



Universidad de Navarra

Occasional Paper

OP nº 04/4

Enero, 2004

LA POLITICA MONETARIA Y LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS

Antonio Argandoña*

* Profesor de Economía, IESE

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público.

IESE Business School - Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 - 08034 Barcelona. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) - 28023 Madrid. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright© 2004, IESE Business School. Prohibida la reproducción sin permiso

LA POLITICA MONETARIA Y LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS

Resumen

Cada vez que se produce una crisis que afecta de manera significativa a los precios de los activos, sean acciones, bonos, moneda extranjera o inmuebles, la opinión pública y los expertos suelen volver a discutir si la política monetaria debería tener alguna responsabilidad respecto de esos precios. Así ocurrió, por ejemplo, después de la Gran Depresión de los años treinta; tras el crash bursátil de 1987; a raíz de la explosión de la burbuja en la bolsa y en el mercado inmobiliario de Japón en 1990, así como con motivo de la preocupación por la posible formación de una burbuja especulativa en el mercado de valores norteamericano en la segunda mitad de los años noventa, y, más recientemente, a la vista de las consecuencias que la caída bursátil iniciada en 2000 ha tenido sobre la actividad real.

El objeto de este artículo es pasar revista a los principales argumentos que se han presentado en los debates recientes acerca de la conveniencia de que la política monetaria tenga o no en cuenta la evolución del precio de los activos, sea como objetivo, sea como indicador útil para el diseño y la puesta en práctica de dicha política.

Palabras clave: política monetaria, bolsa, activos financieros, activos reales, inflación y burbuja.

LA POLITICA MONETARIA Y LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS

Introducción

Cada vez que se produce una crisis que afecta de manera significativa a los precios de los activos, sean acciones, bonos, moneda extranjera o inmuebles, la opinión pública y los expertos suelen volver a discutir si la política monetaria debería tener alguna responsabilidad respecto de esos precios. Así ocurrió, por ejemplo, después de la Gran Depresión de los años treinta; tras el crash bursátil de 1987; a raíz de la explosión de la burbuja en la bolsa y en el mercado inmobiliario de Japón en 1990, así como con motivo de la preocupación por la posible formación de una burbuja especulativa en el mercado de valores norteamericano en la segunda mitad de los años noventa, y, más recientemente, a la vista de las consecuencias que la caída bursátil iniciada en 2000 ha tenido sobre la actividad real.

El objeto de este artículo es pasar revista a los principales argumentos que se han presentado en los debates recientes acerca de la conveniencia de que la política monetaria tenga o no en cuenta la evolución del precio de los activos, sea como objetivo, sea como indicador útil para el diseño y la puesta en práctica de dicha política¹. Dado que el precio de la moneda extranjera –el tipo de cambio –tiene un papel especial en relación con la política monetaria, nos limitaremos sólo a los movimientos de los precios de las acciones, de los bonos y de los inmuebles.

En lo que sigue, discutiremos sucesivamente las explicaciones teóricas sobre la formación de los precios de los activos, el papel de los mercados de activos como mecanismo de transmisión de la política monetaria, los precios de los activos como indicadores para dicha política, el posible uso de dichos precios como objetivos de la política monetaria y las actuaciones recomendables cuando se produce una caída desordenada de los precios de los activos, para acabar con las conclusiones.

Los precios de los activos

La teoría convencional supone que los precios de los activos se forman atendiendo a las expectativas sobre su rentabilidad futura. Por tanto, el precio de una acción, un bono o un inmueble será igual al valor actual descontado del flujo esperado de rendimientos de dicho activo (dividendos, cupón, ganancias de capital, etc.) después de impuestos, atendiendo al riesgo inherente al mismo (que se incorpora al tipo de descuento empleado)².

¹ Este artículo forma parte de los trabajos de la Cátedra Economía y Ética del IESE. Agradezco a la Fundación José y Ana Royo su ayuda económica.

² E incluyendo también, en su caso, la prima de liquidez.

El caso más interesante es el del precio de las acciones, que (en términos reales) se supone que reflejan el valor actual descontado del flujo de beneficios reales esperados de las empresas cuya capital representan³. Por tanto, son dos las variables que determinan la cotización real de las acciones en bolsa: el flujo de beneficios reales esperados (y, en términos agregados, la tasa de crecimiento potencial de la economía) y el tipo de descuento real aplicado que, a su vez, tiene dos componentes: el tipo de rendimiento real de un activo sin riesgo, más la prima de riesgo aplicable a los títulos de renta variable (que recoge la preferencia de los inversores por el riesgo y la valoración del riesgo implícito en las acciones de que se trate, que se relaciona, a su vez, con la oportunidad de diversificar dicho riesgo en el mercado)⁴.

Los mercados de valores se basan, pues, en expectativas de futuro no observables. ¿Se puede garantizar que los precios que se forman en esos mercados responden adecuadamente a esas expectativas? La “hipótesis de los mercados eficientes” establece que los inversores tienen incentivos para utilizar toda la información disponible a la hora de formar los precios. Pero aunque no todos los inversores actúen de esa manera, la hipótesis de eficiencia supone que hay mecanismos de arbitraje que permiten a los inversores racionales corregir las desviaciones provocadas por los inversores no racionales insuficientemente informados. Ese arbitraje permite a los primeros vender (al descubierto) un valor “sobrevalorado” en el mercado⁵, comprando al mismo tiempo, para cubrirse, el mismo valor u otro valor con una estructura de rendimientos semejante en otro mercado en el que esté “infravalorado”.

Sin embargo, la hipótesis de la eficiencia no se cumple a menudo, por la existencia de conductas irracionales⁶ (que desvían las cotizaciones de las que resultarían de los factores fundamentales), y por la insuficiencia de los mecanismos de arbitraje que permitirían corregir aquellas desviaciones (por ejemplo, porque no hay sustitutos perfectos de todos los valores, como ocurre, desde luego, para el conjunto de valores que componen la bolsa)⁷. En tal caso, los precios de los valores no vendrán dados exclusivamente por los factores fundamentales explicados antes, sino que se separarán de ellos, generando una “burbuja especulativa”⁸.

³ Con un horizonte temporal limitado, las variables relevantes son el flujo esperado de dividendos, la ganancia de capital esperada (que incluye los beneficios no repartidos) y el tipo de descuento. En el caso de los bonos con cupón fijo, la única variable relevante es el tipo de descuento (incluida la prima de riesgo). En cuanto a los inmuebles, el flujo de rendimientos vendrá dado por la renta generada (alquiler efectivo o implícito) y por la revalorización esperada (cfr. *The Economist* 2003).

⁴ Esta descripción coincide con la de los manuales tradicionales; por ejemplo, Houthakker y Williamson (1996), Howells y Bain (1998), Mishkin (1997a), Ritter et al. (1996). La formulación tradicional es la de Gordon (1962).

⁵ Un valor está “sobrevalorado” cuando su precio es superior al que correspondería de acuerdo con las “variables fundamentales” o “fundamentos” señalados antes: la expectativa de beneficios futuros en términos reales y el tipo de descuento relevante.

⁶ Conductas que llevan, por ejemplo, a la “sobre-reacción” (sobrevaloración de noticias positivas o negativas) o a la “retroalimentación positiva” (cuando, por ejemplo, los inversores compran valores simplemente porque han subido, o los venden porque han bajado).

⁷ Esto supone que el arbitraje no será perfecto, por la existencia de riesgo intrínseco (sobre algunos valores), de riesgo de inversores inexpertos o mal informados, por la capacidad limitada de asunción de riesgo por los arbitrajistas, por los problemas de agencia en la gestión de carteras, etc. Cfr. Banco Central Europeo (2002).

⁸ Esta es la definición que Mishkin (1997a), pág. 707, ofrece de una burbuja. No es éste el lugar adecuado para discutir las distintas teorías sobre las burbujas. Baste señalar sólo que no tienen por qué ser de origen irracional, y que pueden estar basadas en el comportamiento de los “fundamentos” señalados antes –por ejemplo, cuando, a finales de los años noventa, se discutía sobre la existencia de una “nueva economía” que haría obsoletos los criterios de valoración de las acciones de los sectores de tecnologías de la información y las comunicaciones.

La existencia de una burbuja es, precisamente, lo que justifica la atención de los bancos centrales sobre los precios de los activos en el diseño y elaboración de la política monetaria:

1. Porque, si los precios de los activos se separan de sus determinantes fundamentales, proporcionan información incorrecta sobre las expectativas acerca de variables económicas relevantes (como los beneficios esperados y sus determinantes: ventas, costes, etc., y, en términos agregados, sobre el crecimiento potencial de la economía), y ello genera ineficiencias económicas.
2. Y porque la vuelta de los precios de los activos a sus valores fundamentales puede tener importantes efectos nominales y reales, que deben ser objeto de atención por parte de quienes elaboran la política monetaria.

A la vista de lo anterior, en lo que sigue centraremos nuestra atención en los tres aspectos principales de la relación entre los mercados de activos y la política monetaria:

1. Los efectos de los precios de los activos sobre la economía (es decir, los mercados de activos como mecanismo de transmisión).
2. Los mercados de activos como indicadores para la política monetaria.
3. Como posible objetivo de la política monetaria.

Los mercados de activos como mecanismo de transmisión

Como ya indicamos, las discusiones acerca de la conveniencia de que la política monetaria tenga o no en cuenta la evolución de los precios de los activos suelen plantearse cuando se producen caídas precipitadas de dichos precios –y, por extensión, en los casos en que se puede estar formando una burbuja, es decir, en que los precios de los activos crecen por encima de lo que vendría justificado por sus fundamentos.

La influencia de los precios de los activos sobre las variables más relevantes se produce principalmente por cinco vías:

1. El coste de capital (en el caso de las acciones y bonos). Un aumento de las cotizaciones lleva consigo una reducción del coste de financiación de las empresas mediante la emisión de acciones o bonos, y afecta, por tanto, a las decisiones de inversión⁹.
2. El valor de la riqueza financiera (acciones y bonos) y real (inmuebles) de los agentes privados¹⁰.
3. La confianza de familias y empresas en la evolución futura de la economía, incluido el “efecto flujos de caja” (la mayor riqueza reduce la probabilidad de perturbaciones financieras importantes, lo que permite un mayor endeudamiento, niveles de consumo más altos y un cambio en la composición de la riqueza hacia activos menos líquidos).

⁹La referencia clásica es Tobin (1969).

¹⁰Cfr. Modigliani (1971).

4. El “efecto balance”, principalmente la posibilidad de usar los activos financieros o reales como garantía para la obtención de crédito (incluyendo el “efecto acelerador financiero”, cuando los inversores incurren en deuda para comprar activos, lo que acelera el aumento en el precio de éstos)¹¹.
5. Las variaciones en el precio de los inmuebles pueden afectar a las decisiones de consumo por la complementariedad entre ambos tipos de bienes.

La formación de una burbuja en los mercados de activos suele ir acompañada de un fuerte crecimiento en el volumen de crédito concedido a familias y/o empresas debido a la reducción de la prima de riesgo¹², el aumento del valor de la riqueza, la confianza de los agentes privados y los efectos de balance. Como muestra la evolución de la economía norteamericana en los años noventa¹³, los agentes, los mercados y las instituciones financieras se ven “atrapados” por un ambiente de euforia que alienta elevados niveles de consumo e inversión, mayor endeudamiento privado, niveles de apalancamiento superiores a los normales, un crecimiento del producto real mayor que el potencial y una menor conciencia del riesgo en que se incurre.

Finalmente, la caída más o menos precipitada del precio de los activos vendrá acompañada de reducción de la riqueza de familias y empresas, aumento de los costes financieros, mayores niveles de la morosidad e insolvencia, reducciones más o menos drásticas en los niveles de consumo e inversión, aumento de la incertidumbre y de la prima de riesgo, etc., que pueden desencadenar una reducción de la actividad económica e incluso una verdadera recesión¹⁴. A su vez, esos fenómenos pueden provocar inestabilidad en las instituciones financieras por la morosidad y la insolvencia de algunos de sus clientes, por la pérdida de valor de sus activos financieros y reales, y por el deterioro de las garantías de los créditos. El riesgo bancario percibido experimenta un aumento importante, resultando difícil identificar a los bancos solventes¹⁵, de modo que se pueden producir fenómenos de retirada masiva de depósitos (*runs*), contracciones masivas del crédito y de la creación de dinero¹⁶ (o, al menos, *credit crunches* es decir, reducciones del volumen de crédito concedido incluso a deudores solventes) y quiebras bancarias, como muestra la evolución del sistema financiero japonés en los años noventa¹⁷. Como señala Kindleberger (1996), las grandes crisis financieras han venido precedidas, a menudo, de burbujas especulativas que se deshincharon de forma precipitada.

Los precios de los activos como indicadores

En los últimos años ha ganado general aceptación entre los teóricos y los directivos de los bancos centrales la tesis de que la política monetaria debe tener como objetivo a largo

¹¹ Cfr. Bernanke y Gertler (1989), Bernanke et al. (1998), Kiyotaki y Moore (1997).

¹² Medida por la diferencia entre el rendimiento esperado de las acciones y el de los activos de renta fija sin riesgo.

¹³ Cfr. Argandoña (2003), Greenspan (2002).

¹⁴ Ese resultado es posible, pero que se dé no dependerá de factores como la rentabilidad real de las inversiones y la exposición de los deudores privados y de las instituciones financieras al riesgo del precio de los activos. Véase Gertler (1998).

¹⁵ Cfr. Mishkin et al. (1995).

¹⁶ Véase Kaufman (1988).

¹⁷ Cfr. Kaufman (1998). Una parte importante de los problemas financieros provocados por la elevada volatilidad de los activos financieros tiene que ver con la pérdida de información que llevan consigo y que afecta a la eficiente asignación de recursos: ajustes en cantidades y no en precios (como las retiradas de depósitos de los bancos), y dificultades para el funcionamiento de los mecanismos de pago y de compensación.

plazo la consecución de una tasa de inflación baja y estable. En el corto plazo, el acuerdo es menor¹⁸: la praxis de la Reserva Federal norteamericana, por ejemplo, pretende hacer compatible aquel objetivo a largo plazo con otro a corto, en términos de una variable real (la “brecha del producto” o diferencia entre la tasa de crecimiento del producto potencial y real, o la tasa de crecimiento del producto real, o la tasa de desempleo), mientras que el Banco Central Europeo no persigue objetivos a corto plazo en términos de variables reales¹⁹.

En función de esos objetivos, las autoridades monetarias prestan atención a un conjunto de indicadores que les proporcionan información sobre la evolución previsible de la tasa de inflación –y, en su caso, de la brecha del producto, o de la tasa de crecimiento del PIB, o de la tasa de desempleo, o de otra variable real²⁰. Y entre esos indicadores se cuentan los precios de los activos.

En efecto, como vimos en la sección anterior, los precios de los activos suelen subir en las fases expansivas de la economía y pueden servir, por tanto, como indicadores anticipados del crecimiento de la demanda y de los precios. Y, sin embargo, esa función puede no ser tan sencilla como parece. La bolsa puede subir, por ejemplo, debido a un aumento de la tasa de crecimiento de la productividad (y, por tanto, de los beneficios esperados), lo que tendrá un efecto negativo sobre la tasa de inflación, pero también es posible que la bolsa suba debido a una política monetaria expansiva, lo que vendrá acompañado de una tasa de inflación más elevada²¹.

Los precios de los activos proporcionan, pues, información puntual, orientada hacia el futuro y muy útil para el diseño y la puesta en práctica de la política monetaria. Pero su interpretación es compleja –quizá más que la de otros indicadores, por varias razones:

1. Por la ausencia de un único modelo teórico que relacione de forma fiable los movimientos en los precios de los activos con la evolución de los objetivos de la política monetaria.
2. Porque la interpretación de aquellos indicadores vendrá influida por las instituciones y reglas de funcionamiento de los distintos mercados²².
3. Porque no resulta fácil identificar qué movimientos en los precios de los activos van a tener efectos permanentes sobre la inflación y cuáles son sólo reflejo de movimientos transitorios en la misma.
4. Y, finalmente, porque prestar demasiado atención a los precios de los activos puede llevar riesgos importantes, como supeditar la política monetaria al

¹⁸ No es éste el lugar adecuado para discutir cuáles deberían ser los objetivos de la política monetaria. Aquí nos limitaremos a constatar la existencia de un objetivo a largo plazo en términos de inflación, y de otro posible objetivo a corto plazo, en términos de estabilización de una variable real. Como ya indicamos, omitimos el caso de los países que orientan su política monetaria a la fijación del tipo de cambio.

¹⁹ En la medida en que un menor crecimiento del producto a corto plazo va acompañado de una tasa de inflación más baja, el Banco Central Europeo puede estar siguiendo, de hecho, una estrategia similar a la de la Reserva Federal, pero no siempre será así.

²⁰ Véase una explicación actualizada del diseño e implementación de la política monetaria en Kahn (2003).

²¹ Cfr. Cassola y Morana (2002). Toribio (2001) señala la frecuente relación entre baja inflación y crecimiento de las cotizaciones en bolsa.

²² Spaventa (1998) hace notar que los caracteres del mercado hipotecario (predominio de las operaciones a tipo fijo o variable, posibilidades de recontractación de hipotecas cuando se reducen los tipos de interés, reglas sobre la valoración de los inmuebles y sobre el porcentaje del valor de los mismos que puede ser objeto de un crédito hipotecario, etc.) influirán en la cuantía y distribución temporal del aumento del precio de los activos reales.

liderazgo del mercado de valores, o el riesgo de circularidad –cuando la política monetaria se hace depender de los precios de los activos que, a su vez, dependen de las expectativas sobre la política monetaria²³.

Los precios de los activos como objetivo de la política monetaria

La cuestión que nos planteamos ahora es si la política monetaria debe incluir como objetivo –no único, sino compartido, por ejemplo, con la tasa de variación de los precios de los bienes y servicios –los niveles o las tasas de variación de los precios de los activos. Para ello, discutiremos primero si la política monetaria puede tener efectos sobre los mercados de activos.

La tendencia a largo plazo en términos reales de la evolución del conjunto de valores cotizados en bolsa reales recoge la respuesta del mercado a perturbaciones reales sobre el crecimiento del producto potencial (principalmente, cambios en el nivel o en la tasa de crecimiento de la productividad)²⁴, y otro tanto ocurre en el mercado inmobiliario. Esto significa que la política monetaria no puede influir en la tendencia del precio real de los activos a largo plazo –aunque influye, desde luego, en los precios nominales, a través de la tasa de inflación de los bienes y servicios²⁵. Por tanto, la mejor recomendación que se puede hacer a los bancos centrales es que, en el largo plazo, orienten su política a la estabilidad de los precios de los bienes y servicios (es decir, a la consecución de una tasa de inflación baja y estable), como medio para mantener también la estabilidad a largo plazo en los precios de los activos.

Pero en el corto plazo las cosas son diferentes. La evolución cíclica del mercado de valores refleja la respuesta a perturbaciones transitorias sobre la demanda agregada, la preferencia por la liquidez (conductas especulativas puras) y la política monetaria (cantidad de dinero o tipo de interés), así como posibles sobrerreacciones a perturbaciones sobre la productividad²⁶. Por tanto, la política monetaria puede influir sobre la variación cíclica de los precios de los activos en términos reales, principalmente a través de las expectativas de crecimiento de los beneficios esperados (y del producto real) y, sobre todo, del tipo de descuento aplicado por los inversores (que estará relacionado con el tipo de interés que la autoridad monetaria intenta controlar en la implementación de su política).

Y, sin embargo, hay razones para defender que los precios de los activos no deben figurar entre los objetivos de la política monetaria. He aquí algunas (y las principales objeciones que se les pueden hacer):

1. La política monetaria no tiene efectos permanentes sobre los precios reales de los activos a largo plazo. Pero ya señalamos que, en todo caso, la inclusión de

²³ Y esto puede provocar la formación de burbujas o, al menos, una excesiva volatilidad y sobrerreacción en los mercados. Cfr. Issing (1998).

²⁴ Así como los cambios permanentes en las preferencias de los agentes.

²⁵ La política monetaria puede influir indirectamente sobre el precio de los activos a largo plazo, por el efecto que una inflación baja y estable puede tener sobre el crecimiento potencial de la economía, la eficiencia en el uso de los recursos y la reducción de la prima de riesgo incorporada al tipo de descuento en los mercados de activos (por la menor incertidumbre sobre la inflación y, por tanto, sobre la variabilidad de las cotizaciones nominales futuras). En definitiva, es un argumento similar al que sostiene que la estabilidad macroeconómica favorece el crecimiento real de la economía a través de una mayor eficiencia en la asignación de los recursos y una reducción de la prima de riesgo.

²⁶ Sobre lo anterior hay abundante evidencia empírica. Cfr., por ejemplo, Cassola y Morana (2002), Dhar et al. (2000), Lastrapes (1998), Rapach (2001).

los precios de los activos como objetivo debería estar referida al corto, no al largo plazo.

2. El efecto de la política monetaria sobre los precios de los activos dentro del ciclo puede ser complejo. Así, una reducción del tipo de interés aplicado por el banco central puede dar lugar a un aumento de las cotizaciones bursátiles, pero también puede tener el efecto contrario si los inversores esperan que vaya acompañada de futuros aumentos de los tipos de interés, o si el efecto esperado de esa medida sobre los beneficios esperados de las empresas compensa la reducción de la tasa de descuento²⁷. De todos modos, esta objeción es también válida para otros objetivos de la política monetaria en el corto plazo.
3. La política monetaria no puede corregir la mayor parte de la volatilidad de los mercados de activos en el corto plazo²⁸. Ahora bien, el problema con que se enfrentan las autoridades no es el de estabilizar los precios de los activos, sino el de corregir la posible aparición de una burbuja especulativa.
4. Las autoridades monetarias no conocen cuál es el precio de los activos que responde a sus fundamentos –es decir, no saben cuándo se está formando una burbuja especulativa ni, por tanto, cuándo deben intervenir para corregirla, ni hacia qué precio de equilibrio deben reconducir al mercado de activos²⁹. Por ello, el intento de controlar el precio de los activos mediante la política monetaria puede afectar negativamente al funcionamiento eficiente de esos mercados, frenando su reacción a cambios en las variables fundamentales a largo plazo, o provocando desviaciones respecto de su trayectoria de equilibrio.

Este argumento, sin embargo, no es definitivo. Las autoridades siempre actúan en un contexto de incertidumbre, y del mismo modo que deben interpretar los indicadores disponibles para evitar una inflación o deflación duradera y no deseable, pueden y deben interpretar también la información disponible para evitar la formación de una burbuja en los mercados de activos. Además, como se indica más arriba, lo que se pretende no es reconducir los precios de los activos hacia su senda de equilibrio, sino sólo detener la formación de una burbuja. No hace falta, pues, conocer los precios de equilibrio, sino, simplemente, evitar las desviaciones importantes respecto de los mismos.

5. La política monetaria dirigida a controlar el precio de los activos puede resultar incompatible con el objetivo de estabilidad de los precios de los bienes y servicios y puede difuminar el compromiso de las autoridades con dicho objetivo, con la consiguiente pérdida de credibilidad.

Sin embargo, también puede objetarse que la formación de una burbuja puede acabar dificultando la consecución del objetivo de estabilidad de precios (y, en su caso, de pleno empleo o crecimiento real de la economía), primero en la fase de euforia y luego en la de posible recesión. Y los mismos reparos se pueden poner a la persecución de un objetivo a corto plazo (en términos de la brecha del producto o de la tasa de crecimiento del mismo) frente al objetivo a largo plazo en términos de inflación.

²⁷ Cfr. Banco Central Europeo (2002).

²⁸ Por las razones dadas en Cassola y Morana (2002).

²⁹ La experiencia japonesa en los últimos años ochenta y primeros noventa muestra que distintos mercados de activos presentan distintos desarrollos de precios. Cfr. Yamaguchi (2002).

6. Se pueden generar problemas de riesgo moral, si los inversores se lanzan a operaciones especulativas con la esperanza de que las autoridades monetarias evitarán la formación de una burbuja.

Este argumento no parece muy sólido. Si las autoridades evitan la formación de la burbuja, eliminarán los beneficios esperados por los inversores, lo que no genera problemas de riesgo moral –que serán más probables si las autoridades actúan para mitigar los posibles efectos negativos de la explosión de la burbuja. Otra cosa es que una insuficiente subida de tipos de interés, incapaz de detener la burbuja, genere más confianza en la capacidad del banco central para solucionar los problemas y, por tanto, aliente una mayor especulación³⁰.

7. Cuando se está formando una burbuja, la subida de tipos de interés puede ser ineficaz –a no ser que sea cuantitativamente importante, lo que puede provocar una recesión, que es lo que se trataba de evitar al pinchar la burbuja³¹.

No obstante, lo que deben ponderar las autoridades es la probabilidad, profundidad e incidencia de la recesión provocada al intentar evitar la formación de la burbuja con la probabilidad, profundidad e incidencia de la recesión que puede producirse al pincharse la burbuja. Como señalan Bordo y Jeanne (2002), la intervención decidida contra la formación de una burbuja debe adoptarse con la mentalidad de que es un seguro, un seguro costoso, pero quizá necesario para evitar riesgos mayores.

8. La adopción de una severa política monetaria para evitar la formación de una burbuja en los precios de los activos será mal acogida por los inversores y por el público en general, deteriorando su confianza en el banco central³². De todos modos, lo importante no debe ser la aceptación o rechazo de la política, sino su resultado.

La política monetaria recomendable

Las razones ofrecidas en la sección anterior explican que la mayoría de los autores se incline por limitar los objetivos de la política monetaria a la consecución de una inflación baja y estable a largo plazo, y, en su caso, a la estabilidad en alguna variable real (la brecha del producto, la tasa de crecimiento del producto o la tasa de desempleo) en el corto plazo (además de la estabilidad del sistema financiero). De acuerdo con esta postura, el nivel o la tasa de variación de los precios de los activos no deben figurar como objetivo de la política monetaria³³.

³⁰ Cfr. *The Economist* (2002).

³¹ Cfr. Bank of International Settlements (1997), Greenspan (2002), Yamaguchi (2002). Goodfriend (1998) discute la eficacia de la política de llamar la atención de los mercados sobre la posible formación de una burbuja. Su eficacia será, probablemente, nula, si no va acompañada de acciones más enérgicas, y puede reducir la credibilidad del banco central si sus advertencias no se ven confirmadas por la evolución del mercado. Pero también el silencio puede interpretarse como una validación de los precios que se están formando.

³² Este argumento lo sugieren Greenspan (2002) e Issing (2002).

³³ De esta opinión son, entre otros muchos, Banco Central Europeo (2002), Bernanke y Gertler (1999), Bordo et al. (1997), Cassola y Morana (2002), Crockett (1998), Gertler (1998), Goodfriend (1998), Greenspan (2002), Issing (1998), Kaufman (1998). Cecchetti et al. (2000) sostienen que la política monetaria debería reaccionar a los precios de los activos, pero que éstos no deberían ser un objetivo de aquella. Y Goodhart (1999) propone incluir los precios de los activos en una medida amplia de la inflación, en la línea de Alchian y Klein (1973); véase en Toribio (2001) una crítica de esta propuesta.

Y, sin embargo, los argumentos que hemos presentado no son definitivos. No se trata de incluir los precios de los activos como un objetivo de la política monetaria, sino de actuar esporádicamente utilizando los instrumentos de la política monetaria, cuando hay motivos para pensar que la evolución de los mercados de activos no es normal. Por tanto, lo que se discute es, primero, la capacidad de las autoridades para darse cuenta de que los precios de los activos se están separando de la trayectoria que marcan sus fundamentos, y segundo, su capacidad para influir en esos precios, evitando la formación de una burbuja.

¿Pueden las autoridades saber que los precios de los activos se están separando de sus fundamentos? No pueden saberlo con certeza, pero pueden tener indicios de que ese desarrollo puede estar produciéndose. Para ello, disponen de algunos indicadores adicionales. En efecto, en el pasado, algunas burbujas se han formado inmediatamente después de procesos de desregulación y liberalización financiera, que han provocado expansiones de crédito³⁴. Además, la formación de burbujas suele ir acompañada de expansiones monetarias y de crédito –y parece lógico que sea así, si la evolución del precio de los activos tiene continuidad y se autoalimenta³⁵. Finalmente, el seguimiento de los niveles de endeudamiento del sector privado permite también identificar situaciones en las que la formación de una burbuja puede agravar el riesgo de inestabilidad financiera.

Todo ello sugiere que el simple cumplimiento de una regla monetaria como la de Taylor³⁶, que relaciona los tipos de interés con los objetivos de la política monetaria (inflación y crecimiento del producto real) para conseguir la estabilidad en términos de esas variables, no garantiza la estabilidad financiera y, en concreto, la estabilidad de los mercados de activos. En este sentido, el seguimiento de variables monetarias, como la cantidad de dinero y el volumen de crédito, puede ayudar a detectar desviaciones que exijan una corrección, aun cuando no se traduzcan en aumentos de los precios de los bienes y servicios³⁷.

Y esto puede ser particularmente importante en un entorno de inflación y tipos de interés bajos, que pueden alentar la formación de burbujas en los precios de los activos cuando el optimismo sobre los precios futuros resulte excesivo, por alguna perturbación como las que explican el auge de la bolsa en Estados Unidos en los años noventa³⁸. Nótese que este argumento introduce una excepción (al menos a corto plazo) a la tesis, ampliamente aceptada, de que una política monetaria dirigida a un objetivo de inflación es el mejor marco para la estabilidad de los precios de los activos.

Más aún, es probable que una política monetaria que reaccione a una perturbación sectorial –como la rápida reducción de los tipos de interés en Estados Unidos, después de la caída de la inversión en equipo y software desde el año 2000 –provoque la formación de un excesivo crecimiento de los precios en el mercado inmobiliario. Esto se explica por la reducida elasticidad de la demanda de equipo y software respecto del tipo de interés y la elevada elasticidad de la demanda de inversión residencial a la misma variable. En tal caso, el banco central debe ser consciente de que sus propias acciones están creando las condiciones para una desviación de los precios de los activos respecto de su trayectoria fundamental³⁹.

³⁴ Cfr. Borio et al. (1994).

³⁵ Cfr. Borio y Lowe (2002). Tal parece ser también la experiencia de Japón en los últimos años ochenta; cfr. Yamaguchi (2002).

³⁶ La referencia original es Taylor (1993).

³⁷ Esta es una idea sugerida por Issing (2002).

³⁸ Cfr. Yamaguchi (2002).

³⁹ Cfr. Raddatz y Rigobon (2003).

Así pues, aunque la política monetaria deba concentrarse en un objetivo de inflación a largo plazo (más un posible objetivo en términos de la brecha del producto, o del crecimiento del PIB real, o de la tasa de desempleo, en el corto plazo), nos parece que esto no significa que deba olvidar los precios de los activos, cuando concurren circunstancias previas (por ejemplo, un entorno de desregulación financiera, o una perturbación importante que afecte al crecimiento potencial de la economía y a los beneficios esperados) y simultáneas (rápida reducción de los tipos de interés y fuerte expansión del crédito, de la cantidad de dinero o del endeudamiento privado)⁴⁰ que puedan sugerir la formación de una burbuja en los mercados de activos, más allá de la aplicación más o menos automática de una regla como la de Taylor, basada en los tipos de interés pero no en variables nominales, como el crecimiento de la cantidad de dinero o del crédito. Así pues:

1. La recomendación de actuar ante el riesgo de formación de una burbuja financiera no implica introducir un nuevo objetivo de la política monetaria, en términos de precios de los activos, sino que se trata de evitar desequilibrios mayores en la tasa de inflación o en la estabilidad del producto.
2. Lo que justifica la actuación de la autoridad monetaria no es tanto la desviación de los precios de los activos respecto de su trayectoria fundamental –que el banco central no conoce –, sino la formación de condiciones que pueden conducir a una burbuja, incluyendo indicadores tradicionales de la política monetaria, como el crecimiento de la cantidad de dinero y del crédito.
3. La intervención no debe ser continuada, sino limitada en el tiempo, para corregir perturbaciones que se producen una sola vez (aunque pueden tener una cierta duración temporal).
4. Esas intervenciones son más necesarias en entornos de inflación y tipos de interés bajos, como los que se vienen dando en los países occidentales en los últimos años del siglo XX y en los primeros del XXI, porque en esas condiciones es más fácil la formación de burbujas especulativas.
5. Esa actuación no tiene por qué limitarse a una elevación de los tipos de interés, sino que debe orientarse, primero, a limitar el crecimiento excesivo de la cantidad de dinero y del crédito, y segundo, a compensar los incentivos a la formación de una burbuja –lo que puede conseguirse con acciones como la limitación al crédito para la compra de valores, o la limitación del importe de las hipotecas en condiciones de fuerte subida del precio de los inmuebles.

La política monetaria ante una caída desordenada de los precios de los activos

¿Cómo debe actuar el banco central cuando se ha producido una caída precipitada de los precios de los activos? Ante el riesgo de recesión, y en un entorno de inflación decreciente, parece lógico sostener que la principal responsabilidad de la autoridad monetaria consiste en volver a la normalidad en los mercados financieros, evitar la recesión y preservar

⁴⁰ El crecimiento del endeudamiento privado puede ser la adaptación racional a una reducción –que se espera sea permanente– de los tipos de interés, como ocurrió en España a raíz de la entrada en la Unión Económica y Monetaria europea. Pero ese mayor apalancamiento puede favorecer la formación de una burbuja o, al menos, agravar las posibles consecuencias de la caída precipitada del precio de los activos.

la estabilidad del sistema financiero. Esto conlleva por lo menos algunas de las siguientes medidas:

1. Una rápida reducción de los tipos de interés, que detenga la caída de los precios de los activos, reduzca las tensiones financieras que pesarán sobre el endeudamiento del sector privado, facilite liquidez en un momento de huida hacia la liquidez⁴¹, ayude a la recuperación de la actividad y devuelva la confianza a los agentes económicos.

Ahora bien, esta política no garantiza un “aterrizaje suave”, porque la capacidad de la política monetaria para impulsar la economía es muy limitada, sobre todo en un entorno de alto endeudamiento, reducción de la riqueza de las familias y caída de la inversión y del consumo. Lleva también consigo el riesgo de que se acelere la inflación, sobre todo si el pinchazo de la burbuja no acaba produciendo los efectos temidos (como ocurrió en las economías occidentales después del *crash* bursátil de octubre de 1987)⁴². Asimismo, el riesgo de que los precios de los activos no se ajusten suficientemente a la baja, manteniendo los desequilibrios financieros durante mucho tiempo. Y el riesgo, ya denunciado antes, de que sean los precios de los inmuebles los que se separen de su trayectoria fundamental.

2. Una serie de acciones dirigidas a mantener la estabilidad del sistema financiero. Esta se define como estabilidad en las instituciones financieras (porque los agentes privados confían en que podrán seguir cumpliendo sus obligaciones sin interrupciones en su actividad y sin una ayuda externa extraordinaria) y en los mercados (porque se confía en que podrán llevar a cabo transacciones que reflejen los fundamentos)⁴³.

Esas acciones pueden incluir unos requisitos de capital suficiente para las instituciones financieras (incluyendo, en su caso, unas mayores exigencias de capitalización en función de la revalorización de las garantías de los créditos debidas al aumento del precio de los activos), la limitación de la cuantía del crédito hipotecario o con garantía de valores en función del crecimiento del precio de los activos inmobiliarios o bursátiles, etc. Se trata, en definitiva, de limitar el riesgo que para el sistema financiero supone la formación y consiguiente explosión de una burbuja especulativa, mediante una política continuada de supervisión y regulación.

3. Continuar ejerciendo las tareas de prestamista de última instancia, con flexibilidad y sentido de la anticipación, con aquellas entidades más afectadas por la crisis.

⁴¹ Esta inyección de liquidez debe llevarse a cabo en el conjunto de la economía, no atendiendo a las necesidades de cada entidad financiera. Por tanto, no forma parte de la función de prestamista de última instancia, que corresponde al banco central (cfr. Kaufman 1998). En economías pequeñas y abiertas hay que proveer también mecanismos de abastecimiento de liquidez en moneda extranjera (por ejemplo, mediante acuerdos entre bancos centrales), especialmente cuando la depreciación de la moneda nacional aumenta el valor real de las deudas en moneda extranjera.

⁴² Esto implica que el banco central debe estar dispuesto a retirar rápidamente los excesos de liquidez que haya creado, en cuanto se recuperen los precios de los activos y la actividad económica. Cfr. Mishkin (1997b).

⁴³ Cfr. Crockett (1997). La inestabilidad del sistema financiero preocupa porque puede perturbar el mecanismo de pagos y los flujos de crédito, así como por la posible destrucción del valor de los activos. Cfr. Schinasi (2003).

Todas estas medidas no garantizan que la explosión de la burbuja no tenga consecuencias negativas para la economía, pero, al menos, deberían limitarlas.

Conclusiones

El temor a que una "exuberancia irracional" estuviese conduciendo a los mercados financieros por sendas cada vez más alejadas de sus fundamentos en la segunda mitad de los años noventa, las consecuencias negativas de la caída de los precios de las acciones a partir de marzo de 2000, y el temor a la formación de una burbuja especulativa en los mercados inmobiliarios de países como Estados Unidos, Reino Unido, Australia, Irlanda, Países Bajos, Suecia y España, han vuelto a la actualidad la discusión sobre cuál debe ser la actitud de las autoridades monetarias ante los precios de los activos.

En este artículo hemos presentado un resumen del estado actual de esas discusiones. Hemos comprobado los efectos negativos que el pinchazo de una burbuja especulativa puede tener para la marcha de una economía y el papel que los precios de los activos pueden tener, junto con otras variables, como indicadores de una situación anómala.

A la vista de todo lo anterior, hemos concluido que no parece razonable que la política monetaria incorpore los niveles o las tasas de variación de los precios de los activos como objetivos, pero no participamos de la tesis de algunos autores que opinan que lo mejor que pueden hacer los bancos centrales es mantener sus objetivos en términos de tasa de inflación y acentuar las medidas de supervisión y regulación bancaria ante la eventualidad de una caída desordenada de los precios de los activos⁴⁴. Nuestra recomendación es que las autoridades monetarias estén atentas a la información que proporcionan los mercados de activos, que vigilen especialmente las alzas de sus precios cuando vayan acompañadas de expansiones monetarias o crediticias importantes, y que actúen prontamente sobre las causas posibles de la formación de una burbuja, en especial cuando se produzcan novedades en los mecanismos de crédito o en la valoración de los activos financieros. La actuación de las autoridades monetarias no debe limitarse al control de los tipos de interés –y mucho menos limitarse a mantener éstos en el nivel recomendado por una regla como la de Taylor. Y, finalmente, deben acentuar sus actuaciones de supervisión y regulación de las instituciones financieras, ante el peligro de que la explosión de la burbuja pueda provocar una crisis. □

Bibliografía

- Alchian, A. A. y B. Klein (1973), «On a correct measure of inflation», *Journal of Money, Credit and Banking* 5, 1.
- Argandoña, A. (2003), «La economía norteamericana en el cambio de siglo», caso IESE ASE-412.
- Banco Central Europeo (2002), «El mercado de valores y la política monetaria», *Boletín Mensual del Banco Central Europeo*, febrero.
- Bank of International Settlements (1997), «67th Annual Report», Bank of International Settlements, Basilea.
- Bernanke, B. y M. Gertler (1989), «Agency costs, net worth, and business fluctuations», *American Economic Review*, 79, 1.

⁴⁴ Cfr. Spaventa (1998).

- Bernanke, B. y M. Gertler (1999), «Monetary policy and asset price volatility», en «New Challenges for Monetary Policy», Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City.
- Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist (1998), «The financial accelerator in a quantitative business cycle framework», National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 6455.
- Bordo, M. D. y O. Jeanne (2002), «Monetary policy and asset prices: Does ‘benign neglect’ make sense?», IMF Working Paper n° 02/225.
- Bordo, M. D., T. Ito y T. Iwaisako (1997), «Banking crises and monetary policy: Japan in the 1990s and U.S. in the 1930s», Working Paper, University of Tsukuba.
- Borio, C. E. V., N. Kennedy y S. D. Prowse (1994), «Exploring aggregate asset price fluctuations across countries: measurement, determinants and monetary policy implications», *BIS Economic Papers*, 40, abril.
- Borio, C. E. V. y P. Lowe (2002), «Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus», BIS Working Paper n° 114, julio.
- Cassola, N. y C. Morana (2002), «Monetary policy and the stock market in the euro area», European Central Bank, Working Paper Series n° 119, enero.
- Cecchetti, S. G., H. Genberg, J. Lipsky y S. Wadhani (2000), «Asset Prices and Central Bank Policy», Geneva Reports on the World Economy, n° 2, Ginebra.
- Crockett, A. (1997), «Why is financial stability a goal of public policy», en «Maintaining Financial Stability in a Global Economy», Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City.
- Crockett, A. (1998), «Introduction», en Gertler, M., M. Goodfriend, O. Issing y L. Spaventa, «Asset Prices and Monetary Policy: Four Views», CEPR y Bank for International Settlements, Londres.
- Dhar, S., D. Pain y R. Thomas (2000), «A small structural empirical model of the UK monetary transmission mechanism», Bank of England, Working Paper Series n° 113.
- Gertler, M. (1998), «Asset prices and monetary policy», en Gertler, M., M. Goodfriend, O. Issing y L. Spaventa, «Asset Prices and Monetary Policy: Four Views», CEPR y Bank for International Settlements, Londres.
- Goodfriend, M. (1998), «Asset prices and monetary policy», en Gertler, M., M. Goodfriend, O. Issing y L. Spaventa, «Asset Prices and Monetary Policy: Four Views», CEPR y Bank for International Settlements, Londres.
- Goodhart, C. A. (1999), «Time, inflation and asset prices», mimeo, London School of Economics.
- Gordon, M. (1962), «The Investment Financing and Valuation of the Corporation», Irwin, Homewood.
- Greenspan, A. (2002), «Central bank perspectives on stabilization policy», *Economic Review*, 87, 4, cuarto trimestre, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Houthakker, H. S. y P. J. Williamson (1996), «The Economics of Financial Markets», Oxford University Press, Nueva York.
- Howells, P. y K. Bain (1998), «The Economics of Money, Banking and Finance. A European Text», Addison Wesley Longman, Harlow.
- Issing, O. (1998), «Asset prices and monetary policy», en Gertler, M., M. Goodfriend, O. Issing y L. Spaventa, «Asset Prices and Monetary Policy: Four Views», CEPR y Bank for International Settlements, Londres.
- Issing, O. (2002), «Central bank perspectives on stabilization policy», *Economic Review*, 87, 4, cuarto trimestre, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Kahn, M. S. (2003), «Current issues in the design and conduct of monetary policy», IMF Working Paper 03/56, marzo.
- Kaufman, G. G. (1988), «Bank runs: causes, benefits, and costs», *Cato Journal*, invierno.
- Kaufman, G. G. (1998), «Central banks, asset bubbles, and financial stability», Federal Reserve Bank of Chicago, Working Papers Series n° WP-98-12.

- Kindleberger, C. P. (1996), «Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises», 3ª ed., John Wiley and Sons, Nueva York.
- Kiyotaki, N. y J. Moore (1997), «Credit cycles», *Journal of Political Economy*, 105.
- Lastrapes, W. D. (1998), «International evidence on equity prices, interest rates and money», *Journal of International Money and Finance*, 17.
- Mishkin, F. S. (1997a), «The Economics of Money, Banking, and Financial Markets», 5ª ed., Addison-Wesley, Reading.
- Mishkin, F. S. (1997b), «The causes and propagation of financial instability: Lessons for policymakers», en «Maintaining Financial Stability in a Global Economy», Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City:
- Mishkin, F. S. et al. (1995), «The monetary transmission mechanism», *Journal of Economic Perspectives*, otoño.
- Modigliani, F. (1971), «Monetary policy and consumption», en «Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages», Federal Reserve Bank of Boston, Boston.
- Raddatz, C. y R. Rigobon (2003), «Monetary policy and sectoral shocks: did the Fed react properly to the high-tech crisis?», NBER Working Paper n° 9835, julio.
- Rapach, D. E. (2001), «Macro shocks and real stock prices», *Journal of Economics and Business*, 53.
- Ritter, L. S., W. L. Silber y G. F. Udell (1996), «Principles of Money, Banking, and Financial Markets», 9ª ed., Addison-Wesley, Reading.
- Schinasi, G. J. (2003), «Responsability of central banks for stability in financial markets», IMF Working Paper n° 03/121, junio.
- Spaventa, L. (1998), «Asset prices and monetary policy», en Gertler, M., M. Goodfriend, O. Issing y L. Spaventa, «Asset Prices and Monetary Policy: Four Views», CEPR y Bank for International Settlements, Londres.
- Taylor, J. B. (1993), «Discretion versus policy rules in practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39.
- The Economist* (2002), «Bubble and squeak», 28 de septiembre.
- The Economist* (2003), «Close to bursting. A survey of property», 31 de mayo.
- Tobin, J. (1969), «A general equilibrium approach to monetary policy», *Journal of Money, Credit and Banking*, 1.
- Toribio, J. J. (2001), «Crecimiento económico e inflación de activos: El legado del siglo XX», en «Papeles y Memorias VII: Año 2000. Balance de llegada», Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Madrid.
- Yamaguchi, Y. (2002), «Central bank perspectives on stabilization policy», *Economic Review*, 87, 4, cuarto trimestre, Federal Reserve Bank of Kansas City.