**: cambios sinápticos provocados por **estrés traumático** (Mahan y Ressler, *Tendencias en neurociencia* 1998, Zhang et al, *Front Psychol* 2020).

En concreto, desde los trabajos publicados a finales de los años 90, y cito el artículo de Frey y Morris en la revista *Nature* en 1997, hay mucho trabajo de seguimiento todavía en la actualidad. Es importante saber por cuánto tiempo y con qué frecuencia, intensidad y emociones creamos haciendo experiencias, que es algo que tenemos muy presente ahora en nuestra mente durante la pandemia. Por lo que la estimulación repetida, en concreto las neuronas del hipocampo, ya saben, el hipopótamo es el caballo y el campo es el monstruo marino en la imagen de la derecha del cerebro superior...

En cualquier caso, si las neuronas del hipocampo se estimulan de forma repetida, y también por un periodo más largo, esto puede llevar a algo que se denomina «potenciación a largo plazo», efectos duraderos y recableado duradero. Y el conocimiento aprendido al estar informado sobre la fórmula base y las probabilidades de que tenga lugar una nueva pandemia, una Gran Recesión, tiene poco que ver con el exceso de importancia que esto tendrá en nuestro pensamiento sobre el mundo mientras nosotros sigamos tomando decisiones. Así que las publicaciones relacionadas más cercanas a este concepto son, en realidad, las publicaciones relacionadas con el trauma. Los cambios sinápticos provocados por un estrés traumático muy fuerte permanecen con nosotros incluso cuando el trauma ha terminado. Así que alguien que regresa de una guerra, habiendo estado expuesto a bombardeos y su sonido, puede seguir reaccionando al ruido de un coche que suena parecido aunque, evidentemente, sabe racionalmente que «es muy poco probable que se trate de una bomba». Pero ha sido recableado, no puede actuar de otro modo y mi versión de eso es lo que creo que nos sucede mientras caminamos por la vida y acumulamos experiencias. Ahora podría decir, «Bueno, por un lado está hablando del trastorno de estrés postraumático y la guerra, o tal vez incluso de los efectos económicos dramáticos como la hiperinflación alemana y la Gran Depresión en su trabajo, o simplemente en esta charla sobre la pandemia. ¿Qué tiene que ver con las experiencias de inflación diarias, la exposición diaria a los altibajos del mercado bursátil? Bueno, los nuevos estudios científicos nos ayudan también en eso.

No existe únicamente un trauma con T mayúscula, como se suele decir, sino que existe también un trauma con t minúscula. La exposición y preocupación diarias por tener suficientes ingresos, la preocupación diaria por el combustible, la comida, los precios, el desempleo... también reconfiguran la forma en la que vemos el mundo, cómo pensamos sobre el mismo y todo ello reconfigurará nuestro pensamiento, aunque no sea el trauma, la gran experiencia traumática que puede venirnos a la mente mientras hablo de esta gran crisis macrofinanciera. Así que, permítanme ilustrar este último punto en mi último minuto. Si aún tienen paciencia conmigo, ¡un estudio más!

### Inflation beliefs and fears: Which Price Changes?



Source: Chicago Booth Expectations and Attitudes Survey

- Shopping = most important source of information when we asked for inflation expectations
- Own (and family) shopping cited much more than media, other sources

*Traducción:*

Creencias y miedos: ¿qué precio cambia?

Compras propias / Familia y amigos / TV/radio / Periódicos / Noticias online / Redes sociales /

Compañeros / Asesor financiero / Otros

Fuente: Encuesta de expectativas y actitudes del Chicago Booth.

- Compra = la fuente de información más importante cuando nos preguntan sobre expectativas de inflación.
- Compras propias (y familiares) mencionadas mucho más que los medios de comunicación, otras fuentes.

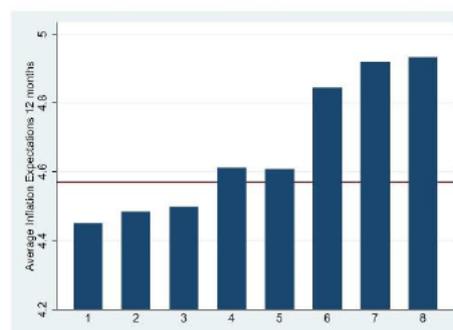
De nuevo, voy a utilizar las últimas creencias y temores sobre la inflación como ejemplo. Así que pueden ver que soy una alemana de verdad obsesionada con esto. Pero aquí hay un tipo de estudio diferente que ilustra el trauma con una T minúscula.

Participé en una encuesta reciente financiada por el Chicago Booth School of Business sobre expectativas y actitudes, donde planteamos numerosas preguntas sobre la inflación. Una de las preguntas que hicimos fue la siguiente. «Cuando le preguntamos cómo cree que será la inflación el próximo año, ¿en qué piensa en realidad?».

Pueden hacerse la pregunta ustedes mismos, si les piden que hagan un pronóstico de la inflación en España, por ejemplo, durante el próximo año, ¿en qué tipo de números y fuentes de información están pensando? En realidad, le ofrecemos una gran variedad de opciones diferentes, varias relacionadas con los medios de comunicación. Así que, en esta gráfica tenemos enumerados la televisión/radio, los periódicos, las noticias en línea, las redes sociales...

Después, tuvimos varias fuentes relacionadas con otras personas, información que otras personas nos proporcionaron: asesores financieros, compañeros, familia y amigos... y luego tuvimos sus propias experiencias de compra, sus propias compras, y lo que fue realmente interesante ver es que lo que más mencionaban eran sus propios comportamientos de compra, es decir, para la persona y su familia, más que cualquier otra opción. Está claro que esta es la fuente de información más importante: lo que las personas piensan cuando se les pregunta sobre sus creencias sobre la futura inflación.

### Variation in Grocery-Bundle Inflation → Variation in Inflation Expectations



Source: Chicago Booth Expectations and Attitudes Survey  
D'Acunto, Malmendier, Ospina, Weber (2020)

- Sort households into bins by grocery price changes.
- High-low portfolio: difference in expected inflation of 0.5 percentage points.
- Holds within hh + economically sizeable given inflation target of 2%.

*Traducción:*

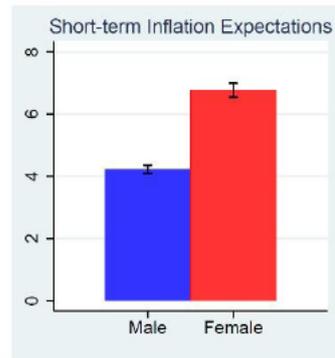
Variación en la inflación de la cesta de la compra → Variación en las expectativas de inflación  
Expectativas de inflación media 12 meses

Fuente: Encuesta de expectativas y actitudes del Chicago Booth D'Acunto, Malmendier, Ospina, Weber (2020)

- Clasificar los hogares en contenedores según los cambios de precio de la compra.
- Cartera alta-baja: diferencia en la inflación esperada de 0,5 puntos porcentuales.
- **Se mantiene dentro del hh** + económicamente considerable dado el objetivo de inflación del 2 %.

Así que, con esta información, puedes salir y decir: «Está bien, déjeme intentar medir lo que ha sido la inflación de su experiencia personal». Y esos resultaron ser datos que no existían anteriormente, pero fusionamos esta encuesta del Chicago Booth con los datos de Nielsen, una fuente de datos que algunos de ustedes saben que registra con exactitud lo que compra cada hogar, como muestra el ejemplo. Así que podrían escanear los resultados, ver exactamente cuántos plátanos, qué tipo de pan están comprando, en qué tienda, y todo con un nivel de rango excelente... Así, con estos datos a nuestra disposición, podemos calcular ya no la inflación general que había en el trabajo en el área en las que estaban viviendo en el momento en que los estábamos entrevistando, sino que podemos calcular su inflación personal. Podemos hacer como en la cesta de la compra, de la misma manera que se calcula la inflación general pero para ese hogar en concreto. Así que si consume más de un tipo de fruta o verdura, o un determinado tipo de leche que tiene un mayor aumento que el de otra familia, se tiene una mayor exposición a la inflación. Y luego, en esta simple gráfica de aquí —hoy estamos usando muchas gráficas que espero que sean muy ilustrativas y claras—, dividimos a todas las personas que han contestado a la encuesta en diferentes grupos, de uno a ocho, dependiendo de cuánta inflación experimentan personalmente. Así que el número uno hace referencia a los que experimentan una baja inflación personal en su cesta de la compra y luego se alinean hasta los que experimentan la mayor inflación en su cesta de la compra. Luego fusionamos estos datos con los de nuestra encuesta donde se les pregunta qué tan alta creen que será la inflación general en los EE. UU. durante el próximo año, y pueden ver de nuevo una correlación positiva muy fuerte. Cuanto más experimento personalmente la subida del precio de la leche, el pan y la mantequilla, más espero que la inflación general en los EE. UU. aumente para todos los artículos, y la magnitud es bastante alta. Así que, por ejemplo, si comparo el grupo más alto con el precio más bajo, se ve una diferencia en la inflación esperada de alrededor de 0,5 puntos porcentuales. Quiero decir que, en general, estas estimaciones son demasiado altas, pero una diferencia de 0,5 puntos porcentuales es considerable teniendo en cuenta donde estamos ahora mismo. Ya saben, con un objetivo del dos por ciento y siendo la realidad inferior a esa cifra en los EE. UU. Y lo que es realmente interesante para los *nerds* de la economía en el público, como es mi caso, es que esto se mantiene incluso dentro de los hogares. Así que no hay que confundirse, no hay que creer que esto viene impulsado por diferentes fuentes.

## Within-Household Inflation Expectations



Source: D'Acunto, Malmendier, Weber (2020):  
 "Gender Roles and the Gender Expectations Gap"

- Women have (more) positively biased inflation expectations.
- Even within households (typically same consumption and saving choices).

### Traducción:

Expectativas de inflación dentro del hogar

Expectativas de inflación a corto plazo

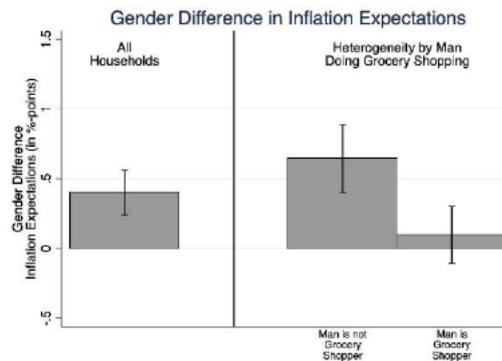
Hombres / Mujeres

Fuente: D'Acunto, Malmendier, Weber (2020): «Los roles de género y la brecha de las expectativas de género»

- Las mujeres tienen expectativas de inflación con un sesgo (más) positivo.
- Incluso dentro de los hogares (típicamente las mismas opciones de consumo y ahorro).

Así que les voy a dar un pequeño consejo adicional sobre este tema y luego ya termino: y es que este impacto de la exposición personal a los precios de la compra en sus creencias sobre la inflación general también ayuda a explicar un antiguo rompecabezas sobre las diferencias de género en las creencias sobre la inflación. Durante décadas, las personas han sabido que las mujeres tienen expectativas de inflación mucho más altas que los hombres. Tienen un sesgo mucho más positivo que los hombres, y —somos los primeros en demostrarlo— esto se mantiene incluso dentro de los hogares.

## Why Are Women (More) Biased? They Do the Groceries!



Source: D'Acunto, Malmendier, Weber (2020): "Gender Roles and the Gender Expectations Gap"

- Large difference in inflation expectations by gender *within* household
- Unconditional difference driven by differences in grocery shopping

Traducción:

¿Por qué las mujeres están (más) predisuestas? ¡Hacen la compra!

Diferencia de género en expectativas de inflación

Todos los hogares / Heterogeneidad por hombres que hacen la compra

Diferencia de género. Expectativas de inflación (en puntos porcentuales)

Hombre que no hace la compra / Hombre que hace la compra

Fuente: D'Acunto, Malmendier, Weber (2020): «Los roles de género y la brecha de las expectativas de género»

- Gran diferencia en las expectativas de inflación por género dentro del hogar.
- Diferencia incondicional impulsada por las diferencias en la compra de comestibles.

Bueno, si se adentran en esos hogares y se preguntan, «¿Quién está haciendo la compra» ¿Es como la imagen tradicional de la mujer haciendo toda la compra frente a una distribución más equitativa? Esto explica la diferencia de género. Aquí a la izquierda les muestro el promedio, la diferencia de 0,5 puntos entre los hogares, de nuevo 0,5 puntos entre hombres y mujeres, pero luego lo he dividido en los hogares en donde los hombres no compran nada frente a los que sí lo hacen y la diferencia en las creencias de la inflación básicamente desaparecen. Esto está muy bien relacionado con que los precios de la comida tengan esta volatilidad tan alta. Las personas recuerdan en particular los aumentos y, como resultado de ello, la exposición a los precios de la comida induce a tener creencias de inflación mucho más altas.

Así que permítanme intentar concluir esta cuestión tan amplia de los diferentes estudios, que espero les haya dado una impresión razonable de lo que significa el aprendizaje basado en la experiencia y el efecto experiencia.

La idea es que los economistas, tanto los académicos como los que trabajan en el mundo real, están intentando predecir las decisiones que los consumidores, empleados y ellos mismos deberían tener en cuenta más activamente en la exposición diaria a la variable macrofinanciera en cuestión que se está considerando, ya sea la inflación, el consumo, el desempleo, el comportamiento de la elección de la hipoteca, etc. —hay muchas

aplicaciones de esto— y su agregación de por vida, debido a que el efecto de la agregación de vida de la experiencia tiene un impacto a largo plazo importante en básicamente todas las áreas de la toma de decisiones económicas que he estudiado.

Esto va para el trauma con T mayúscula, así que miren los cambios macroeconómicos, como el actual inducido por el coronavirus, que tendrá efectos a largo plazo incluso si se restablecen las condiciones anteriores a la crisis. Pero también es cierto que para el trauma con t minúscula que se ubica en un entorno cotidiano en el hogar o en el trabajo, el precio de la comida en comparación con otros precios tiene efectos a largo plazo en nuestras creencias, elecciones y en cómo vemos el mundo. Lo importante es que eso no solo se aplica al consumidor medio sin formación o al no tan formado. No, se mantiene entre los expertos, se mantiene incluso si está bien informado y si los expertos financieros están trabajando en datos interesantes sobre médicos de primera categoría aquí en los EE. UU. Siempre ocurre dentro de las empresas. Tengo un trabajo sobre la memoria institucional, sobre cómo la toma de riesgos de los bancos puede explicarse por las crisis pasadas que han vivido o no. Y no se trata de una cuestión de inteligencia, sino de una cuestión de recableado.

Mi lista de deseos personales para concluir sería que, como economistas académicos, seamos algo más activos recopilando datos, no solo sobre lo que se cree actualmente sobre el futuro, sino sobre cómo las personas han llegado hasta aquí —el pasado— y lo tengamos en cuenta. También creo que eso desempeña un papel importante en la toma de decisiones en el mundo real. Es ese potencial de digitalización, el potencial de la recopilación de macrodatos, también en el mundo de los negocios. Concluiré en este punto, estaré encantada de contestar las preguntas.

**Imran Rasul:**

Gracias, Ulrike; ha sido fantástico.

Sé que he escuchado la conferencia o parte de la conferencia antes este año, pero es realmente increíble cuando escucho todas estas ideas juntas. Resulta muy difícil dejar de pensar en el efecto experiencia, tanto en mi propio trabajo como en muchos de los artículos que leo una vez que se presentan todas estas pruebas.

Mire, han llegado algunas preguntas, así que déjeme intentar resumirlas. Como es de esperar, algunas de ellas están relacionadas con la crisis actual. Algunas de las preguntas están relacionadas con la pandemia actual.

«¿Qué elementos formarán parte de las experiencias de las personas en el futuro?» Y en relación con ello, teníamos una pregunta que decía: «¿Hasta qué punto las experiencias se formarán según lo que la gente realmente atraviesa en comparación con el miedo provocado por la pandemia también?».

**Ulrike Malmendier:**

Sí, ambas son preguntas excelentes. Tengo algo que decir sobre la primera y algo menos sobre la segunda, así que no ir más allá de los datos que les he mostrado hoy.

En la primera, la pregunta «¿Qué tipo de experiencias importan?» Ya saben, me resulta difícil decirles el conjunto de experiencias que deben tener en cuenta.

Creo que muchos de ustedes son economistas con experiencia, al menos han estudiado mucho; así que como madre de tres niños en edad escolar que, como ya saben, no están interactuando con sus amigos, que están teniendo comportamientos extraños, que acuden a la escuela secundaria y primaria a través de *Zoom* estos días, creo que es importante que recapaciten sobre lo que significa la interacción social.

La salud mental va a ser una gran variable, ya es una gran variable sobre la que por supuesto no sé mucho, pero lo que puedo decir es que cualquier pregunta que les interese, por ejemplo, ¿le interesa el comportamiento de inversión?, ¿le interesa el comportamiento de consumo?, ¿le interesan las creencias de la inflación?, ¿le interesan las creencias del mercado bursátil? Un patrón muy fuerte que encontramos es que la experiencia tiene que ser específica del sector.

Así que esta es otra de las cosas que los economistas no se han tomado muy en serio hasta hace poco, por lo menos, pero que los psicólogos tienen una sólida evidencia. Si se tiene más aversión al riesgo en un área, no se traduce necesariamente en una mayor aversión al riesgo en otra.

Así es como la economía tradicional modelaba, ya saben, los servicios, etc., las actitudes de riesgo..., pero eso no se sostiene. Puedo ser bastante conservadora en mi toma de decisiones financieras, pero amante del riesgo en cuanto a deporte y ocio, por ejemplo, y eso está bien. Son campos diferentes.

Así que para la crisis actual, significa lo siguiente: Al menos aquí en los EE. UU., ya saben, el mercado bursátil en general nunca había recibido un golpe tan duro. Quiero decir que en los últimos días fue algo diferente, pero en general el mercado bursátil ha ido bastante bien, mientras que creo que en España, por ejemplo, ha habido un golpe mucho más fuerte, quizás un 30 % de caída o algo parecido.

Lo que estamos diciendo es que aquí en los EE. UU. no predecimos que las personas empiecen a rehuir del mercado bursátil y el riesgo financiero particularmente. El comportamiento que vimos antes de la crisis financiera y de la vivienda en 2007-2008 no se repetirá, porque la experiencia para esa variable de resultado no fue tan mala. Por supuesto, ya saben que una menor riqueza e ingresos desempeñarán un papel importante, pero después de controlar eso, el mercado bursátil debería ir bien.

Deberíamos relajarnos como economistas financieros que siempre intentan convencer a todo el mundo de que inviertan en una cartera de crecimiento ampliamente diversificada. Eso debería ir bien mientras que, las opciones de trabajo, la inclinación a trabajar en el sector de la hostelería, viajes, turismo, etc., podría verse especialmente afectada en los próximos años, incluso si el mundo ha cambiado. Y luego viceversa. Creo que en España se preocupan mucho por el desempleo. El impacto que ha tenido será crucial, pero también es heterogéneo, dependiendo de la industria en la que se trabaje o se esté considerando trabajar.

Así que eso es lo que puedo decir, como en lugar de decir: «¿Qué experiencias importan?» Le podría preguntar: «¿Qué está tratando de predecir?» y encontrar la experiencia correspondiente.

La segunda pregunta sobre el miedo es muy buena, porque una cosa que aún no he entendido del todo es qué experiencias se dan realmente en un país a lo largo de las generaciones. Volviendo a los alemanes y los miedos a la inflación, quiero decir que no he vivido la hiperinflación alemana de 1923, pero de alguna manera esta actitud ha pasado de generación en generación y se me ha transmitido hasta cierto punto.

Entonces, ¿cuáles son las historias que forman parte del folclore, incluso de la transmisión intergeneracional? Creo que las emociones, no únicamente el miedo en el sentido negativo, sino también en el positivo, que no he enfatizado tanto hoy en la era de la crisis del coronavirus. Esta crisis desempeña un papel muy importante. En las dos diapositivas sobre neurociencia, tuve que darme prisa, pero saben que primero estaba hablando de la mecánica de la marcación sináptica, ¿verdad?

Están las neuronas, la neurona presináptica que marca la neurona postsináptica formando las sinapsis. Cuanto más dure esta crisis, cuanto más tiempo nos quedemos en casa, más fuerte se hará. Pero lo que no dije es que hay un concepto llamado etiquetado emocional que dice que cuanto más fuertes sean nuestras emociones mientras formamos estas conexiones, más fuertes se vuelven las sinapsis.

Por lo tanto, creo que el miedo en sí mismo, aunque no sea su experiencia personal, creará ese tipo de arraigo en su cerebro. Me resulta difícil decir cómo se compensan ambas.

Terminaré con una última frase. Tengo un trabajo sobre las opciones de consumo llamado «Consumo marcado» en el que relaciono la experiencia personal del desempleo vivido con el comportamiento de consumo décadas después, cuando, ya saben, las cosas están bien de nuevo, y encuentran un fuerte impacto. Pero también encuentro un fuerte impacto de cualquier crisis de desempleo que usted haya observado a su alrededor, en su ciudad. Seguro que vio a muchas personas perder su puesto de trabajo, cerrar sus tiendas, etc. Esto también tiene un impacto bastante fuerte, de magnitud similar, así que no puedo decir... ya que ambos casos son la respuesta hasta cierto punto y todavía estamos averiguando cuál tiene más peso.

### **Imran Rasul:**

Genial. Bien. Le voy a pasar otra pregunta. Es de Jordi Manuel Vicenz, de España. Jordi pregunta: «La sociedad en general, especialmente los jóvenes, parecen vivir más a corto plazo y por lo tanto hay muchos ejemplos que vemos donde el cortoplacismo a menudo se ve como un problema, ya sea en términos de comportamiento de ahorro, comportamiento político, incluso lo que la sociedad ha aprendido ahora en la actual segunda ola basada en lo que vimos en la primera ola. Y así, cuando tenemos muchos de esos ejemplos de cortoplacismo en los que las personas parecen no aprender de las experiencias, y la historia se repite, ¿cómo encaja eso en la noción general de que las experiencias importan en otros casos, muy visiblemente en otros casos, y no parece que aprendamos de la historia?».

**Ulrike Malmendier:**

Sí, así que tomo nuestro modelo al pie de la letra y confirmo que existen otros factores que desempeñan un papel. Mi respuesta basada en nuestra investigación sería la siguiente: el cortoplacismo es básicamente los jóvenes que hacen un promedio de lo que han visto en su vida hasta el momento. Digamos que estábamos en la «burbuja.com», en la parte buena, cuando todo iba bien —era más o menos la época en la que me mudé a San Francisco—, veías a las personas actuando como si fuera a durar todo para siempre. Es lo único que han visto en sus vidas; los sueldos siguen subiendo, los precios de las acciones siguen aumentando, hacen inversiones muy arriesgadas, gastan mucho y gastan de más.

Sin embargo, también veo lo contrario. Las personas se gradúan en la universidad en plena recesión, no consiguen encontrar trabajo, no tienen muchos ingresos. Los veo demasiado «exagerados» a la hora de elegir una carrera, muestran un comportamiento de ahorro que es muy conservador. Así que también se trata de cortoplacismo. Porque puede que no quieran ahorrar tanto, puede que quieran invertir en sus carreras o vidas; y no lo están haciendo.

Así que el cortoplacismo explicado en el modelo únicamente dice que el efecto experiencia es básicamente «Deme su año de nacimiento, el año de hoy, la variable en la que está interesado y vamos a hacer una media sobre esto con algún sesgo reciente». Ya sabe, como si en los últimos años tuvieran algo más de peso volviendo a cero.

Y, en este modelo simple, los efectos que desempeñan un papel duradero son los grandes efectos. Así que un acontecimiento como la Gran Depresión, incluso si ha tenido lugar hace 40 o 50 años, tiene una gran importancia. No le pone tanto peso como el acontecimiento que tuvo lugar el año pasado, pero se queda con usted únicamente porque es relevante. Está haciendo un promedio de todos estos hechos y eso fue una gran caída del mercado bursátil, por ejemplo, o una experiencia de pérdida de empleo.

Así que el cortoplacismo de los jóvenes para nosotros es que hasta ahora, han tenido una vida corta. A medida que la vida avanza, se van haciendo 10, 20 o 30 años mayores, acumulan nuevas experiencias y se transforman en personas con un horizonte más lejano sobre el cual hacen el promedio. Así que esa es la explicación directa.

Entonces, ¿por qué se olvidan las experiencias? La que viene directamente del modelo es A, estoy haciendo un promedio más tiempo en mi vida, si no es una experiencia drástica, como la Gran Depresión, la crisis financiera, deja de desempeñar un papel importante. Pero también las nuevas generaciones están entrando en el mercado y dirigiendo empresas, y, al observar las crisis bancarias, por ejemplo, hay un nuevo equipo directivo que no ha vivido la crisis del 87 u otras, y es por eso que desempeñan un papel menos importante.

Así que esta es la respuesta directa que sale del modelo, pero también me gustaría reconocer, quiero decir, que se trata de una muy buena pregunta, hasta cierto punto, ¿por qué importa tanto la inflación en comparación con otros aspectos? No estoy del todo segura. Quiero decir, quizás ni siquiera es tan importante. Los alemanes también son ahorradores, como la generación de mi padre que vivió el fin de la Segunda Guerra Mundial y temía que pudieran destruir su casa de un momento a otro, y siempre ahorra mucho. Así que esa es una buena pregunta que aún me sigo planteando.

**Imran Rasul:**

Así que en realidad Ulrike nos lleva a la siguiente pregunta, quiero decir, su uso del término de reacción «exagerada e insuficiente». Y aquí tenemos una pregunta de Patricia González Vega que dice: «¿Puede diferenciar una decisión tomada basada en el efecto experiencia y aquella basada en elementos más racionales?».

**Ulrike Malmendier:**

¡Sí! Es una pregunta excelente porque... ¡me ha pillado! Probablemente debería tener más cuidado con el uso de «exagerada e insuficiente», porque para poder usarlo en realidad, al menos en nuestro mundo económico estándar en el que viven los académicos, se suele comparar con el marco bayesiano, ¿verdad? El actualizador bayesiano que tiene toda la información disponible, ¿qué diría? Un aprendiz basado en la experiencia llega y da importancia a lo que ha experimentado personalmente y podría reaccionar de forma «exagerada o insuficiente» en consecuencia.

En varios de mis trabajos tengo modelos en los que tengo el punto de referencia bayesiano, y luego comparo mi no totalmente irracional aprendiz basado en la experiencia. Son una especie de cuasibayesianos, ¿verdad? Actualizan según experiencias vividas personalmente, así que estos hechos tienen algo de peso adicional y puedo predecir en qué dirección irán.

Así que cuando uso «exagerada o insuficiente», debería tener el punto de referencia racional estándar y no lo tengo para la mayoría de las variables que estoy viendo aquí.

Sin embargo, a veces se pueden hacer análisis retroactivos. Así, por ejemplo, para la inflación se puede argumentar claramente que los temores a la inflación son muy altos comparados con las realizaciones retroactivas. Se puede intentar crear modelos anteriores e incluso compararlos con esos.

Sin embargo, también puedo decir que, y eso que no estoy completamente satisfecha, aunque siento que no es culpa mía —ahora sencillamente no sabemos cuál es la creencia racional sobre los futuros rendimientos de las acciones—, el poder de este modelo es en gran medida transversal. Por lo tanto, tenga el modelo que quiera utilizar pero, en lugar de anticipar que todos intentamos actuar como la media o el consumidor o inversor medio en su modelo, incluir en este modelo la experiencia de vida personal le dirá quién está por encima y quién por debajo de ese punto de referencia que ha escogido para su modelo personal. Por lo que en gran parte el poder está en las diferencias transversales. Qué es el nivel racional y qué es el nivel retroactivo, tengo que admitir que otros economistas macrofinancieros han desarrollado modelos sofisticados, lo sé, mucho mejor que yo.

**Imran Rasul:**

Bien, bien; genial. ¡Sí! La heterogeneidad entre personas siempre aparece en todos los seminarios aplicados en los que he estado.

Así que, hay una gran pregunta de un participante que acaba de llegar, que distinguía entre el trauma con T mayúscula y el trauma con t minúscula, que primero dice: «Gracias por la charla inspiradora». Su pregunta es la siguiente: «Me siento cómodo pensando en los

cambios macroeconómicos que afectan externamente al comportamiento de las personas a través de acontecimientos de T mayúscula. Pero, en las experiencias del día a día, ¿hasta qué punto elegimos los acontecimientos con t minúscula a los que nos exponemos? Y entonces, ¿qué opina de esa endogeneidad potencial?

**Ulrike Malmendier:**

¡Sí! Esa es una muy buena pregunta. Creo que un economista empírico inteligente será capaz de identificar aquellos entornos donde hay menos endogeneidad. Así que el trauma con t minúscula, la exposición diaria... tal vez podrían darse en los EE. UU. donde pensamos mucho en el racismo, la discriminación contra las mujeres, etc.

Así que podría ser como una reacción diaria que recibe de otras personas que cuestionan su capacidad de logro, que se quedará con usted, y creo que podría ser posible encontrar variaciones exógenas. Para los más mundanos, bueno, no mundanos, pero como ejemplo de finanzas estándar, he elegido la exposición a los precios. Realmente hay mucha endogeneidad, así que si me presento en el supermercado de alimentos integrales de más alto nivel en comparación con Safeway —un supermercado de menor nivel en los EE. UU., no recuerdo los de España o los del Reino Unido—, esa sería una elección endógena. Entonces, como ciertos precios aumentan de una determinada marca de leche o cerveza y así sucesivamente, podría sustituirla en algún lugar lejano y eso desempeña un papel importante.

Ahora resulta que se pueden controlar estos aspectos de forma razonable. Puede aprovechar más los cambios macroeconómicos para el tipo de instrumento de su exposición. Puede usar instrumentos como los que asumen que la persona no ha cambiado de productos ni de tienda para evitar esa reacción endógena y obtiene resultados muy similares. Así que hasta cierto punto, no es el experimento perfecto, pero podemos controlar algo de esa endogeneidad, y al menos para la exposición de precios y las creencias de inflación parece sostenerse firmemente, como si fuera muy robusto.

Pero, al mismo tiempo, estoy de acuerdo con usted. Encontrar más choques exógenos en términos de exposición diaria sería la regla de oro para impulsar en última instancia este punto.

**Imran Rasul:**

Bien. Estupendo, Ulrike. Hemos tenido muchas preguntas fantásticas, pero antes de finalizar, me gustaría aprovechar mi posición y plantearle una pregunta que quería hacerle. ¿Puede comentarnos algo más sobre la diferencia entre experiencia y memoria, que tenemos en muchos tipos de modelos en economía, donde los recuerdos pueden estar sesgados, ser una disonancia cognitiva o creencias motivadas? Y por lo tanto, ¿cuál es la relación entre lo que experimentamos y lo que recordamos haber experimentado?

**Ulrike Malmendier:**

¡Sí! Es una gran pregunta y creo que hasta cierto punto podría ser solo una elección de palabras. Así que en la medida en la que me remito de nuevo a las publicaciones en neurociencia y ciencia cognitiva, podrían estar hablando de la base de la memoria, de la marcación sináptica y de la exposición. Sabe que muchos de los datos científicos cognitivos subyacentes provienen de pobres ratas que se meten en el agua, chapotean y no encuentran un lugar al que llegar, y así es cómo inducen el trauma.

Podría estar usando todas estas palabras y un punto de vista razonable sería decir: «¡Oh! Estamos tratando de conseguir lo mismo y conozco, por ejemplo, al equipo de Nicola Gennaioli y Andrei Shleifer y al menos Andrei me dice que son modelos de memoria, eso es lo que necesita y eso es lo que subyace al efecto de mi experiencia. Y creo que es un punto perfectamente justo.

Sin embargo, ahora solo quiero destacar que la tradición de la investigación de la memoria en economía, por lo menos, y en cierta medida, también en psicología por lo que he leído, no ha tenido esta durabilidad a largo plazo y creo que es importante.

Así que, ya sea una persona de cuarenta años o de veinte, podríamos decir: «Vale, hemos vivido estos acontecimientos durante los últimos cinco años, y tendrán ese impacto duradero porque hemos creado este recuerdo».

Supongamos que todos hemos creado el mismo modo de recordar o la exposición a la crisis actual, a los grandes acontecimientos, el 11 de septiembre entre otros, y eso se queda con usted. Ahora lo que falta, lo que veo que falta en esta investigación, es tener en cuenta que siempre tenemos que mirar toda una vida en conjunto, todos los acontecimientos de una vida en conjunto, y esos serán sistemáticamente diferentes para una persona mayor y una joven.

Del marco basado en la experiencia se obtiene la reacción exagerada de las personas jóvenes a los acontecimientos recientes, como la crisis actual, en comparación con una persona mayor, quien realmente no se exalta por la crisis actual, pero ha visto otros acontecimientos y tiene una década de experiencia en otras cosas y un promedio de ellas.

Todo este recableado ya ha tenido lugar en el cerebro de la persona y así es como más tarde ya no modifica el pensamiento tanto como sucede con una persona joven. Así que es mi intención que debería formar parte de la investigación de la memoria, todavía no se ha podido incluir. Y por eso nos gusta este aprendizaje basado en la experiencia del mundo que hemos aprendido de estas publicaciones, pero no quiero darle tanta importancia a la diferencia. Personalmente, espero que los investigadores de la memoria converjan con ese punto de vista y tengan en cuenta los aspectos más duraderos de la memoria. ¿Eso resuelve la duda?

**Imran Rasul:**

Sí! Es una gran respuesta; hay mucho en lo que pensar.

Creo que nos estamos excediendo un poco con el tiempo, así que déjeme llegar a una conclusión. Y antes de finalizar la transmisión en directo, en nombre de la Fundación BBVA, me gustaría disculparme por algunas dificultades técnicas con la traducción al español que han tenido lugar durante la conferencia. Espero que no haya sido una molestia para el público.

Permítanme agradecerle a Ulrike de nuevo esta charla realmente asombrosa. Creo que ha sido una gran experiencia que todos vamos a recordar y que influirá en nuestro futuro trabajo. Espero con muchas ganas que la conferencia se imprima en el *JEEA* en 2021.

Gracias de nuevo, Ulrike, por haber sacado tiempo hoy para hablar con nosotros. Ha sido fabuloso. Gracias.



**Ulrike Malmendier:**  
Muchas gracias. Un placer.

Yo, **Blanca Fernández Armenteros**, Traductora-Intérprete Jurada de inglés nombrada por el Ministerio de Asuntos Exteriores, Unión Europea y Cooperación, certifico que la que antecede es traducción fiel y completa al español de un documento redactado en inglés.

Madrid, 18 de noviembre de 2020

I, **Blanca Fernández Armenteros**, Sworn Translator-Interpreter of English, duly appointed by the Ministry of Foreign Affairs, European Union and Cooperation, certify that the foregoing is a true and complete translation into Spanish of an original document written in English.

Madrid, 18 November 2020



Blanca Fernández Armenteros  
Traductora - Intérprete Jurado de Inglés  
Nº 6876