

Burbujas de activos y política monetaria

Un debate que ha levantado un interés creciente en los últimos años es el análisis del papel de la política monetaria en las burbujas de activos. No me refiero a la discusión sobre si la política monetaria en EEUU desde 2001 ha contribuido a formar la burbuja inmobiliaria que ahora ha estallado en ese país, ni si la política monetaria expansiva de la Reserva Federal hoy puede contribuir a la formación de otras burbujas en el futuro, sino más bien si las autoridades monetarias deberían fijarse y actuar ante la presencia de posibles burbujas.

Pero primero, disculpen, una definición. Los economistas utilizamos la palabra "burbuja", para describir un activo cuyo precio ha subido por encima de los elementos fundamentales que lo justificarían. Es decir, un activo cuyo precio es superior al valor presente de los pagos futuros asociados con el activo. Desde el episodio que propició el uso del nombre de burbuja, el desplome en 1720 en Inglaterra de las acciones de la Compañía de los Mares del Sur (South Sea Company), hemos vivido varios de estos episodios. Y, de hecho, hay referencia sobre burbujas de este tipo, aunque con otro nombre, a lo largo de la historia.

Pero volviendo al presente y a este debate. En 2006, Alan Blinder, un conocido investigador, rehizo su famosa lista de 1999 sobre los retos que enfrenta la política monetaria. Y de la lista de 16 preguntas en ella aparecieron dos que son de especial interés. La primera es: ¿cómo deberían responder los bancos centrales ante burbujas de activos?

Cuando dictó su conferencia y escribió el artículo titulado "política monetaria hoy: dieciséis preguntas y alrededor de 12 respuestas", no habíamos vivido la caída de los precios de la vivienda en EEUU, pero sí el estallido de la burbuja tecnológica. Y, de hecho, en 2006, la literatura llevaba cuatro años de encendidas disputas sobre este tema, en parte levantada por investigadores del Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS). ¿Qué se discute exactamente?

La discusión no está en la importancia del precio de los activos (como acciones bursátiles o vivienda) en la determinación de la inflación o el crecimiento económico (a través del impacto en la riqueza de los individuos), objetivos menos cuestionados de la política monetaria. La disputa se encuentra en si la política monetaria debe responder *per se* al precio de esos activos.

Un observador mínimamente atento a la realidad podría plantear, con toda razón, que tal y como está formulada, la pregunta no aplica en el mundo de los bancos centrales, ¿o es que no bajó tasas agresivamente la Reserva Federal en 2001, cuando pinchó la burbuja de las acciones tecnológicas, y más recientemente con la crisis financiera generada por la caída del precio de la vivienda? Cierto, pero es que, cuando una burbuja pincha, el impacto depresivo sobre la actividad

económica, y potencialmente sobre los precios, justifica la reacción de la política monetaria.

Es verdad que incluso aquí pueden entrar consideraciones de riesgo moral, pero existe un cierto consenso en que la solución no puede ser no bajar las tasas para “enseñar” a unos pocos cuando la que sufre es toda la sociedad. El debate es sobre qué hacer antes de que pinche esa burbuja: ¿deben actuar las autoridades monetarias para pincharla antes?

Hay algunos académicos que piensan que sí y otras que piensan que no y tienen debates como el que sigue, de una manera tal vez demasiado estilizada, pero espero que ilustrativa.

Sr Si: La política monetaria debe actuar al tener la responsabilidad de mantener la estabilidad económica y financiera, y ésta se ve amenazada por las burbujas.

Sr No: Claro, pero eso se puede garantizar interviniendo agresivamente después de que estalle la burbuja.

Sr Si: Pero dado que la política monetaria viene al rescate bajando tasas cuando pinchan las burbujas, ¿no genera esto incentivos a los agentes de seguir actuando así en el futuro?

Sr No: En realidad, no. Los inversores de acciones tecnológicas, por ejemplo, perdieron mucho dinero cuando la burbuja estalló, pero la acción decisiva de la política monetaria lo que hizo fue impedir una recesión y un riesgo de deflación. El problema no es esta asimetría, sino cómo podemos estar seguros de que sabemos identificar una burbuja.

Sr Si: Sin entrar en tecnicismos, y citando a Blinder, como decía un magistrado del Tribunal Supremo de EEUU sobre como reconocer la pornografía, eso “lo sabes cuando lo ves” y en general no hay dudas.

Sr No: Discrepo. Las burbujas solo son obvias cuando ya están muy avanzadas y si entramos en la dinámica de querer anticiparlas mucho, identificaremos como burbujas procesos de incremento de precios que no lo son, y correremos el riesgo de interferir en el proceso de formación de precios, inhibir la innovación y el crecimiento, además de, sin tener más información.

Sr Si: Eso es discutible. Entremos en tecnicismos. Recordando las burbujas que ha habido desde la quiebra de la compañía de los mares del sur hasta la del sector inmobiliario reciente en EEUU, es que es difícil argumentar que no había elementos para detectarlas a tiempo. La mayor parte de las burbujas vienen asociadas a otros síntomas que permiten identificarlas.

Sr No: Conozco el argumento, y hasta cierto punto lo puedo compartir, pero eso no es lo más grave. Supongamos que los bancos centrales pueden reconocer las burbujas con una cierta anticipación y un cierto grado de éxito (identificando fallas de mercado), ¿tienen los bancos centrales instrumentos suficientemente precisos para pinchar una burbuja? O, en otras palabras, ¿tiene la política monetaria un efecto predecible sobre un precio de un activo en particular (asumiendo, como suele ser el caso, que no todos los activos pueden estar en una burbuja)?

Esta última pregunta es la clave del debate, y la principal razón por la que el no tenga más adeptos, especialmente entre los bancos centrales.

No cuesta imaginar a un banco central hablando de sobrevaloración de activos, como el famoso discurso de Greenspan de “exhuberancia irracional” en 1996; o de la importancia de seguir el crédito para vigilar riesgos a largo plazo sobre los precios, como hizo el Banco Central Europeo (BCE); o utilizándolo de manera explícita como razón de movimientos suaves de política monetaria, como hizo recientemente el Banco de Inglaterra. Pero cuesta imaginar a un banco central entrando en una espiral alcista de tasas para generar bajadas en el precio de algún activo. Es difícil que puedan tener tanto grado de seguridad en su valoración de la burbuja como para generar un crecimiento bajo o una inflación por debajo de su objetivo.

Por eso las autoridades monetarias se sesgan hacia pensar que no es su función pinchar burbujas. En EEUU, tanto Greenspan, como Bernanke y destacados miembros de la institución son de esa opinión. Y también en Europa. Trichet, por ejemplo, el Presidente del BCE, ha relacionado la idea de que la política monetaria pueda actuar ante burbujas con la apertura de la “Caja de Pandora”.

Es entendible. En rigor, la política monetaria ya tiene un objetivo prioritario: controlar la inflación. Pensar que con un solo instrumento, las tasas de interés, se pueda abarcar un objetivo adicional como es velar por la ausencia de burbujas financieras es casi imposible teóricamente y temerario en la práctica.

Algunos puentes entre ambas posturas del sí y del no, aceptan la validez de ambos argumentos. Dicen que no se trata ni de poner un objetivo de precios de activos que el banco central debe seguir (como proponen los defensores del sí más extremistas), ni de obviarlo completamente. Su propuesta sería que los bancos centrales incorporaran estas valoraciones en su balance de riesgos a un plazo más largo que el que se observa para hacer predicciones de inflación (típicamente dos años). Pero en realidad es difícil que los bancos centrales se puedan basar en esto para tomar decisiones de política monetaria hoy que tenga algún impacto una posible burbuja.

Pero volvamos a la segunda de las 16 preguntas de Blinder que quería traer a colación: ¿deben los bancos centrales regular o supervisar entidades bancarias?

Aunque esta pregunta es menos reciente y está muy estudiada en la literatura (sin que haya consenso en cómo abordarlo en la práctica, y con distintas configuraciones institucionales en distintos países), podría ser importante en el futuro próximo en relación con la pregunta de las burbujas. Un discurso de la semana pasada de Mishkin, el gobernador más académico de la Reserva Federal junto con Bernanke, relacionó las dos preguntas.

La novedad del discurso de Mishkin no está en que se posicionara diciendo que los bancos centrales no deben pinchar las burbujas. Esto ya lo había hecho en el pasado. La novedad es que introdujo un matiz importante. La necesidad de distinguir entre posibles burbujas que no tienen efectos sobre el sistema financiero (como la de la burbuja tecnológica), y burbujas que sí (como la actual). En estas últimas, Mishkin vislumbra un papel más activo por parte de la regulación y la supervisión, no solo de manera prudencial, sino incluso para detectar y atajar fallos de mercado novedosos que puedan llevar a burbujas.

Lo novedoso es que Mishkin se apunta en el bando de los que tienden puentes y defiende que las burbujas que son peligrosas para la estabilidad financiera pueden estar asociadas a procesos fuertes de crecimiento del crédito. Y, en la medida en que un regulador y/o supervisor pueden tener ventajas de información frente al mercado (lo que a su juicio es imposible en burbujas de activos bursátiles, por ejemplo), podrían tomar medidas de ajuste fino para intentar corregir el problema, sin utilizar instrumentos tan toscos como las tasas de interés.

Esto puede reabrir el debate sobre el papel de los bancos centrales en el mundo de la regulación y la supervisión, y ser el argumento que incline la balanza hacia un papel más activo en este campo de los bancos centrales por aprovechar las complementariedades entre política monetaria y regulación, frente al costo del posible conflicto de interés de juntar las dos funciones.

Ya veremos. Lo que sí parece claro es que las autoridades monetarias norteamericanas están preocupadas, y deberían, por las dos burbujas que les han explotado en las manos en la última década.

Jorge Sicilia (Economista Jefe Norteamérica BBVA)