



## ¿Qué concepto de estabilidad deben controlar los bancos centrales?

*Carlos M. Blanco Odio*<sup>1</sup>  
[cblanco@secmca.org](mailto:cblanco@secmca.org)

### 1- Vínculos entre estabilidad monetaria, de precios y financiera:

La visión monetarista ortodoxa enfatiza que una política monetaria predecible y consistente garantiza la estabilidad financiera. Incluyendo los precios en la relación, se diría entonces que la estabilidad monetaria es prerequisite de la estabilidad de precios y que la estabilidad de precios es prerequisite de la estabilidad financiera.

Las nuevas teorías establecen que la estabilidad monetaria no es una condición suficiente para la estabilidad financiera. La experiencia también ha demostrado que una crisis financiera puede ocurrir aún en tiempos de relativa estabilidad de precios, según se definen en la gran mayoría de países, es decir los precios al consumidor (IPC), normalmente base para el cálculo de la inflación.

El ejemplo más reciente es la crisis que sufre la economía estadounidense,

originada a su vez en la crisis inmobiliaria, concretamente por los créditos de alto riesgo (*subprime*). Hay información de que actualmente el 17% de las hipotecas de vivienda tiene préstamos que son mayores que el valor de la vivienda y que en algunos lugares, como Virginia, se han dado reducciones en los precios de las mismas de hasta un 60%. Este problema ha generado grandes pérdidas financieras y estaría creando una crisis bancaria sistémica y recesión generalizada<sup>2</sup>.

Aunque en Centroamérica no se puede hablar todavía de un contagio de la crisis estadounidense, lo cierto es que mucha de la inversión extranjera que reciben los países se está concentrando en el sector inmobiliario, respondiendo al auge en la compra de viviendas y terrenos por parte de extranjeros. ¿Estaría esto elevando los precios y estableciendo las condiciones para una crisis inmobiliaria y financiera en nuestros países? No es posible saberlo con exactitud, pues no se dispone de información sistematizada de precios de vivienda y edificios, ni tampoco de otros activos tangibles y financieros. De modo que, de existir un boom de precios en esta clase de activos, no sería fácil incorporar el fenómeno en las decisiones de política monetaria. Y es que, es probable que la escalada en los precios de inmobiliarios genere un aumento en

<sup>1</sup> Economista Consultor de la Secretaría Ejecutiva del CMCA. Las ideas expresadas por el autor no necesariamente reflejan la opinión de la Secretaría Ejecutiva.

<sup>2</sup> Esta crisis parece una réplica de la que ocurrió en Japón en los 80's, con el boom en los precios de la propiedad y mercado accionario, postrando el crecimiento y conduciendo a la economía a la deflación de precios con tasas de interés de cero.



la demanda agregada a través del efecto riqueza y, consecuentemente, una presión excesiva sobre la inflación futura.

Varias preguntas surgen al respecto: ¿deben los bancos centrales responder a la variación inesperada en los precios de activos, o a cualquiera otra, además de la del mercado de bienes y servicios? Si es así, ¿cómo deben hacerlo para garantizar estabilidad monetaria y financiera? ¿Es necesario, por ejemplo, ampliar la regla de Taylor, o contar con un modelo estructural, para acomodar el GAP de los precios de los activos con referencia a su posición de equilibrio de largo plazo?<sup>3</sup>

Parece evidente que si efectivamente las variaciones de precios de los activos, no relacionadas con los fundamentales, tienen incidencia en las expectativas inflacionarias, alguna acción debieran tomar los bancos centrales, lo que, entre otros, supondría un buen conocimiento del canal de transmisión de los precios de activos sobre la riqueza, los precios al consumidor y las expectativas de inflación –aparte del problema de identificación, pues por lo general las burbujas se conocen y los problemas se manifiestan solo después de que han estallado<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Uno de los trabajos pioneros en este campo es: “Asset Prices, Monetary Policy, and the Business Cycle”, publicado por el FMI en marzo de 1994.

<sup>4</sup> De alguna manera, los precios de los activos siempre miran al futuro y, por ello, contienen información acerca de las expectativas acerca del comportamiento de los mercados.

De superarse estos problemas, la consideración de los precios de activos en las decisiones de política podría establecerse explícitamente en alguna regla –tercera pregunta– o bien, dejarse como una acción discrecional basada en variables informativas, i.e., precios de activos –pero también precios de materias primas, que recientemente han convertido a estos bienes en una “inversión” alternativa como cobertura contra la inflación.

En opinión de Smets: “... la respuesta óptima de la política monetaria depende de la forma en que los movimientos de precios de activos afecta el pronóstico de inflación de los bancos centrales, el que a su vez depende de dos factores: la importancia de los precios de activos en el mecanismo de transmisión y el contenido informativo de las innovaciones en los precios de activos”<sup>5</sup>.

Siguiendo esta lógica, un paso importante sería determinar el orden de la incidencia de estos precios, esto es, si afectan al IPC vía aumento de los agregados monetarios, o si más bien primero inciden en el crédito y en la estabilidad financiera y, más tarde, en la estabilidad de precios (IPC).

El asunto descansa, con mucho, en la habilidad que tengan los bancos centrales en recabar la información pertinente y en identificar los ciclos de

<sup>5</sup> Frank Smets, “Financial asset prices and monetary policy: theory and evidence”. BIS Working papers No. 47, Sept. 1997.



inflación del mercado de activos y del mercado de bienes y servicios, representado por el IPC<sup>6</sup>.

### **¿Si los precios al consumidor son estables, deben realmente los bancos centrales preocuparse por la inflación de activos?**

Algunos dirían –Milton Friedman entre ellos– usen una regla monetaria fija en cualquier situación. Los muy creyentes en las fuerzas del mercado –como Paul Krugman– dirían: dejen la economía sola, ...aunque quizás no estarían muy seguros. Y los interesados en explotar la burbuja abogarían por un alza en las tasas de interés, lo cual molestaría a los que piensan que las alzas son innecesarias mientras no haya signos de inflación, según el IPC, porque eso más bien podría precipitar los acontecimientos y llevar a una recesión gratuita.

Este tipo de debates se pusieron en boga después de la liberalización de los mercados financieros a fines de los 80's, a lo que luego se aunó el cada vez menor interés de los bancos centrales por el uso de metas intermedias como control de la inflación. Pero nuevamente, el creciente papel de los precios de activos en los mecanismos de transmisión monetaria, combinado con su conocida volatilidad,

<sup>6</sup> La consideración del IPC como indicador básico de inflación no se discute en este documento, pero persiste la inquietud de si provee la información suficiente del lado explicativo de la ecuación de Cambridge.

ha incrementado la preocupación de que significativos cambios en los precios de activos puedan tener consecuencias en la actividad económica y en la estabilidad de precios y conducir a una mayor fragilidad financiera<sup>7</sup>.

Se considera que un índice de precios de activos que incluya no solo precios de viviendas, sino también una gama de activos tangibles y financieros, mejoraría la comprensión del comportamiento o desalineación de los precios de los diferentes mercados ante variaciones en las presiones inflacionarias o en los precios relativos.

### **2- Justificación del índice de precios del mercado de activos (IPA)<sup>8</sup>**

El IPA está orientado a obtener información del comportamiento de los precios de una serie de bienes que se transan en el mercado de activos y que no están considerados en los índices de precios convencionales como el del consumidor, por mayor, productor, importación, exportación y otros índices como los de servicios e implícitos del producto.

<sup>7</sup> Un excelente artículo sobre este tema se encuentra en: BIS Working Papers, No 114, “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”. July 2002.

<sup>8</sup> El autor presentó inquietudes similares en un documento que publicó el BCCR en septiembre 1996: “Índice de precios del mercado de activos: importancia y viabilidad en Centroamérica”.



Con el IPA, y un indicador de costos que incluya salarios medios y materias primas, se tendría una cobertura más amplia de la evolución de los precios, necesaria para el análisis de corto y largo plazo, pues se estarían tomando en cuenta los tres mercados en que se dan las transacciones: bienes y servicios (producción), trabajo y activos.

En efecto, un conjunto amplio de información sobre evolución de los niveles de precios y su volatilidad, provee mejor información sobre la forma en que se canalizan las presiones inflacionarias internas y externas y la propagación de efectos en cada uno de los mercados dentro de cada país y en la región centroamericana<sup>9</sup>.

Por otra parte, una mejor información sobre el funcionamiento de los precios y una explicación del banco central al público sobre los objetivos de estabilización, en un sentido más amplio, disminuirá la lucha de la autoridad monetaria contra las expectativas inflacionarias, a la vez que dará mayor credibilidad a la política monetaria multiplicando su eficacia.

De lo anterior se desprende que debiera estudiarse con mayor detenimiento el mecanismo de transmisión monetaria

<sup>9</sup> En este artículo se hace la distinción entre presión inflacionaria e inflación. Las presiones inflacionarias inciden directamente en la demanda por bienes y servicios de todo tipo, en tanto que la inflación (tipo IPC) constituye una de las salidas o manifestaciones de la presión inflacionaria.

hacia los precios (de todos los mercados) y, en particular, la manera en que las políticas monetaria y fiscal y las perturbaciones externas afectan la inflación y los programas de estabilización. El pronóstico de la inflación de cada mercado –y uno mancomunado– podría darse al público que así tendría mayores elementos de juicio para evaluar el desempeño de los bancos centrales en el logro de su (s) objetivo (s).

### 3- Construcción del índice de precios de activos

La definición del mercado de activos constituye la etapa previa más importante en la construcción de un IPA.

En principio, el mercado de activos podría incluir tanto bienes tangibles como intangibles financieros y no financieros; es decir, todos aquellos activos en los que las personas suelen asignar parte de la riqueza (ahorro) generada en el proceso productivo. Así dentro de los primeros, como ejemplo, se mencionan los bienes inmuebles (edificios y terrenos), la maquinaria y equipo usado no importado<sup>10/</sup> y los artículos de colección o de consumo durable<sup>11/</sup>.

<sup>10/</sup> El equipo usado importado ya está considerado en el índice de valor unitario de las importaciones.

<sup>11/</sup> En épocas de fuertes incrementos en el nivel general de precios las familias tienden a asignar una proporción de su riqueza a la adquisición de bienes de consumo duradero como una forma de protegerse del impuesto inflacionario.



En el segundo grupo están los instrumentos o valores del mercado financiero, incluidos los activos y pasivos de tasa variable y, eventualmente los activos no tangibles no financieros como los derechos de autor y de fábrica. Como siempre, la conformación del índice dependerá de la disponibilidad estadística, de la importancia de los distintos activos en las preferencias de los inversionistas y del desarrollo del mercado financiero y de capitales.

El primer problema práctico a resolver es la construcción del marco muestral del mercado de activos. El segundo es la escogencia y clasificación de los activos que integrarán el índice, así como la distinción, de ninguna manera trivial, del elemento precio en cada uno de ellos<sup>12/</sup>. El tercer asunto tiene que ver con el sistema de ponderaciones y la periodicidad del indicador.

### *Marco muestral-*

Exige buena comprensión del funcionamiento económico del país y de la naturaleza de las transacciones en el mercado de activos, así como de los agentes que constituyen la unidad estadística elemental.

El presente documento no se extiende en estos aspectos; serán los propios países de la región interesados en el indicador los que, con mejor criterio, puedan arribar a una definición aceptable del marco muestral en función de sus necesidades analíticas y de la evidencia empírica.

### *Clasificación de activos-*

El Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN93) provee las bases para obtener una clasificación de activos que sirva de marco general al estudio. Efectivamente, el SCN93 ofrece una lista muy comprensiva de activos clasificados en no financieros y financieros (Tabla D, Anexo V).

En el arreglo siguiente se propone una clasificación, no exhaustiva, ligeramente distinta a la del SCN93, en la cual los dos grandes grupos están constituidos por activos tangibles y no tangibles y dentro de estos últimos los financieros y no financieros. La lista no incluye los nuevos productos financieros surgidos a partir del segundo quinquenio de los noventa, que definitivamente aumentan el apalancamiento y amplían la gama de activos que puede garantizar la deuda.

<sup>12/</sup> El Manual de Cuentas Monetarias y Financieras no ahonda en la definición de los precios de los activos y traslada el problema a la teoría de índices de precios.



## CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS

Activos tangibles	Viviendas y edificios no residenciales Maquinaria y equipo usada, no importada Terrenos para plantaciones y otros Tierras Ganado, no de matanza Metales preciosos y artículos de colección Bienes de consumo duradero no considerados en el IPC	
Activos intangibles	Financieros	Acciones de empresas Certificados de depósito Bonos Reportos Aceptaciones bancarias y papel comercial Divisas
	No financieros	Patentes Software Derechos y marcas

Los pasivos monetarios, que son activos financieros en poder del sector no financiero, no aparecen en esta clasificación, pues se estima que no debieran considerarse dentro de la cartera de activos global para los efectos del IPA porque, por su naturaleza, constituyen formas de dinero, y en la medida en que su oferta exceda la demanda alimentarán las presiones inflacionarias, junto con las presiones que se originan por deficiencias en la producción/ y otros factores<sup>13</sup>. Es decir,

<sup>13</sup> / La velocidad de circulación no se toma en cuenta porque se asume que en el corto plazo es constante o, al menos, bastante estable.

se asume que el exceso de los activos más líquidos en la economía (dinero en sentido estrecho) es uno de los factores que más repercuten en los precios de otros activos financieros y no financieros, en los bienes y servicios del mercado real, en los salarios y en las importaciones.

### *Activos que integran el índice e identificación del precio-*

De la variedad de activos que tiene un país, deben escogerse aquellos que tienen características idóneas para integrar el IPA como: facilidad en la identificación del activo y factibilidad de separar su componente precio; importancia del activo en la cartera global; disponibilidad y oportunidad de información periódica.

En algunos casos podrán presentarse dificultades en la identificación del precio del activo, sobre todo de los activos financieros que forman parte del cuasi dinero (M2) o definiciones más amplias de dinero y que no tienen un precio fijo, sino que varía con las condiciones del mercado, las tasas de interés y los plazos de vigencia del título.

Como se sabe, la mayoría de los instrumentos del mercado de dinero, como las aceptaciones bancarias y el papel comercial, se cotizan con base a un descuento; esto es, el precio de venta del instrumento es menor que su valor nominal, representando la diferencia la



tasa de interés que reportará durante su vigencia. Por el contrario, los reportos se cotizan con base a un rendimiento sobre su valor nominal.

Para comparar estos títulos y ponerlos en términos de precios, es necesario convertir las cotizaciones de descuento en cotizaciones de rendimiento, a partir de la información del número de días comerciales utilizados (360 ó 365), el número de días de vencimiento y el precio propiamente del título.

Por su parte, los bonos no deberían representar mayor problema si nos valemos de la relación inversa que existe entre su precio y la tasa de interés. En efecto, es sabido que el precio de un bono, y en general el de cualquier instrumento financiero, es el valor presente de los futuros pagos descontados a una tasa de interés de referencia; de modo que si se conoce la estructura de plazos de las tasas de interés, o curvas de rendimiento, se podrá tener un estimado del índice de precios de los bonos –incluso si solo se asume una tasa de mercado.

En el caso de las acciones de empresas, estas tienen un precio en el mercado que varía en función de la solvencia, solidez y rendimientos de las empresas y, en general, de la situación económica del país. No obstante, en Centroamérica este mercado tiene escasa participación en las transacciones de valores, es decir, la gran mayoría de los proyectos, quizás para preservar un alto componente

familiar, se financian mediante endeudamiento bancario –y hay crédito suficiente– y no mediante inversión en capital social.

En lo que respecta a las divisas, estas se consideran un bien financiero que forma parte de definiciones más amplia de dinero. En países con tendencias inflacionarias, la sustitución monetaria puede ser importante pues el público buscará minimizar el riesgo de perder su riqueza adquiriendo divisas, que, inclusive, pueden utilizarse como medio de cambio y unidad de cuenta en lo que se ha conocido como proceso de dolarización. En general, como los precios son la tasa a la cual se puede intercambiar dinero (digamos M1) por bienes de cualquier tipo, el precio de las divisas estará representado por el tipo de cambio, que representa el número de unidades de moneda nacional que se entregan por cada unidad de moneda extranjera, por lo general el dólar estadounidense, como sucede en Centroamérica. De las estadísticas del tipo de cambio se puede obtener sin mayor dificultad un índice de precios de la divisa extranjera.

En la práctica, y posiblemente en un inicio, el IPA incorporará pocos activos<sup>14</sup>. Luego que se gane experiencia

<sup>14</sup> Algunos países han utilizado como meta operativa el índice de condiciones monetarias, promedio ponderado de tasas de interés y tipo de cambio. La justificación es que estas dos variables afectan directamente la demanda agregada y, consecuentemente, el GAP del producto.



y se vea el valor analítico, se podrá mejorar la cobertura con la inclusión de más activos en la canasta del índice. De esta manera, el IPA puede elaborarse en etapas, tratando en cada una de ellas de ampliar la lista de activos y mejorar la medición, hasta donde las estadísticas lo permitan.

Por ejemplo, en la primera etapa se podría construir el índice solamente con la información de activos tangibles tales como viviendas, edificios de alquiler y terrenos. Seguramente estas tres categorías constituyen una buena parte de los gastos de cartera del sector privado en Centroamérica y por sí solas justifican la construcción del indicador, sobre todo, como se dijo, que el mercado de valores es todavía incipiente y el desarrollo financiero moderado.

En una segunda etapa, se podrían incluir otros activos como maquinaria y equipo, ganado de leche y de reproducción, objetos de colección o antigüedades y bienes de consumo duradero no considerados en la canasta del IPC. En una tercera etapa se ampliaría la cobertura del IPA con información de aquellos activos no tangibles financieros a los que se les pueda identificar un precio, o un índice<sup>15</sup>. Finalmente, se incorporaría información de algunos activos no tangibles no financieros como software y patentes.

<sup>15</sup> En realidad, dada la escasa información sobre precios de activos tangibles en la región, probablemente haya que iniciar el índice con el grupo de activos financieros.

## *Sistema de ponderación del IPA-*

Los criterios de ponderación podrían basarse en la importancia relativa de los activos dentro del total de la cartera del sector privado, en el año corriente. En vista de que eventualmente se incluirían tanto activos tangibles y no tangibles como financieros y no financieros, no es tarea fácil obtener una estructura de ponderación de los precios, porque no se dispone de estudios o encuestas que abarquen una gama de gastos tan amplia en la compra de activos y de naturaleza tan diversa como la que se requiere para la construcción del índice, de modo que su alcance siempre estará condicionado por esta limitante.

No obstante, como primera aproximación, los criterios de ponderación se podrían basar en información proveniente de:

- a) Estudios de la riqueza financiera;
- b) encuestas de ingresos y gastos de los consumidores y otros estudios de los hogares;
- c) registros como los de propiedad y estadísticas de precios de construcción y de terrenos;
- d) clasificación de los pasivos del sistema monetario;
- e) información de las bolsas de valores y mercados de capitales, y
- f) estudios específicos que se harían para propósitos del IPA.



Además de la ponderación interna del IPA, pudiera existir interés en contar con un indicador global o más comprensivo del nivel de precios de la economía, por lo que habría que estudiar, a su vez, la manera de armar un solo indicador ponderando el IPA con el indicador de precios del mercado de bienes y servicios, digamos el IPC, para mediciones mensuales, o el índice implícito de la demanda interna, para mediciones trimestrales o anuales.

Por su naturaleza, se sabe que el IPC está referido a los gastos finales en bienes y servicios de consumo privado de los hogares<sup>16</sup>. Como el IPC se utiliza para describir el comportamiento del mercado de bienes y servicios, significa que las sumas del ingreso personal disponible (o de la renta mixta) no gastadas en consumo, i.e., el ahorro de las familias, tendrían que corresponderse con un índice como el IPA. En otros términos, lo que no se gasta en consumo se destina a la adquisición de activos tangibles y no tangibles (financieros y no financieros). Esto podría dar una primera aproximación de la estructura de ponderaciones del IPC y del IPA en el intento por construir un índice global de precios para ambos mercados –nótese que se estaría dejando por fuera los precios de las materias primas, lo cual se había mencionado como una alternativa de gasto a la que los agentes económicos estarían echando mano recientemente

para protegerse de la pérdida en el poder de compra.

Para lograr una estructura de ponderación más depurada, habría que considerar, además de lo anterior, el destino de los ahorros de las empresas constituidas en sociedad y de los ahorros del estrato poblacional de ingresos altos, ya que el mismo no se toma en cuenta en la canasta del IPC. Estos elementos probablemente harían aumentar la importancia del ponderador del mercado de activos.

### *Periodicidad en la recopilación de la información-*

La periodicidad del IPA dependerá, como se dijo, de la disponibilidad estadística y de las necesidades analíticas de cada país. La compilación de la información podría hacerse vía fax, correo electrónico, vía directa o encuesta y a través de consulta en medios como la prensa y bolsas de valores, que usualmente publican información sobre los activos financieros. También pueden consultarse los balances de instituciones monetarias y otras instituciones financieras. En algunos países se llevan índices de precios de acciones, del tipo Promedio Industrial Dow Jones de Estados Unidos, los cuales pueden ser de suma utilidad para los objetivos buscados.

<sup>16</sup> En los países centroamericanos no se considera el estrato de ingreso alto en la medición del IPC.