

RECONSIDERACIÓN DE LA RELACIÓN ENTRE LAS BURBUJAS DE PRECIOS DE LOS ACTIVOS Y LA POLÍTICA MONETARIA



A la luz de la reciente crisis financiera, en este artículo se reconsidera el papel de los precios de los activos en la ejecución de la política monetaria, centrándose en la conveniencia y viabilidad de «intervenir en contra de la tendencia» a la creación de burbujas en los precios de los activos mediante la instrumentación de la política monetaria.

Los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos son potencialmente muy costosos en términos de producto y estabilidad de precios. Los bancos centrales tienen interés en reducir los riesgos para la estabilidad de precios que se deriven de estos acontecimientos. En este contexto, en el presente artículo se expone que tanto la experiencia de la reciente crisis financiera como los resultados de la investigación económica han reforzado los argumentos a favor de que los bancos centrales «intervengan en contra de la tendencia» a la formación de burbujas en los precios de los activos. Si bien la identificación de estas burbujas no es tarea fácil, la investigación reciente sugiere que los indicadores de dinero y crédito pueden ayudar a predecir los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos, por lo que es fundamental que los bancos centrales realicen un estrecho seguimiento de estas variables de forma periódica.

La estrategia de política monetaria del BCE orientada hacia la estabilidad contiene elementos del enfoque de «intervenir en contra de la tendencia». En particular, el papel destacado asignado al análisis monetario dentro de esta estrategia asegura que las condiciones de dinero, crédito y liquidez, empíricamente asociadas a la evolución de los precios de los activos, se tengan debidamente en cuenta en la ejecución de la política monetaria. El análisis monetario proporciona un valioso marco para el análisis de los riesgos a largo plazo para la estabilidad de precios, como los que se deriven de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos.

I INTRODUCCIÓN

La reciente crisis financiera ha vuelto a demostrar que los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos pueden tener efectos de gran magnitud sobre la estabilidad macroeconómica. En cumplimiento de su mandato de mantener la estabilidad de precios, los bancos centrales han de considerar si y cómo deben incorporar un análisis de esta evolución de los precios de los activos en sus decisiones de política monetaria. En este contexto, en el presente artículo se reconsidera la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria, extrayendo conclusiones tanto de la experiencia reciente como de los avances en la literatura económica.

En el pasado, el BCE ha abogado por tener en cuenta la posibilidad de «intervenir en contra de la tendencia» a la formación de burbujas en los precios de los activos a la hora de adoptar decisiones de tipos de interés¹. Este enfoque no supone establecer objetivos concretos de precios para un de-

terminado activo o índice, sino que trata más bien de asegurar que la evaluación general sobre la que se basan las decisiones de política monetaria incorpore un análisis de los riesgos a medio y largo plazo para la estabilidad de precios derivados de la evolución de los precios de los activos.

En efecto, existe una variedad de mecanismos a través de los cuales los precios de los activos pueden afectar a los precios de consumo. Por ejemplo, pueden hacerlo a través de un efecto riqueza por el lado de los consumidores y de un «efecto Q» por el lado de las empresas². Si Q —es decir, la ratio entre el valor bursátil de una empresa y el coste de reposición de su capital— se eleva como consecuencia de un aumento del precio de las acciones, la empresa puede captar más capital mediante sus emisiones de acciones. Ello hace que la obtención

1 «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, abril 2005.

2 Véase Tobin, J., «A general equilibrium approach to monetary theory», *Journal of Money, Credit and Banking*, 1, 1969, pp. 15-29. La Q de Tobin se define como el valor de mercado del capital en relación con su coste de reposición.

de nuevo capital sea más atractiva para las empresas, con el consiguiente incremento de la demanda de inversión, lo que puede, a su vez, elevar los precios de los bienes y servicios. Otros efectos adicionales pueden derivarse de los precios de los inmuebles residenciales, los cuales, a través de los aumentos salariales pedidos por los trabajadores, pueden generar subidas de los precios de los bienes y servicios y, por ende, de los precios de consumo. Finalmente, otro posible canal puede ser el impacto de los precios de los activos sobre la confianza de los inversores y consumidores.

La investigación realizada en la pasada década ofrece también evidencias de la existencia de un vínculo entre, por un lado, la evolución del dinero y del crédito y, por otro, la de los precios de los activos³. En consecuencia, la estrategia de política monetaria del BCE basada en dos pilares —en la que se atribuye un papel relevante al análisis monetario— se ha considerado como un marco adecuado para el análisis de las relaciones entre el dinero, el crédito y los precios de los activos, con vistas a evaluar los riesgos para la estabilidad de precios.

Este artículo muestra que tanto la evolución económica reciente como los resultados de la investigación económica han reforzado los argumentos a favor de que los bancos centrales «intervengan en contra de la tendencia» a la creación de desequilibrios en los precios de los activos. Al considerar la evolución de los precios de los activos a través de la perspectiva de la evolución monetaria, la estrategia de política monetaria del BCE incorpora el comportamiento de estos precios en el marco analítico general diseñado para mantener la estabilidad de precios en la zona del euro.

El artículo está estructurado de la manera siguiente. En la segunda sección se presenta el enfoque de «intervenir en contra de la tendencia» en la ejecución de la política monetaria y se reseñan los principales argumentos tradicionales en contra de dicho enfoque, además de describir los desarrollos más recientes relativos a su posible aplicación. En la tercera sección se ilustran los resultados de la investigación reciente sobre los métodos de identificación de los ciclos alcistas y bajistas del precio

de los activos, mientras que en la cuarta se analiza el papel del dinero y del crédito como indicadores de alerta temprana en relación con dichos ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos. A este respecto, este artículo no aborda el debate sobre las propiedades tradicionales del dinero y el crédito como indicadores adelantados de los precios de consumo, que se examinan en el otro artículo del presente Boletín Mensual⁴. En la quinta sección se presentan algunas conclusiones.

2 ARGUMENTOS A FAVOR DE «INTERVENIR EN CONTRA DE LA TENDENCIA»

Antes del inicio de la crisis financiera en agosto de 2007, una importante corriente de opinión sostenía que los bancos centrales no debían «intervenir en contra» de las subidas de precios de los activos en la ejecución de la política monetaria. Aunque se estimaba que estaba justificado contener las presiones inflacionistas a corto y medio plazo derivadas de efectos riqueza positivos sobre las decisiones de gasto durante la fase alcista, era opinión generalizada que los bancos centrales debían dejar estallar las burbujas de precios de los activos de forma natural, en lugar de intervenir para contenerlas. El enfoque considerado más adecuado era el de sostener la economía con una política monetaria acomodaticia durante la fase bajista y no intentar moderar la fase alcista inicial.

Los acontecimientos recientes han puesto en entredicho este punto de vista. Ahora está claro que, en los años anteriores al inicio de la crisis financiera, unas moderadas presiones inflacionistas coexistieron con un crecimiento galopante de los precios de los activos y una lenta acumulación de desequilibrios financieros. En este contexto, las predicciones de inflación, centradas en el corto plazo, pueden no ser un buen indicador de la formación en la economía de desequilibrios que pueden suponer riesgos para la estabilidad de precios

3 Borio, C. y Lowe, P., «Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?», *BIS Working Papers*, n.º 157, BPI, Basilea, 2004. Véanse también las referencias indicadas en el recuadro 3 del artículo citado en la nota 1.

4 Véase el artículo titulado «Cómo mejorar el análisis monetario», en el presente Boletín Mensual.

a más largo plazo. En estas circunstancias, intervenir en contra de la tendencia hacia desajustes en los precios de los activos puede ser una mejor opción de política monetaria⁵.

Intervenir en contra de la tendencia no implica establecer objetivos de precios de los activos. Por el contrario, puede definirse como una estrategia mediante la cual, ante una burbuja de precios de los activos que se va inflando, el banco central adopta una política monetaria algo más restrictiva de lo que habría hecho de haber existido perspectivas macroeconómicas similares en una situación más normal de los mercados de activos. De este modo, el banco central —en una fase temprana de la evolución de los mercados— peca de exceso de prudencia al intentar evitar alimentar la burbuja con una política demasiado acomodaticia. En cumplimiento de su mandato de mantener la estabilidad de precios de forma duradera, el banco central puede pues tolerar una volatilidad a corto plazo de los precios algo más elevada, a cambio de mejores perspectivas de mantenimiento de la estabilidad de precios a más largo plazo.

El tradicional escepticismo respecto a intervenir en contra de la tendencia se ha basado en tres preocupaciones legítimas⁶. En primer lugar, en épocas de euforia en los mercados, pueden surgir dudas acerca de la eficacia de la política monetaria para contener las subidas de precios de los activos. Puede ser necesario elevar los tipos de interés oficiales de forma significativa para ejercer un efecto apreciable sobre el fuerte aumento de los precios de los activos. En segundo lugar, se ha considerado la política monetaria como una herramienta muy poco precisa para contener las burbujas de precios de los activos. En circunstancias normales, la elevación de los tipos de interés oficiales hace bajar los precios de muchos activos (incluidos los que no están subiendo de forma acusada), al tiempo que modera el crecimiento de la economía real y los precios de consumo. En consecuencia, el daño collateral provocado por una política monetaria que interviene en contra de las burbujas de precios de los activos podría ser considerable. En tercer lugar, la capacidad de los bancos centrales para identificar las burbujas de precios de los

activos en tiempo real suscita cierta preocupación. En particular, si el crecimiento de los precios de los activos estuviera determinado y justificado por cambios en las variables fundamentales de la economía (en lugar de constituir una burbuja), una respuesta de política monetaria a esta escalada podría desestabilizar la economía innecesariamente.

Sin embargo, la experiencia adquirida durante la crisis financiera y los resultados de la reciente investigación empírica y teórica han arrojado más luz sobre esta cuestión y atenúan, en general, la citada preocupación, por lo que sustentan el enfoque de intervenir en contra de las burbujas de precios de los activos como sólida opción a incorporar en la formulación de la política monetaria⁷.

- 5 Un concepto estrechamente relacionado con este tema, que aparece en la literatura, es el de «intervenir en contra de la fragilidad financiera». Este concepto fue abordado en Diamond, D.W. y Rajan, R.G., «Illiquidity and interest rate policy», *NBER Working Papers*, n.º 15197, Cambridge, Massachusetts, 2009, y Giavazzi, F. y Giovannini, A., «Central banks and the financial system», *CEPR Discussion Papers*, n.º DP7944, Londres, 2010. Los autores abogan por que los bancos centrales traten la fragilidad inherente al sistema financiero —que se deriva de la transformación de la liquidez por las entidades de crédito (es decir, la tendencia a tomar préstamo en demasía, a plazos demasiado cortos, y luego invertir en activos excesivamente ilíquidos)— añadiendo una prima a los tipos de interés oficiales, de modo que estos sean más altos que el tipo de interés «natural» en circunstancias normales.
- 6 Véanse, por ejemplo, Kohn, D., «Monetary policy and asset prices», ponencia presentada en el coloquio titulado «Monetary policy: a journey from theory to practice» celebrado en honor de Otmar Issing, Fráncfort del Meno, 16 de marzo de 2006, y Assenmacher-Wesche, K. y Gerlach, S., «Monetary policy and financial imbalances: facts and fiction», *Economic Policy*, vol. 25, n.º 63, 2010, pp. 437-482.
- 7 Cabe observar que, en una fase relativamente temprana, este tema ya fue objeto de estudio por parte del BCE, que se ha mostrado en cierta medida favorable y abierto al principio de intervenir en contra de la tendencia, al tiempo que señalaba la existencia de un vínculo implícito con el pilar del análisis monetario dentro de la estrategia de política monetaria del BCE. Véanse, por ejemplo: Issing, O., «Monetary and financial stability: is there a trade-off?», ponencia presentada en la Conferencia del BPI titulada «Monetary stability, financial stability and the business cycle», Basilea, 28-29 de marzo de 2003; Trichet, J.-C., «Asset price bubbles and monetary policy», Conferencia MAS, Singapur, 8 de junio de 2005; y, más recientemente, Papademos, L., «Financial market excesses and corrections: a central banker's perspective», ponencia presentada en el Foro Internacional de Investigación sobre Política Monetaria, Fráncfort del Meno, 26 de junio de 2008; González-Páramo, J.M., «Financial market failures and public policies: a central banker's perspective on the global financial crisis», palabras de despedida pronunciadas en el XVI Encuentro de Economía Pública, Granada, 6 de febrero de 2009; Stark, J., «Monetary policy before, during and after the financial crisis», ponencia presentada en la Universidad de Tübingen, Tübingen, 9 de noviembre de 2009; y Trichet, J.-C., «Credible alertness revisited», intervención en el simposio de la Reserva Federal titulado «Financial Stability and Macroeconomic Policy», Jackson Hole, 22 de agosto de 2009.

En primer lugar, por lo que se refiere al escepticismo respecto a la efectividad y eficiencia de la política monetaria para contener las burbujas de precios de los activos, la investigación reciente ha apuntado a canales adicionales de transmisión de dicha política. De cada uno de estos canales podría esperarse razonablemente que intensifique el impacto de la política monetaria durante los ciclos alcistas. Por ejemplo, el canal de «asunción de riesgos» sugiere que la actitud de las entidades de crédito ante el riesgo está estrechamente correlacionada con la orientación de la política monetaria. En presencia de un considerable apalancamiento intrasectorial, incluso aumentos relativamente reducidos de los tipos de interés oficiales pueden originar cambios significativos en las condiciones del crédito y en la dinámica de los mercados, en la medida en que alteran la tolerancia al riesgo de las instituciones financieras.

De forma similar, mecanismos que operan a través de los efectos de señalización de la política monetaria o del papel que pueden desempeñar los bancos centrales en desalentar un comportamiento gregario por parte de los inversores pueden dar lugar a que las modificaciones de los tipos de interés oficiales ejerzan sobre los precios de los activos efectos más pronunciados de lo que se solía considerar que ocurría en el pasado⁸. Respecto a este canal de transmisión de señales, se ha argumentado que las medidas de política monetaria transmiten la evaluación del estado de la economía por parte del banco central de una manera más creíble que cualquier discurso o declaración. A su vez, ello permite a los inversores realizar sus inversiones de una manera más eficiente y coordinada. En lo relativo al comportamiento gregario, según el cual los inversores prestan atención a las decisiones de otros participantes en el mercado, cuanto mayor sea el seguimiento de una determinada tendencia en los mercados, mayor será la probabilidad de que los inversores alimenten una burbuja. Se observa que elevar los tipos de interés oficiales puede ser una medida eficaz para detener un comportamiento gregario y persuadir a los inversores para que basen sus decisiones en su propia información acerca de la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión⁹.

En segundo lugar, por lo que respecta a las implicaciones, en términos de bienestar social, de intervenir en contra de la tendencia, se ha profundizado y perfeccionado el análisis de los costes de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos en las economías desarrolladas¹⁰. El cálculo de los costes de las burbujas basado en modelos teóricos da resultados ambiguos¹¹ o incluso justifica las burbujas, en el sentido de considerar que corresponden a comportamientos optimizadores individuales en modelos de equilibrio general¹². Sin embargo, los modelos teóricos existentes utilizan supuestos bastante específicos para permitir la formación de burbujas en modelos de equilibrio general¹³ y, en cuanto al análisis en términos de bienestar, tienden a desdénar aspectos importantes que hacen que las burbujas sean muy costosas en el mundo real. Por ejemplo, en los cálculos del coste social de dejar estallar las burbujas de precios de los activos no se incluyen generalmente la carga fiscal para las futuras generaciones, la pérdida de confianza en la economía de mercado y los incentivos a asumir mayores riesgos en el futuro, como consecuencia de distintas clases de intervenciones públicas y de planes de rescate, es decir, el problema del «riesgo moral». Ciertamente no todos los ciclos alcistas y bajistas son perjudiciales y tienen efectos reales significativos. Este es también uno de los motivos por los que la fijación automática de objetivos de precios de los activos no es una opción razonable para la política monetaria. Sin embargo, la experiencia de la reciente crisis financiera, que ha estado acompañada de una fuerte caída de la actividad económica mundial, un creciente desempleo y una considerable inestabilidad financiera en una serie de países y mercados, es un recordatorio de que exis-

8 Véase Hoerova, M., Monet, C. y Temzelides, T., «Money talks», *Working Paper Series*, n.º 1091, BCE, Fráncfort del Meno, 2009.

9 Véase Loisel, O., Pommeret, A. y Portier, F., «Monetary policy and herd behavior in new-tech investment», mimeo, 2009.

10 Existe escasa evidencia de efectos beneficiosos derivados de las burbujas de precios de los activos, y esta información se limita principalmente a los países en vías de desarrollo.

11 Véase, por ejemplo, Fahri, E. y Tirole, J., «Collective moral hazard, maturity mismatch and systemic bailouts», *NBER Working Papers*, n.º 15138, Cambridge, Massachusetts, 2009.

12 Véase, por ejemplo, Tirole, J., «Asset bubbles and overlapping generations», *Econometrica*, vol. 53, n.º 6, 1985, pp. 1499-1528.

13 Véase Santos, M.S. y Woodford, M., «Rational asset pricing bubbles», *Econometrica*, vol. 65, n.º 1, 1997, pp. 19-58.

ten ciclos alcistas y bajistas que pueden desencadenar crisis sistémicas y que constituyen, por lo tanto, una seria amenaza para el crecimiento económico mundial.

En tercer lugar, en lo referente a la capacidad de identificar burbujas en tiempo real, la investigación reciente ha puesto de relieve que la incertidumbre respecto a si un ciclo alcista del precio de los activos puede considerarse efectivamente como una burbuja o simplemente como reflejo de variables fundamentales de la economía no es necesariamente mayor que la que rodea a otros conceptos económicos habitualmente utilizados como indicadores por los bancos centrales, como el cálculo de la «brecha de producción». De hecho, algunos estudios recientes de expertos del BPI y del BCE han mostrado que, utilizando métodos estadísticos sencillos para analizar las variaciones rápidas y persistentes de los precios de los activos, se pueden identificar períodos potencialmente peligrosos de auge en los mercados financieros. En alguna medida, estos períodos pueden predecirse mediante un atento análisis de la evolución del dinero y del crédito. En particular, la relación de indicador adelantado entre el crédito privado y los ciclos alcistas del precio de los activos, observada en los precios de las acciones de la zona del euro en 2005¹⁴, ha sido confirmada posteriormente por los estudios empíricos sobre varios países de la OCDE respecto tanto a los precios de la vivienda como a los de las acciones¹⁵. En las secciones siguientes se describen con más detalle estos resultados y los métodos utilizados para obtenerlos.

3 DETECCIÓN DE LOS CICLOS ALCISTAS Y BAJISTAS DEL PRECIO DE LOS ACTIVOS UTILIZANDO DIVERSOS MÉTODOS

El problema de cómo identificar y cuantificar las burbujas de precios de los activos y los desajustes y/o desequilibrios financieros siempre ha sido, y sigue siendo, extremadamente difícil. A esta dificultad se suma la necesidad, para que resulte operativo desde el punto de vista de la política monetaria, de reconocer las complicaciones adicionales que plantea la evaluación en tiempo real, como los

desfases en la publicación de series temporales clave y las posteriores revisiones de los datos.

Como punto de partida, es importante tener una idea clara de lo que se entiende por desajuste en los precios de los activos. Desde la perspectiva de la política económica, es de especial interés identificar aquellos períodos, alcistas y bajistas, que pueden calificarse como perjudiciales, es decir, los que tienen graves efectos económicos reales. Estos períodos incluyen con frecuencia crisis monetarias y bancarias, habitualmente precedidas de un ciclo de subida y posterior caída del precio de los activos, que distorsiona la asignación de recursos en la economía y afecta a la estabilidad macroeconómica durante un tiempo prolongado. Tras el estallido de una burbuja en el precio de los activos, puede producirse un período de fuerte contracción económica, caracterizada por un reajuste desordenado de los mercados, pérdidas de producción, caídas de los precios inmobiliarios y elevada incertidumbre¹⁶.

La literatura económica reciente ha definido los desajustes en los precios de los activos y los desequilibrios financieros de distintas maneras. Los métodos van desde metodologías puramente estadísticas, que identifican una evolución de los precios de los activos particularmente fuerte o débil, hasta análisis basados en modelos que incorporan los determinantes fundamentales de la evolución de los índices de precios de los activos. En ambos casos, desviaciones significativas respecto a una determinada norma (definida por la experiencia histórica y el modelo subyacente, respectivamente) se consideran como ciclos alcistas o bajistas.

Por lo que se refiere a las metodologías estadísticas, se ha utilizado una variedad de herramientas para definir los desajustes en los precios de los activos sobre la base de métodos univariantes sim-

14 Véase, por ejemplo, el gráfico 1 del artículo citado en la nota 1.

15 Véanse Alessi, L. y Detken, C., «'Real time' early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity», *Working Paper Series*, n.º 1039, BCE, Fráncfort del Meno, 2009, y Agnello, L. y Schuknecht, L., «Booms and busts in housing markets: determinants and implications», *Working Paper Series*, n.º 1071, BCE, Fráncfort del Meno, 2009.

16 Véase el artículo citado en la nota 1.

ples de series temporales. Por ejemplo, Bordo y Jeanne definen un ciclo bajista como un período en el que la media móvil de tres años de la tasa de crecimiento del índice de precios de los activos considerado se sitúa por debajo de un umbral específico (que, en el caso analizado por estos autores, se corresponde con la tasa media de crecimiento menos un determinado múltiplo de la desviación típica de la misma)¹⁷. Desde entonces la literatura se ha expandido, utilizándose como nivel del umbral o bien un múltiplo diferente de la desviación típica¹⁸ o bien un valor constante¹⁹. Los últimos estudios varían también considerablemente en cuanto a los índices de precios de los activos a evaluar, que pueden ser índices separados de precios de las acciones y de la vivienda o índices sintéticos que tienen en cuenta la evolución de ambos mercados²⁰. Huelga decir que todos estos criterios pueden aplicarse, a la inversa, a los ciclos alcistas, considerando los períodos en los que el índice es más alto que los correspondientes umbrales.

Recientemente, también se han realizado avances con métodos más fundamentados teóricamente, para detectar desajustes en los precios de los activos, como la «metodología de cuantiles», que utiliza regresiones no paramétricas por cuantiles²¹. Esta metodología se basa en la estimación de la distribución de probabilidades de los precios de los activos en función de sus fundamentos macroeconómicos. La hipótesis básica es que la distribución de probabilidades del índice de precios de los activos no es constante en el tiempo, sino que cambia en función del entorno macroeconómico. Así pues, el precio de un determinado activo puede considerarse demasiado alto, normal o demasiado bajo, dependiendo de la situación macroeconómica prevaleciente. De esta forma, el método de los cuantiles, al tiempo que permite un análisis de la evolución de la dispersión y asimetría de la distribución de los precios de los activos a lo largo del tiempo, también tiene en cuenta la evolución de los fundamentos macroeconómicos²².

En conjunto, estas consideraciones sustentan la idea de que se ha ampliado la gama de métodos actualmente disponibles para detectar períodos de

variaciones excesivas de los precios de los activos. Al mismo tiempo, se podría afirmar en general que la mayor parte de estos métodos recogen, en gran medida, muchas de las últimas crisis (por ejemplo, la crisis escandinava de principios de los noventa y la crisis asiática, así como la crisis más reciente). No obstante, persiste indudablemente la incertidumbre acerca de la correcta identificación de estos episodios en tiempo real, por lo que es necesario contrastar los resultados obtenidos con distintos métodos.

17 Véase Bordo, M.D. y Jeanne, O., «Monetary policy and asset prices: does 'benign neglect' make sense?», *International Finance*, vol. 5, n.º 2, 2002, pp. 139-164.

18 Uno de los ejemplos más recientes de estudios en los que se aplica un umbral diferente y variante en el tiempo es el realizado por Alessi, L. y Detken, C., citado en la nota 15, en el que el criterio utilizado para los ciclos alcistas es un período de al menos tres trimestres consecutivos en los que el índice de precios de los activos es superior a su tendencia recursiva más 1,75 veces la desviación típica. Véase también Gerdesmeier, D., Reimers, H.-E. y Roffia, B., «Asset price misalignments and the role of money and credit», *Working Paper Series*, n.º 1068, BCE, Fráncfort del Meno, 2009, en el que los autores definen un ciclo bajista como aquel en el que el índice sintético de precios de los activos cae por debajo de un cierto umbral (calculado como la media menos 1,5 veces su desviación típica) en un período de tres años.

19 En «Lessons for monetary policy from asset price fluctuations», capítulo 3, *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, Washington DC, octubre 2009, se atribuye un valor fijo al umbral. En este estudio, los ciclos bajistas se definen como períodos en los que, en términos reales, la media móvil de cuatro trimestres de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los activos cae por debajo de un umbral, fijado en el -5%, para los precios de la vivienda, y en el -20%, para los precios de las acciones. Otros estudios recientes que atribuyen un valor fijo al umbral son: Detken, C. y Smets, F., «Asset price booms and monetary policy», en Siebert, H. (ed.), *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Springer, Berlín, 2004; y Adalid, R. y Detken, C., «Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles», *Working Paper Series*, n.º 732, BCE, Fráncfort del Meno, 2007, en el que el umbral para el índice agregado de precios reales de los activos se sitúa un 10% por encima de su nivel tendencial.

20 Pueden encontrarse algunos ejemplos en el trabajo de Alessi, L. y Detken, C. citado en la nota 15 y en el trabajo de Gerdesmeier, D., Reimers, H.-E. y Roffia, B. citado en la nota 18, por lo que se refiere a los precios de los activos; y en Berg, A. y Pattillo, C., «Predicting currency crises: the indicators approach and an alternative», *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, n.º 4, 1999, pp. 561-586, en lo que respecta a las crisis cambiarias.

21 Para más información sobre el tema de la identificación de burbujas en los precios de los activos, en los mercados de valores y de la vivienda (incluida la identificación basada en enfoques fundamentados en la teoría económica), véanse los recuadros 1 y 2 del artículo citado en la nota 1.

22 Puede encontrarse un ejemplo reciente de este enfoque en Machado, J.A.F. y Sousa, J., «Identifying asset price booms and busts with quantile regressions», *Working Papers*, n.º 8/2006, Banco de Portugal, Lisboa, 2006. Véase también el artículo citado en la nota 1.

4 EL PAPEL DEL DINERO Y DEL CRÉDITO COMO INDICADORES DE ALERTA TEMPRANA

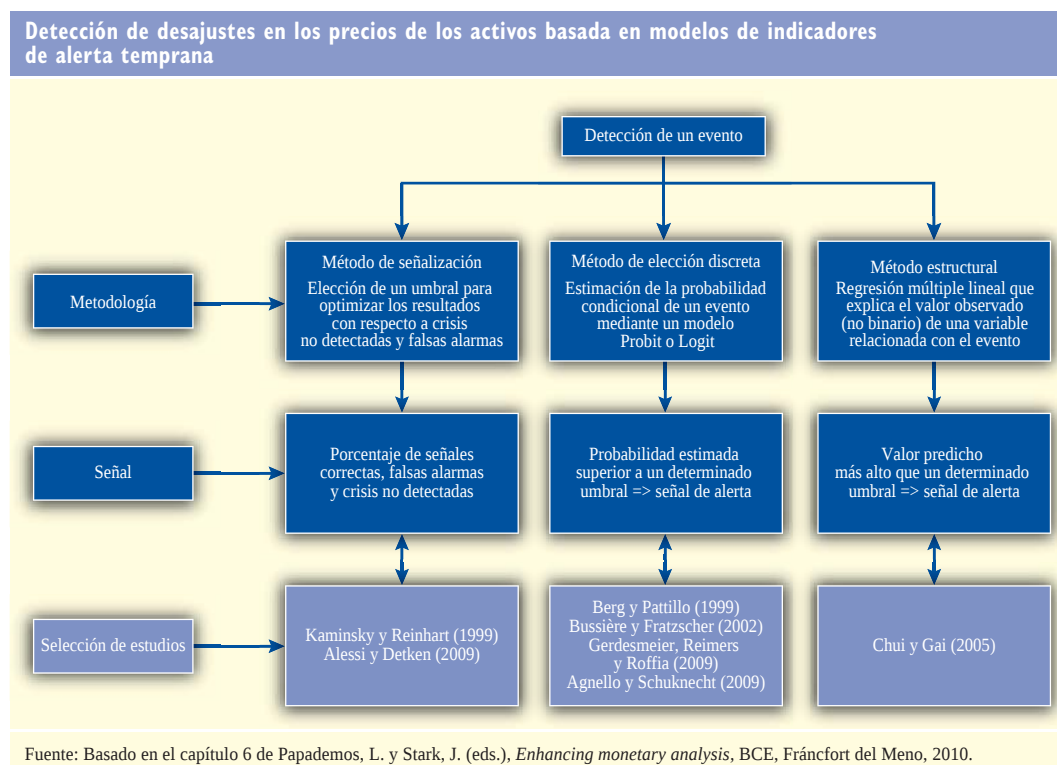
Tras definir las burbujas o los desajustes en los precios de los activos, una cuestión importante desde la perspectiva de la política monetaria —de especial relevancia cuando se está considerando la posibilidad de intervenir en contra de la tendencia— es si estos desajustes y su resolución pueden predecirse razonablemente con suficiente antelación. Los economistas utilizan, entre otras cosas, modelos de «indicadores de alerta temprana», que tienen por objeto detectar patrones irregulares en otras variables que tienden a mostrar un comportamiento inusual antes de ciclos alcistas y bajistas.

En el diagrama adjunto se presentan varios métodos utilizados para poner en práctica este enfoque de alerta temprana, destacando en particular los que se aplicaron en estudios recientes de expertos del BCE²³. Estos métodos se describen brevemente en la presente sección y se ofrecen ejemplos concretos de su aplicación en el recuadro titulado «Indicadores de alerta temprana de desequilibrios en

los precios de los activos: evidencia empírica reciente basada en estudios del BCE».

El primer método es el método de «señalización». Esta metodología define umbrales específicos para cada indicador. Se emite una señal de alerta de ciclo alcista o bajista en un período dado si el indicador traspasa ese umbral, que podría fijarse, por ejemplo, en un determinado percentil de su propia distribución. La elección del valor del umbral es importante, ya que afecta al número de señales emitidas. Por ejemplo, si el umbral es demasiado alto, el número de señales será demasiado reducido y cabrá la posibilidad de no detectar algunos ciclos bajistas. En cambio, si el umbral es demasiado bajo, las propias fluctuaciones de las variables provocarán alertas más frecuentes, algunas de las cuales serán, sin embargo, falsas alarmas. Para determinar el umbral óptimo, es preciso tener en cuenta la aversión relativa de los responsables de la política monetaria a las crisis no detectadas y a las falsas alarmas.

23 Para otros métodos de indicadores de alerta temprana, véase el capítulo 6 de Papademos, L. y Stark, J. (eds.), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010.



Reconsideración de la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria

El segundo método es la metodología de «elección discreta», que emplea técnicas de regresión para evaluar la capacidad de un indicador para predecir un ciclo alcista o bajista. Más concretamente, esta metodología consiste en efectuar regresiones Probit/Logit bivalentes y/o multivariantes y estimar la probabilidad de un ciclo alcista o bajista en un período de tiempo dado. Se emite una señal de alerta cuando esta probabilidad supera un determinado umbral. Aunque el método de elección discreta presenta varias ventajas (entre otras, la posibilidad de contrastar la significatividad estadística de las distintas variables y calcular la probabilidad de un evento)²⁴, no existe una evidencia clara de que este método sea superior al de señalización, como se observó en el contexto de la reciente crisis. Por este motivo, estas metodologías pueden considerarse complementarias y se aplican a menudo de forma paralela.

Algunos otros métodos de identificación de ciclos alcistas y bajistas eran menos comunes en la literatura, pero están adquiriendo gradualmente importancia. Un ejemplo es el método «estructural», que consiste en construir un modelo de alerta temprana en un marco lineal basado en variables macroeconómicas en ambos lados de la relación y definición de algunos umbrales que desencadenan una señal²⁵.

Aunque el uso de estos indicadores de alerta temprana ha aumentado en los últimos años (con resultados prometedores en relación con las últimas crisis), cabe reconocer que la literatura económica está todavía dividida con respecto a la confianza en la capacidad de estos tipos de modelos para predecir la próxima crisis financiera (es decir, realizar una predicción correcta fuera de la muestra). No obstante, estudios recientes del BPI y del BCE (que se analizan más adelante) parecen sustentar unas perspectivas más optimistas en torno a este tema²⁶.

Aunque los modelos de alerta temprana pueden proporcionar una herramienta para obtener señales (o la probabilidad) de un próximo ciclo alcista o bajista del precio de los activos, un aspecto crucial del funcionamiento de estos modelos es la selección de los indicadores que, de acuerdo con las

regularidades históricas, presentan un comportamiento inusual antes de estos episodios.

Entre estos indicadores destaca la evolución del dinero y del crédito por varias razones. En la literatura teórica se han estudiado distintas relaciones entre el dinero, el crédito y los precios de los activos, como el impacto de la situación de liquidez y de las condiciones del crédito sobre la asunción de riesgos y, por ende, sobre las posiciones en los mercados de activos. Además, si se consideran las regularidades empíricas pasadas, se observa que, históricamente, los ciclos alcistas y bajistas en los mercados de activos parecen haber estado estrechamente asociados a pronunciadas variaciones de los agregados de dinero y de crédito, especialmente en períodos de (i) ciclos bajistas del precio de los activos o de (ii) ciclos alcistas que acaban en crisis financieras²⁷.

La experiencia de los últimos años y varios estudios, incluidos los realizados por el BPI, el BCE y el FMI, han corroborado estos resultados. En particular, un resultado sólido que se desprende de todos estos estudios es que distintas medidas de creación excesiva de crédito²⁸ (como la desviación de la ratio entre el crédito y el PIB mundiales con respecto a su nivel tendencial y el crecimiento

24 Véase, por ejemplo, el trabajo de Berg, A. y Pattillo, C. citado en la nota 20.

25 Chui, M. y Gai, P., *Private sector involvement and international financial crises – an analytical perspective*, Oxford University Press, Oxford, 2005.

26 Para argumentos a favor de la viabilidad de establecer «... un sistema de alerta temprana efectivo y creíble... capaz de extraer con rapidez señales de alarma relativamente fiables de los distintos indicadores ...», véase Reinhart, C.M. y Rogoff, K.S., *This time is different*, Princeton University Press, Princeton, 2009, p. 281.

27 Véanse Fisher, I., *Booms and depressions*, Adelphi, Nueva York, 1932, y Kindleberger, C., *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, John Wiley, Nueva York, 1978. En los primeros trabajos de la Escuela Austríaca puede encontrarse información adicional sobre las consecuencias que el crecimiento excesivo del crédito puede tener sobre la creación de burbujas. Véase, por ejemplo, von Mises, L., *The Theory of Money and Credit*, Yale University Press, New Haven, 1953, y Hayek, F.A., *Monetary theory and the trade cycle*, Jonathan Cape, Londres, 1933.

28 En este contexto es necesario aclarar el concepto de crédito. Por ejemplo, la evolución del mercado financiero ha permitido que en el caso de una titulación real, el crédito se elimine del balance y desaparezca, por lo tanto, de las estadísticas oficiales basadas en los balances de las entidades de crédito. Esto significa que datos que midan de forma global el apalancamiento real de la economía proporcionarían mejores señales de alerta.

del crédito mundial) son buenos indicadores adelantados de la acumulación de desequilibrios financieros en la economía²⁹. Este resultado queda reforzado si la brecha de crédito se combina con indicadores de desviación (es decir, «brechas») de los precios de los activos con respecto a sus niveles tendenciales. La interrelación entre los indicadores de la brecha de crédito y la de los precios de los activos recoge, principalmente, la coexistencia de desajustes en los precios de los activos con una limitada capacidad del sistema para soportar la reversión de los mismos, puesto que la brecha de crédito proporciona una medida del apalancamiento global de la economía, aproximando así la capacidad de absorción de perturbaciones por parte del sistema. Una característica interesante de estos resultados es que medidas que recogen el impacto acumulado de la creación excesiva de crédito parecen ofrecer mejores señales que medidas de la tasa de crecimiento, que —por su propia naturaleza— solo recogen la evolución a más corto plazo. Este resultado concuerda con la opinión de que las burbujas de precios de los activos están normalmente asociadas a la lenta acumulación de desequilibrios financieros a lo largo de un período relativamente prolongado, fenómeno que tiende a ser obviado por los enfoques tradicionales de predicción macroeconómica cuyos horizontes temporales suelen ser de dos a tres años.

Existe cierta evidencia de que también el dinero posee buenas propiedades como indicador de ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos, ya que es un indicador resumen de los balances de las entidades de crédito. Entre los estudios recientes que analizan la creación excesiva de dinero, pueden citarse los trabajos de Detken y Smets³⁰ y de Adalid y Detken³¹, que encuentran que un fuerte crecimiento real del dinero parece ser un buen indicador adelantado de la acumulación de desajustes en los precios de los activos, que pueden conducir a crisis financieras y a costosos ajustes en la economía. Sin embargo, en general, la evidencia es más sólida para el crédito que para el dinero, posiblemente porque los efectos de sustitución entre el dinero y los precios de los activos pueden ser, a veces, significativos, especialmente en épocas de considerables turbulencias financieras y de

elevada incertidumbre. En el recuadro se presentan algunos de estos resultados, así como un ejemplo de aplicación de las metodologías descritas en la sección anterior.

Aunque estos resultados se han centrado en la importancia de la situación económica interna para estos ciclos, el análisis empírico más reciente indica también que la situación de liquidez mundial puede tener efectos sobre las perspectivas de precios de los activos y sobre la inflación interna³². De hecho, algunos estudios sitúan las medidas de liquidez mundial entre los mejores indicadores de alerta temprana de ciclos internos de alza y baja del precio de los activos³³. Si estos resultados fuesen corroborados por nuevos análisis, el exceso de liquidez mundial podría actuar como una señal adicional de la evolución inflacionista y de los desequilibrios financieros³⁴. Si bien podría parecer, a primera vista, que estos resultados implican un papel menos importante para las políticas nacionales, esta interpretación sería claramente prematura por varias razones. En primer lugar, las medidas mun-

29 Además de los estudios del BCE mencionados en la nota 18, véanse, por ejemplo: Borio, C. y Lowe, P., «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus», *BIS Working Papers*, n.º 114, BPI, Basilea, julio 2002; el trabajo de Borio, C. y Lowe, P. citado en la nota 1; Borio, C. y Drehmann, M., «Assessing the risk of banking crises – revisited», *BIS Quarterly Review*, BPI, Basilea, marzo 2009; y Helbling, T. y Terrones, M., «When bubbles burst», capítulo 2, *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, Washington DC, abril 2003.

30 Véase el trabajo citado en la nota 19.

31 Véase el trabajo citado en la nota 19.

32 Véanse: Ciccarelli, M. y Mojon, B., «Global inflation», *Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n.º 3, 2010, pp. 524-535; Browne, F. y Cronin, D., «Commodity prices, money and inflation», *Working Paper Series*, n.º 738, BCE, Fráncfort del Meno, 2007; y Belke, A., Orth, W. y Setzer, R., «Liquidity and the dynamic pattern of asset price adjustment: a global view», *Journal of Banking and Finance*, vol. 34, n.º 8, 2010, pp. 1933-1945. Los efectos de la liquidez mundial sobre la inflación y la producción mundial e interna se han investigado en otros estudios, entre los que cabe señalar los siguientes: Sousa, J. y Zaghini, A., «Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers», *Working Paper Series*, n.º 309, BCE, Fráncfort del Meno, 2004; Rüffer, R. y Stracca, L., «What is global excess liquidity, and does it matter?», *Working Paper Series*, n.º 696, BCE, Fráncfort del Meno, 2007; y Borio, C. y Filardo, A., «Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation», *BIS Working Papers*, n.º 227, BPI, Basilea, 2007.

33 Véase, por ejemplo, el trabajo de Alessi y Detken citado en la nota 15.

34 Para más detalles sobre la liquidez mundial y su impacto sobre la estabilidad de precios interna, véase «La dimensión externa del análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto 2008.

diales representan, por definición, la suma de las medidas nacionales y, en cierto sentido, la suma de las políticas nacionales. En segundo lugar, los resultados podrían reflejar el hecho de que algunos mercados tienden a estar sometidos a la influencia de los acontecimientos mundiales o están sujetos a fuertes efectos de contagio internacional, mientras que otros mercados están influidos por factores más locales o internos. A este respecto, los resulta-

dos deberían interpretarse en el sentido de que las medidas mundiales contienen información adicional que complementa la evolución nacional. Al mismo tiempo, la evolución internacional podría restringir la capacidad de las políticas nacionales para contrarrestar eficazmente estos desequilibrios y pone de manifiesto la necesidad de aplicar de manera uniforme las políticas orientadas hacia la estabilidad en todas las jurisdicciones.

Recuadro

INDICADORES DE ALERTA TEMPRANA DE DESEQUILIBRIOS EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS: EVIDENCIA EMPÍRICA RECIENTE BASADA EN ESTUDIOS DEL BCE

El diseño de un sistema de alerta temprana de desequilibrios en los precios de los activos puede dividirse en tres etapas. La primera etapa consiste en definir qué se entiende por desequilibrios o desajustes en los precios de los activos (por ejemplo, en términos de desviaciones de las tendencias históricas o de sus consecuencias económicas). La segunda etapa consiste en seleccionar indicadores adecuados y en diseñar modelos para vincular estos indicadores con el desajuste. Si la variable dependiente (desajuste) es binaria, pueden utilizarse los métodos de señalización y de elección discreta (Probit/Logit) para definir un indicador de alerta temprana. La tercera y última etapa consiste en evaluar los resultados predictivos del indicador de alerta temprana a lo largo de un período muestral y/o en un panel de países. Con frecuencia, esta tercera etapa se lleva a cabo conforme al esquema siguiente:

	Crisis	No crisis
Señal	A	B
No señal	C	D

A es el número de períodos en los cuales un indicador proporciona una señal de alerta correcta (es decir, una crisis se produce después de la señal y dentro de un horizonte de predicción preestablecido. B es el número de períodos en los cuales se produce una falsa alarma, mientras que C es el número de períodos en los cuales el indicador no consigue anticipar una crisis inminente. Por último, D es el número de períodos en los cuales, de forma correcta, el indicador no proporciona ninguna señal de alerta. Normalmente, la utilidad de un indicador se evalúa calculando la ratio ruido-señal, es decir, el número de falsas alarmas dividido por el número de señales correctas.

En este recuadro se analiza más detenidamente la aplicación de algunos sistemas de alerta temprana desarrollados por el BCE, en los que el dinero y el crédito son indicadores fundamentales para predecir los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos.

Un método de señalización para la predicción de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos

El trabajo de Alessi y Detken¹ se basa en el uso de la metodología de señalización para detectar ciclos alcistas del precio de los activos con costes elevados. El análisis se realiza aplicando el procedimiento

1 Véase el trabajo citado en la nota 15 del texto principal.

siguiente. En primer lugar, se identifican los ciclos alcistas del precio de los activos en 18 países de la OCDE, utilizando un índice trimestral de precios agregados elaborado con datos del BPI, relativos a los precios ponderados de los inmuebles residenciales, los inmuebles comerciales y las acciones. Los ciclos alcistas se identifican como desviaciones de una tendencia recursiva Hodrick-Prescott específica para cada país, y se dividen luego en ciclos alcistas con costes reducidos y ciclos alcistas con costes elevados, siendo estos últimos aquellos en los que el ciclo alcista viene seguido de un período de tres años en el que el crecimiento del PIB real es menor que el crecimiento potencial en al menos tres puntos porcentuales. En segundo lugar, se analiza un conjunto de variables económicas y financieras, utilizando distintas transformaciones, para estudiar su idoneidad como indicadores de alerta temprana de ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos (con costes elevados), dentro de un horizonte de predicción de seis trimestres.

El análisis se realiza de tal manera que solo se considera la información que hubiera estado disponible en cada momento concreto (teniendo, por lo tanto, en cuenta los desfases de publicación de las series históricas). El umbral se obtiene minimizando la función de pérdida de los responsables de la política económica, teniendo en cuenta su aversión relativa a eventos que se producen sin que se emita una señal (crisis no detectadas) y a señales que se emiten sin que se produzca un evento (falsas alarmas).

Los resultados revelan que, como promedio de todos los países, en presencia de preferencias equilibradas, las brechas de crédito privado y de M1, a nivel mundial, son los mejores indicadores de alerta temprana y reducen la pérdida de los responsables de la política económica en términos de errores ponderados por la preferencia en hasta un 25% en relación con una situación en la que no se tenga en cuenta el indicador (véase gráfico A). Los autores contrastan también el modelo en relación con la última crisis financiera e investigan si sus mejores indicadores predicen que el ciclo alcista del precio de los activos que se inició a mediados de los años 2000 será un ciclo con costes elevados. Las conclusiones que extraen muestran que, en relación con la última «oleada del ciclo alcista» que se produjo entre 2005 y 2007, los resultados son contradictorios, dado que la brecha mundial de crédito privado enviaba persistentes señales de alerta, mientras que la brecha mundial de M1 no enviaba señal alguna, lo que pone de relieve la necesidad de utilizar un conjunto de modelos e indicadores.

Gráfico A Evolución del indicador de crédito mundial y umbral óptimo para detectar burbujas de precios de los activos

(desviación de la ratio entre el crédito privado y el PIB mundiales con respecto a su tendencia)



Fuente: Actualización del indicador presentado por Alessi y Detken. Notas: Series actualizadas utilizando las ponderaciones anuales PIB-PPA de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI para los siguientes países: Australia, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Países Bajos, Nueva Zelanda, España, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. Las zonas sombreadas representan oleadas agregadas de ciclos alcistas del precio de los activos. La observación más reciente se refiere al cuarto trimestre de 2009.

Modelos Probit de panel para la predicción de ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos

Gerdesmeier, Reimers y Roffia² proporcionan un ejemplo de modelo Probit utilizado para detectar ciclos bajistas del precio de los activos, en el que se estima la probabilidad de que se produzca un ciclo

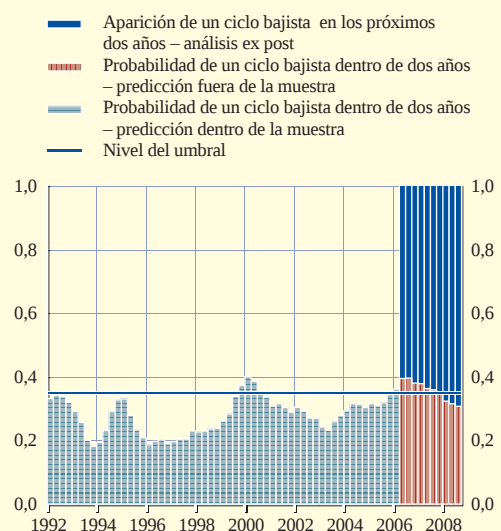
² Véase el trabajo citado en la nota 18 del texto principal.

bajista del precio de los activos en los próximos dos años. En este trabajo, un ciclo bajista se define como un período (dentro de una muestra secuencial de tres años) en el que un indicador sintético de precios de los activos (construido como media ponderada de índices de precios de las acciones y de la vivienda) desciende por debajo de un nivel calculado como su media menos 1,5 veces su desviación típica con respecto a su máximo del período. Se atribuye entonces un valor de uno a la variable binaria de ciclo bajista, si se produce un ciclo bajista dentro de los próximos ocho trimestres.

Probando distintas ecuaciones Probit para un panel de 17 países de la OCDE y utilizando la metodología “de lo general a lo específico”, se selecciona una especificación parsimoniosa que contiene la brecha de crecimiento del crédito, variaciones de los tipos de interés nominales a largo plazo, la ratio entre la inversión y el PIB y la brecha retardada de crecimiento de los precios de la vivienda³. El modelo se utiliza entonces para evaluar la situación de la zona del euro en la reciente crisis financiera, utilizando los últimos datos disponibles sobre las variables explicativas y los coeficientes del modelo Probit estimados a partir de los datos del panel para el período transcurrido hasta el primer trimestre de 2006, y realizando un ejercicio fuera de la muestra para el período siguiente. Se obtiene así una probabilidad estimada para el período transcurrido hasta 2009 y se observa que a finales de 2006 la probabilidad estimada superaba el umbral, de modo que el modelo hubiera predicho la formación de un ciclo bajista en la zona del euro dentro de los dos años siguientes (véase gráfico B).

Gráfico B Probabilidad de un ciclo bajista del precio de los activos en los próximos dos años en la zona del euro basada en un modelo Probit

(probabilidad; datos trimestrales)



Fuente: Basado en el trabajo de Gerdesmeier, Reiniers y Roffia.
Notas: La zona marrón representa la probabilidad estimada (derivada de un modelo Probit, según la especificación B del trabajo) de que se produzca un ciclo bajista en los próximos ocho trimestres, mientras que la zona azul oscuro representa la detección de un ciclo bajista. El nivel del umbral se fija en 0,35 (es decir, el 35%).

Finalmente, en otro estudio del BCE basado en un método similar, Agnello y Schuknecht encuentran evidencia adicional a favor de utilizar el dinero y el crédito para predecir los ciclos alcistas y bajistas de los precios de la propiedad inmobiliaria⁴. El estudio, que abarca 18 países industrializados de la OCDE, identifica desviaciones significativas persistentes de los precios de la vivienda en relación con las tendencias a largo plazo específicas de cada país, y estima la probabilidad de que se produzcan ciclos alcistas y bajistas utilizando un modelo Probit de panel de efectos aleatorios. Los principales resultados coinciden con los de los otros dos métodos. Concretamente, resulta que los costes económicos (en términos de pérdidas del PIB durante la fase posterior al ciclo alcista) dependen, en gran medida, de la magnitud y duración del ciclo alcista y de la evolución del dinero y del crédito durante ese período. El conjunto de variables que afectan sustancialmente a la probabilidad de que se produzcan ciclos alcistas y bajistas comprende los tipos de interés a corto plazo, la evolución del dinero y del crédito a escala interna y mundial, y los indicadores de desregulación de los

3 La estimación de basa en un conjunto de datos de panel que incluyen los siguientes países: Australia, Canadá, Dinamarca, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Japón, Países Bajos, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

4 Véase el trabajo citado en la nota 15 del texto principal.

mercados hipotecarios. El correspondiente modelo Probit identifica con bastante éxito los ciclos alcistas y bajistas en una fase temprana.

Evaluación general

En general, estos estudios recientes del BCE muestran que es posible identificar indicadores de alerta temprana bastante satisfactorios para los distintos países y grupos de países. También confirman implícitamente que el apalancamiento es uno de los principales indicadores para predecir los ciclos alcistas y bajistas (con costes elevados) del precio de los activos. No obstante, a veces indicadores que han funcionado históricamente igual de bien pueden proporcionar mensajes diferentes. Por consiguiente, las señales obtenidas deberían interpretarse con cautela y considerarse solo como un elemento más del conjunto de información utilizado por los responsables de la toma de decisiones.

5 CONCLUSIONES

Tanto la experiencia adquirida durante la crisis financiera como los resultados de la reciente investigación económica han tendido a inclinar la balanza hacia un menor escepticismo respecto a la doctrina de intervenir en contra de la tendencia. Al mismo tiempo, se admite que la nueva evidencia no es concluyente y que habrá que resolver diversas cuestiones prácticas antes de que este enfoque pueda llegar a ser operativo.

Para hacer frente a estos desafíos prácticos, es necesario desarrollar señales que alerten sobre inminentes burbujas y ciclos alcistas o bajistas del precio de los activos. La investigación reciente se ha centrado en encontrar indicadores que proporcionen, en tiempo real, señales suficientemente tempranas de desajustes en los precios de los activos como para permitir aplicar con rapidez medidas correctivas que puedan contener eficazmente los incipientes desequilibrios financieros y los correspondientes riesgos para la estabilidad macroeconómica y la estabilidad de precios. Este trabajo ha brindado resultados alentadores. En particular, varios indicadores de dinero y de crédito parecen contener información adelantada sobre la evolución de los precios de los activos.

Realizar un detenido análisis monetario como parte del proceso de toma de decisiones de política monetaria puede ayudar a evaluar la medida en que elevados niveles de precios de los activos pueden ser consecuencia —y, a la vez, fuente— de creación

excesiva de liquidez y de relajación de la oferta de crédito. Detectar y comprender este vínculo ayuda a formarse una opinión sobre si la evolución observada de los precios de los activos puede reflejar ya el crecimiento de una burbuja insostenible.

La política monetaria no debe establecer objetivos de precios o índices de activos. Sin embargo, una estrategia de política monetaria que comprenda algunos elementos del enfoque de “intervenir en contra de la tendencia” contribuye a mantener la estabilidad de precios, al contener los riesgos para dicha estabilidad que puedan surgir a más largo plazo que los horizontes temporales asociados a las predicciones de inflación tradicionales. La estrategia de política monetaria del BCE basada en dos pilares incorpora implícitamente un elemento de intervención en contra de la tendencia, debido al destacado papel que desempeña su análisis monetario dentro del marco más amplio de la política monetaria orientada hacia la estabilidad.

Por consiguiente, la orientación a medio plazo de la estrategia de política monetaria del BCE asegura que, a la hora de adoptar las correspondientes decisiones, se tomen debidamente en consideración las implicaciones de eventuales desequilibrios financieros y desajustes en los precios de los activos y su corrección, ya que estos fenómenos tendrán implicaciones para las perspectivas de evolución de los precios en horizontes temporales más dilatados. Dado que al BCE se le ha asignado el mandato de mantener la estabilidad de precios a medio plazo, más que en un determinado horizonte tem-

poral específico y arbitrario, es importante que la institución vigile la lenta acumulación de desequilibrios financieros insostenibles que suponen a largo plazo una amenaza para la estabilidad macroeconómica y la estabilidad de precios. A estos efectos, es preciso mantener una orientación de la

política monetaria a medio plazo, realizar un estrecho seguimiento de la evolución del dinero y del crédito y adoptar una visión de la política monetaria más amplia y orientada hacia la estabilidad, todos ellos elementos clave de la estrategia de política monetaria del BCE.