

SALÓN DE ESPEJOS

Entender mejor la manera en que los consumidores perciben la economía ayudaría a las autoridades a controlar la inflación

Carlo Pizzinelli

Con el alza de la inflación a niveles sin precedentes en décadas, los hogares de todo el mundo se preguntan cuánto más tendrán que pagar por la gasolina, los alimentos y otras necesidades. Las respuestas pueden ayudarlos a tomar decisiones financieras personales importantes. ¿Deberían simplemente comprar esa nevera nueva, o esperar hasta más adelante y arriesgarse a que su precio aumente? ¿Deberían pedir un aumento al jefe para compensar la pérdida del poder adquisitivo?

Las respuestas no afectarán solo a los hogares sino a la economía en su totalidad. El motivo: los bancos centrales y los economistas académicos ven la inflación, en parte, como una profecía autovalidante. Si los consumidores creen que los precios aumentarán a un ritmo más rápido, tal vez se comporten de maneras que propicien la inflación: compran una nevera o solicitan un aumento salarial. Cuando hay más gente dispuesta a pagar por un número fijo de neveras, sube el precio, y ante un mayor número de personas que solicitan un aumento salarial, los empleadores suben el precio de los bienes o servicios que venden para compensar los mayores costos de mano de obra. El Presidente de la Reserva Federal Jerome Powell expresó esa inquietud en una conferencia de prensa reciente, cuando anunció un aumento de medio punto de la tasa de interés clave de la Reserva: “No podemos permitir un espiral de salarios y precios. Y no podemos permitir que las expectativas inflacionarias se desanclen. Simplemente es algo que no lo podemos permitir”.

La declaración de Powell explica el motivo por el que las autoridades económicas siguen con atención las expectativas inflacionarias de los hogares y las empresas, en encuestas sistemáticas, en diferentes horizontes temporales. En particular, un mayor número de pronósticos inflacionarios en tres a cinco años indica que las expectativas se están desanclando y que tal vez sea necesario un aumento de la tasa de interés para mantener la inflación bajo control. Asimismo, esto explica por qué los bancos centrales procuran dar forma a las expectativas del público respecto a acontecimientos futuros explicando sus políticas actuales y futuras. En realidad, el éxito de la acción de las autoridades económicas depende crucialmente de su capacidad para comunicar el efecto previsto a los hogares y encauzar sus expectativas como corresponde.

Café, gasolina

Todo esto genera una pregunta importante para los académicos y los encargados de formular políticas: ¿Cuál es nuestro grado de comprensión de las expectativas de los hogares? En la última década, un gran





número de estudios sobre economía conductual se adentró en esta pregunta. Las conclusiones principales son que los hogares tienen opiniones muy dispares sobre la inflación y tienden a percibirla más alta y más persistente de lo que suele ser. Los consumidores también tienden a disentir sobre las perspectivas de inflación más que los expertos, a menudo cambian de opinión y con frecuencia se basan en unos cuantos productos clave que consumen sistemáticamente —como el café y la gasolina— para extrapolar los cambios en el costo de vida general. Además, las expectativas individuales están estrechamente correlacionadas con características demográficas, como sexo, edad, educación y orientación política. Por ejemplo, las mujeres y las personas con menos estudios o ingresos más bajos tienden a esperar una inflación más alta. Finalmente, experiencias anteriores —como haber superado la Gran Depresión o el embargo de petróleo de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en la década de 1970, que impulsó la inflación al alza— pueden determinar fuertemente las percepciones de la inflación que tienen las personas el resto de sus vidas (Malmendier y Nagel, 2016; Weber *et al.*, de próxima publicación; D’Acunto, Malmendier y Weber, de próxima publicación).

Si bien estos resultados caracterizan la riqueza y complejidad de las expectativas de los hogares, no llegan a explicar en detalle *cómo* se forman esas expectativas. Cuando personas no expertas leen noticias sobre política monetaria y fiscal o acontecimientos económicos, ¿cómo integran esa información en las expectativas inflacionarias y otros indicadores fundamentales? ¿Es seguro asumir, para la formulación eficiente de políticas y para modelos teóricos, que las expectativas del ciudadano común son iguales a la de los expertos? Las

respuestas a estas preguntas ayudarían a las autoridades económicas a guiar mejor las expectativas de los consumidores sobre los efectos de sus acciones.

En un documento reciente, mis coautores y yo nos propusimos buscar respuestas (Andre *et al.*, 2022). Realizamos encuestas para medir las opiniones de los ciudadanos sobre los efectos de los shocks económicos en el desempleo y la inflación. Entre 2019 y 2021, recabamos respuestas de 6.500 hogares estadounidenses representativos en forma amplia de la población. Por separado, en el mismo período, encuestamos a 1.500 expertos, personal de bancos centrales e instituciones financieras internacionales, profesores y alumnos de doctorado, así como a economistas del sector financiero. Para las muestras de la encuesta recogidas durante la pandemia de COVID-19, modificamos el cuestionario para asegurarnos de que las expectativas de los encuestados se remitiesen a la forma en la que funciona la economía en “épocas normales” en lugar de cómo funcionó durante las circunstancias excepcionales de la pandemia.

Shocks hipotéticos

Empleamos la encuesta para entender mejor la percepción de la gente del funcionamiento de la economía, o en el lenguaje de los economistas, sus “modelos subjetivos”. Pedimos a los encuestados que consideraran cuatro shocks hipotéticos a la economía de Estados Unidos: un aumento pronunciado en los precios del crudo debido a una caída en el abastecimiento mundial, un alza de los impuestos sobre la renta, un aumento del gasto público federal y un alza de la tasa de interés fijada como meta de la Reserva Federal. Estos shocks se estudian en forma generalizada en macroeconomía, pero también son conceptualmente comprensibles para los que no son expertos. A fin



de garantizar que todos los encuestados basaran sus respuestas en la misma información, ofrecimos cifras actuales para las tasas de inflación y desempleo y les pedimos pronósticos para las dos variables en el año siguiente. Luego informamos sobre uno de los cuatro shocks hipotéticos y les pedimos que realizaran predicciones nuevas para la inflación y el desempleo.

Sus respuestas mostraron que las opiniones sobre los efectos de los shocks económicos variaban ampliamente, con grandes diferencias dentro de nuestras muestras de hogares y expertos y entre los dos grupos. En algunos casos, los hogares y los expertos incluso disintieron sobre si un shock en particular tenía un impacto positivo o negativo en la inflación y en el desempleo. Más sorprendente es que los hogares consideraron, en promedio, que un aumento de la tasa de interés de la política monetaria del banco central y un alza en los impuestos sobre la renta *umentarían* la inflación, en forma contraria a las predicciones de disminución por expertos y muchos modelos de libros de texto (gráfico 1).

En la segunda parte de la encuesta, investigamos los orígenes de la desavenencia entre expertos y hogares y dentro de los dos grupos. Parte de la diferencia parece deberse a que los encuestados consideran que los

shocks repercuten por diferentes canales de transmisión, en particular, los mecanismos de demanda o de oferta. Mediante un conjunto de preguntas de selección múltiple y recuadros de texto abiertos, solicitamos a los encuestados que describiesen los factores que consideraban al momento de realizar sus predicciones. Vimos que estas asociaciones explicaban una parte importante de las diferencias en los pronósticos. De manera no sorprendente, los expertos tendían más a remitirse a sus conocimientos técnicos, con el uso de marcos tomados del conjunto de herramientas que utilizan diariamente y, con frecuencia, en referencia directa a modelos teóricos o estudios empíricos. Por el contrario, los hogares utilizaron una gama más amplia de enfoques para realizar las predicciones. Tendían más a recurrir a experiencias personales, estar influenciados por opiniones políticas o simplemente adivinar cómo un shock dado podría afectar la economía.

Además, cuando los hogares piensan en mecanismos específicos de propagación de shocks, suelen sugerir canales muy diferentes a los de los expertos. Esto explica en parte por qué sus predicciones sobre algunos shocks difieren en forma tan marcada de las de los expertos. Por ejemplo, los hogares consideraron con mayor frecuencia el impacto de un aumento de las tasas de interés en los costos empresariales de obtener préstamos de capital, que se transfieren a los consumidores a través de precios más altos. Por otra parte, los expertos consideraron sobre todo el canal de demanda canónico, el cual predice una disminución de la inflación en respuesta a un aumento de las tasas de interés dado que los consumidores gastan menos y ahorran más (gráfico 2).

Indicios contextuales

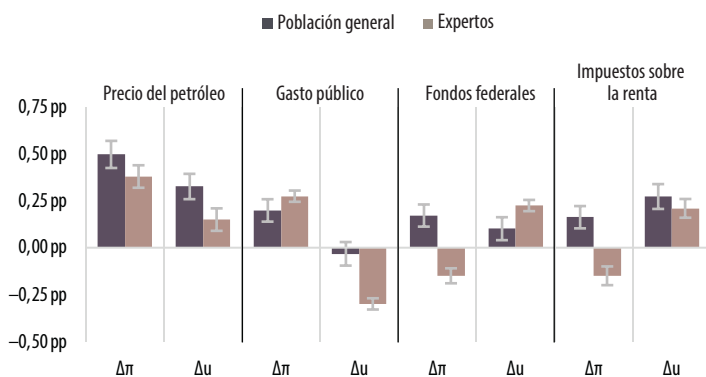
¿Son estos resultados mala noticia para los bancos centrales? Si el público en general interpreta un alza de las tasas de interés como un presagio de inflación más alta, ¿podría ser más difícil para los bancos centrales contener la inflación? Un resultado final de nuestro ejercicio apunta a la comunicación eficiente de las acciones de política como una solución. Los indicios contextuales pueden determinar en qué canales de propagación piensan los ciudadanos y, por tanto, qué pronósticos realizan. Vimos que los hogares a los que se les invitó a considerar los canales de la demanda antes de realizar sus pronósticos tenían mayor probabilidad de predecir un efecto de shock de política monetaria que estuviese de acuerdo con el de los expertos.

Algo positivo es que, mientras los bancos centrales son conscientes desde hace tiempo del poder de sus declaraciones cuidadosamente redactadas para guiar

Gráfico 1

Opiniones divergentes

Las expectativas de los hogares para la economía suelen diferir de las de los expertos. (pronósticos medios del impacto de los shocks macroeconómicos en la inflación y la tasa de desempleo)



Fuente: Andre et al. (2022).

Nota: El gráfico muestra los pronósticos medios de los efectos de los shocks macroeconómicos en la tasa de inflación (π) y la tasa de desempleo (u). Las barras de error representan intervalos de confianza del 95%, con el uso de errores estándar robustos. pp = puntos porcentuales.

las expectativas del mercado, parece que ahora se concentran más en poner su comunicación al alcance de una audiencia más amplia. Por ejemplo, Gardt *et al.* (2021) muestran que, como parte de una estrategia más amplia para expandir el alcance de su mensaje, en los últimos años el Banco Central Europeo estuvo más presente en las diversas plataformas de los medios sociales y utilizó lenguaje más simple en discursos y declaraciones de política monetaria.

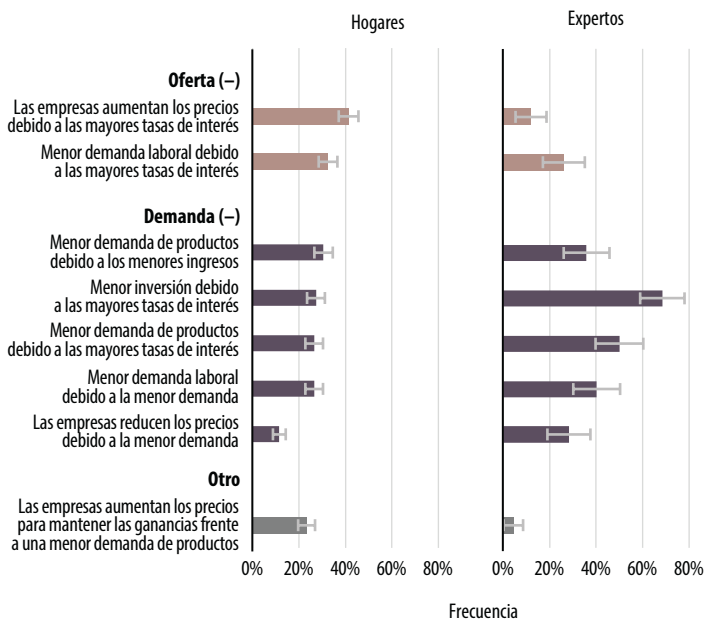
Los resultados de nuestro estudio también brindan cierta orientación empírica en un sentido diferente pero relacionado. Los modelos macroeconómicos canónicos giran crucialmente en torno al supuesto de “expectativas racionales”, según el cual los hogares basan sus decisiones—sobre cuánto ahorrar, consumir y trabajar— en expectativas sobre el estado futuro incierto de la economía. Estas expectativas, a su vez, son congruentes con la manera en la que la economía evoluciona finalmente. El supuesto no significa que los hogares tienen conocimiento perfecto del futuro. Pero sí implica que si los hogares ven que el banco central incrementa las tasas de interés de manera inesperada y creen que esto reducirá la inflación, sus acciones posteriores finalmente se traducirán en un descenso de la inflación. Si bien este enfoque para modelizar las expectativas ha sido criticado a menudo como demasiado estricto o poco realista, decidir la forma adecuada para apartarse de él no es sencillo. Para que sea válido, todo distanciamiento con respecto a este pilar de la macroeconomía moderna debe reflejar fielmente la manera en que los hogares forman realmente sus expectativas. Nuestro estudio proporciona así una dirección preliminar para que los modelos macroeconómicos incorporen aspectos conductuales de las expectativas de los hogares que se basan en pruebas empíricas.

Una iniciativa de investigación creciente —encabezada por académicos destacados en este campo— procura usar perspectivas de la economía conductual para incluir características conductuales de la manera en que los hogares forman sus expectativas en los modelos macroeconómicos y apartarse de los supuestos clásicos de expectativas racionales. Este campo, conocido como macroeconomía conductual, se expande con rapidez, pero se enfrenta a algunos desafíos importantes. Requiere de un alto nivel de cálculos aritméticos, lo cual puede limitar su uso inmediato en el trabajo diario de política económica. Además, se basa de manera crucial en datos empíricos de cómo los hogares razonan sobre la macroeconomía y se forman expectativas, que los economistas conductuales pueden construir en forma

Gráfico 2

Canales cambiantes

Los hogares y los expertos perciben el efecto de los shocks de diferentes maneras. (percepciones sobre los canales mediante los cuales el aumento de la tasa de la Reserva Federal afecta la economía)



Fuente: Andre *et al.* (2022).

Nota: Este gráfico muestra los canales de propagación en los que piensan los entrevistados cuando realizan sus predicciones. Los encuestados pueden seleccionar los canales de una lista. Las barras de error muestran intervalos de confianza.

robusta únicamente mediante numerosos y exhaustivos estudios. Sin embargo, podría influir de manera fundamental tanto en la macroeconomía teórica como en la formulación de políticas en el mundo real a futuro, y seguramente cumplirá una función central para la comunicación al incidir en las expectativas. **FD**

CARLO PIZZINELLI es Economista del Departamento de Estudios del FMI.

Referencias:

Andre, P., C. Pizzinelli, C. Roth y J. Wohlfart. 2022. “Subjective Models of the Macroeconomy: Evidence from Experts and Representative Samples”. *Review of Economic Studies*, 9 de febrero.

D’Acunto, F., U. Malmendier y M. Weber. De próxima publicación. “What Do the Data Tell Us about Inflation Expectations?”. *Handbook of Subjective Expectations*.

Gardt, M., S. Angino, S. Mee y G. Glöckler. 2021. “ECB Communication with the Wider Public”. *ECB Economic Bulletin* 8: 122–42.

Malmendier, U., y S. Nagel. 2016. “Learning from Inflation Experiences”. *Quarterly Journal of Economics* 131 (1): 53–87.

Weber, M., F. D’Acunto, Y. Gorodnichenko y O. Coibion. De próxima publicación. “The Subjective Inflation Expectations of Households and Firms: Measurement, Determinants, and Implications”. *Journal of Economic Perspectives*.