

El papel del dinero en la política monetaria. Un balance de la estrategia del BCE

Rocío Sánchez Barrios*

1. Introducción

Cuentan los archivos del Banco de Inglaterra que en el siglo XIX la política monetaria británica tomaba como referencia la dirección del viento para la inyección o el drenaje de dinero. Si el viento soplaba del este, se preveía que pronto llegarían buques navegando por el Támesis, cargados en sus bodegas de bienes que los comerciantes estarían deseosos de comprar. El Banco, en ese caso, incrementaba la oferta de dinero para que tal comercio pudiera darse adecuadamente. Por el contrario, si el viento soplaba del oeste era poco probable que llegara ningún buque mercante y, por lo tanto, el Banco retiraba los excesos monetarios del mercado para evitar presiones de inflación. Nadie dudaba entonces de que la cantidad de dinero era clave para controlar las condiciones monetarias de la economía.

Pero aquellos eran tiempos en que el dinero era un concepto mucho más sencillo de lo que es hoy en día. Se podía medir adecuadamente, los bancos centrales lo podían controlar con relativa facilidad y, probablemente, era el principal determinante de la inflación. Nada de esto se mantiene en la actualidad: el concepto actual de dinero es realmente complicado, la estimación de su oferta y demanda es todo un reto y la inflación viene determinada por un ejército de factores interrelacionados. La creciente complejidad de los sistemas financieros ha obligado a las autoridades monetarias a recurrir a herramientas analíticas para poder interpretar la evolución de lo que entendemos hoy por dinero. No obstante, la idea intuitiva del siglo XIX ya no existe y las dificultades implícitas a su análisis han obligado a muchos bancos centrales a replantear el uso de esta referencia en la gestión de la política monetaria.

* Técnico Comercial Economista del Estado (DGTPF).

El papel del dinero en la política monetaria es un debate que ha ido tomando cuerpo desde que los monetaristas lo lanzaran a la palestra en los años setenta. Algunos autores, como Blinder¹, lo han excluido de los asuntos de moda relativos a la política monetaria constatando que, a excepción del Banco Central Europeo (BCE), el resto de bancos centrales presta escasa o nula atención al dinero en el diseño e implementación de sus políticas. Sin embargo, el debate se ha revitalizado recientemente², por un lado, por su relación con el fenómeno de la inflación de activos en diferentes economías desarrolladas y, por el otro, debido a las crecientes críticas frente a la excepcionalidad del BCE.

Desde la creación de la zona del euro, hace ya más de siete años, el BCE ha consolidado su credibilidad como institución monetaria y ha disipado los temores sobre su capacidad para mantener el control de la inflación. Es incierta la influencia que en este período ha podido jugar el papel prominente que el BCE concede al dinero frente al resto de indicadores económicos; y, más importante si cabe, es igualmente incierto el papel que jugará en el futuro.

En el presente artículo se aborda el debate sobre el papel de los agregados monetarios en la política monetaria presentando, en primer lugar, los fundamentos que justifican la estrategia de análisis monetario adoptada por el BCE. A continuación, en el apartado 3 se introducen los principales puntos del debate actual que, sin cuestionar la

¹ BLINDER (2006) decidía prescindir de este tópico en su última revisión sobre preguntas y respuestas actuales en el debate de política monetaria.

² En noviembre de 2006, el tema de debate de la cuarta Conferencia de Bancos Centrales convocada por el BCE fue "El papel del dinero: dinero y política monetaria en el siglo XXI".

relevancia de los aspectos monetarios como determinantes de la inflación, analizan esencialmente la necesidad de asignarles un papel más relevante que el que se otorga a otros factores. En esta línea, se propone en el apartado 4 avanzar hacia una estrategia alternativa de política monetaria del BCE adaptada a los cambios financieros y monetarios de los últimos años y que podría permitir ganancias en términos de transparencia y eficacia.

2. Fundamentos de la estrategia del BCE

A fin de cumplir con su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios de la zona del euro en el medio plazo, la estrategia del BCE está sustentada en dos pilares que ofrecen la información relevante para la evaluación de los riesgos inflacionistas y la adopción de las decisiones de política monetaria:

— El primer pilar se denomina de análisis monetario. Concede un papel destacado a la evolución de la cantidad de dinero en la explicación de la inflación a medio plazo y a plazo más largo, atendiendo a argumentos basados en la teoría cuantitativa del dinero. Para ello se analiza la evolución de los agregados monetarios, en particular de la M3, pero también sus componentes (M1 y M2³), así como de las contrapartidas de la M3, principalmente el crédito.

El BCE establece igualmente un valor de referencia (que no es un objetivo) para el crecimiento anual de la M3, considerado coherente con la estabilidad de precios en el medio plazo. La última revisión que el BCE hizo de este valor fue en diciembre de 2002, situándolo en el 4,5 por 100. El valor se deriva del objetivo de estabilidad de precios del BCE (mantener el IPCA de la zona del euro por debajo, pero cercano, al 2 por 100 en el medio plazo), de una estimación del crecimiento potencial de la economía de entre el 2 y el 2,5 por 100 anual y de una disminución tendencial de la velocidad de circulación de la M3 en la Zona euro de entre el 0,5 y el 1 por 100 anual.

— El segundo pilar se denomina de análisis económico. Se centra en los riesgos para la inflación a corto y medio plazo a partir de la evolución de un conjunto amplio de indicadores económicos tanto de oferta como de demanda de bienes, servicios y factores, así como de magnitudes macroeconómicas relevantes tales como el PIB real y potencial, o los tipos de interés.

³ Curiosamente el BCE no presta especial interés a la base monetaria o M0, el único agregado que está bajo el control directo del BCE y para el que no se publican series.

En 2003, el BCE revisó su estrategia de política monetaria y clarificó la complementariedad de los enfoques de los dos pilares en el denominado *cross-checking* o contraste de información. El BCE con ello evita dar más importancia a un bloque de análisis frente al otro y hace una interpretación conjunta de dos perspectivas con diferente horizonte temporal para alcanzar un diagnóstico central que fundamente las decisiones monetarias. Desde esta revisión prácticamente se ha abandonado en la comunicación del BCE la terminología primer y segundo pilar y habitualmente se hace referencia primero al análisis económico y después al análisis monetario, recurriéndose al término “pilar” de forma más esporádica.

Cabe señalar, además, que habitualmente se identifica corto-medio plazo con un período de hasta tres años, por lo que “plazo más largo” iría más allá de los tres años. El análisis monetario sería, por lo tanto, el que inyectaría un cierto carácter de *forward looking*.

Los fundamentos económicos detrás del esquema descrito serían los siguientes:

— *Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon*. La frase de Milton Friedman parece haber inspirado desde un primer momento el diseño de la política del BCE. Las tesis de los monetaristas cobraron fuerza tras las experiencias inflacionistas de los años setenta, que vinieron precedidas por un cierto reinado del pensamiento keynesiano impulsado por autores de la Síntesis Neoclásica. Los monetaristas atribuyeron parte del fracaso de estas políticas a la escasa atención que hasta entonces se había prestado al papel del dinero en la economía y, en particular, a su influencia sobre la inflación⁴. La teoría cuantitativa del dinero era la principal baza para explicar tal relación, asumiendo como premisa que, en el largo plazo, la velocidad del dinero y el PIB real se mantendrían constantes. La lógica monetarista era la siguiente: si la inflación es, en el largo plazo, un fenómeno altamente correlacionado con la evolución de la cantidad de dinero, actuando directamente sobre dicha cantidad de dinero es posible controlar la estabilidad de precios.

De esta forma, las tesis monetaristas ofrecieron una justificación razonable para la incorporación de objetivos intermedios de política monetaria como, por ejemplo, el

⁴ Principalmente a raíz de la obra de Friedman *Monetary History of the United States 1867-1960*, se atribuyó a los excesos de oferta de dinero permitidos por los bancos centrales la culpa de las fuertes tasas de inflación experimentadas. La reformulación empírica de la relación entre el dinero y el PIB nominal termina por señalar que se genera inflación cuando el crecimiento de la oferta monetaria es superior al crecimiento de la demanda de dinero asociada al aumento de la renta real.

crecimiento de la cantidad del dinero⁵. Entre las ventajas que los bancos centrales atribuían a este tipo de objetivos destacaría su cómodo análisis, el control más o menos directo de las autoridades monetarias y el fácil seguimiento que de las desviaciones respecto a estos objetivos podían hacer los mercados financieros.

— El factor histórico. Cuando se diseñó la política monetaria del BCE, Otmar Issing, uno de sus arquitectos y previamente economista jefe del Bundesbank, optó por tomar como referencia el modelo alemán, ciertamente exitoso en el mantenimiento de un largo período de estabilidad de precios⁶. Con ello se pretendía que el BCE diera continuidad al fuerte compromiso antiinflacionista de la autoridad alemana, favoreciendo así el anclaje de expectativas de precios por parte de los agentes económicos.

— La complementariedad de las dos perspectivas. Los análisis monetario y económico ofrecen información referida a distintos horizontes temporales y, por lo tanto, dan una visión más completa del escenario futuro. Los agregados monetarios vendrían a representar lo que Malcolm Knight viene a denominar “estrella polar” de la política monetaria (Knight, 2006). El BCE hace así uso de toda la información relevante para su toma de decisiones.

De hecho, este enfoque tiene especial sentido con la perspectiva de medio plazo que asume el BCE. Si bien la inflación puede tener innumerables orígenes no monetarios (precios de las importaciones, salarios, uso de la capacidad instalada), este tipo de presiones inflacionistas no pueden sostenerse sin tener un efecto final sobre la cantidad del dinero. Por lo tanto, las variaciones en la cantidad de dinero permiten interpretar perturbaciones inflacionistas que van más allá de lo puramente circunstancial.

⁵ De ahí surge la conocida *regla de oro* monetarista que consistía en forzar a la oferta monetaria a crecer a una tasa anual constante y equivalente a la tasa de crecimiento real del PIB. Milton Friedman, en una entrevista poco antes de su fallecimiento para el foro de Internet www.econtalk.org se reafirmaba en la idea de que, incluso bancos centrales como la Reserva Federal de EE.UU., que no referencian sus decisiones a objetivos monetarios, en el fondo sólo utilizan los movimientos de los tipos de interés a corto plazo como instrumento para estabilizar la tasa de crecimiento del dinero en la economía.

⁶ Cabe señalar que, a pesar de sus logros en la contención de la inflación, diversos estudios (BERNANKE y MIHOV, 1996 o Clarida, Galí y Gertler, 1998) han destacado que el Bundesbank nunca mantuvo una ortodoxia estricta con los objetivos monetarios, de forma que no reaccionaba mecánicamente cuando los agregados monetarios sobrepasaban la tasa de crecimiento fijada como objetivo. De hecho, estos objetivos se sobrepasaron con cierta frecuencia entre los años setenta y noventa. Bernanke y Mihov sostienen que realmente el Bundesbank seguía un objetivo de inflación, pero utilizaba los agregados monetarios como una guía operativa y como variable informativa.

— La interpretación del análisis monetario. Los cambios en la evolución monetaria no implican necesariamente una reacción automática de la autoridad monetaria. Se trataría básicamente de valorar la nueva información y evaluar los riesgos asociados; esta es la filosofía del valor de referencia para el crecimiento de la M3. No en vano el BCE advierte que las desviaciones monetarias a corto plazo son difíciles de interpretar y pueden tener carácter transitorio, de forma que no necesariamente afecten al comportamiento futuro de los precios.

— El análisis monetario y la inflación de activos. Los excesos monetarios pueden propiciar la aparición de burbujas especulativas de activos y, por lo tanto, la evolución de los agregados monetarios puede ser un indicador adelantado de tales circunstancias. El análisis de esta información podría ser utilizado por los bancos centrales a la hora de analizar la conveniencia de adoptar medidas preventivas para frenar efectos adversos de este tipo de inflación. Otmar Issing ha sido, en los últimos años, uno de los principales exponentes de este argumento, sobre el que más adelante profundizaremos.

— Una herramienta exitosa en el pasado. Frecuentemente se hace referencia a que, en circunstancias excepcionales, por fuerte inflación o deflación, el control de la cantidad de dinero ha sido valorada como la solución más adecuada. En EE.UU., Paul Volcker estableció un tope al crecimiento del dinero del banco central y consiguió reducir la inflación estadounidense del 13 al 3 por 100 en tres años. Por su parte, el Banco de Japón afrontó su situación de deflación sostenida por medio de la política de “relajación cuantitativa”, que también se basaba en un objetivo de oferta monetaria. Cabe señalar, no obstante, que la idoneidad de ambas políticas es todavía objeto de debate: Japón, después de muchos años, todavía tiene que demostrar haber salido de la deflación y en EE.UU. otros factores, aparte de los monetarios, pudieron haber contribuido a la contención de la inflación.

3. El debate actual

La teoría cuantitativa del dinero y la relación a largo plazo que de ella se deriva entre la cantidad de dinero y los precios tiene un amplio respaldo empírico y no pretende ser cuestionada en el presente análisis⁷. El debate que aquí

⁷ Cabe hacer constar, sin embargo, que hay estudios empíricos (DE GRAUWE y GRIMALDI, 2001; DE GRAUWE y POLAND, 2001, por ejemplo) que ponen de manifiesto la débil correlación a largo plazo entre inflación y crecimiento del dinero para países con tasas de inflación reducidas. En particular, para el período 1970-1999, países con inflación inferior al 5 por 100 experimentan una escasa correlación entre estas variables y, sin embargo, se aprecia que la inflación es altamente sensible al efecto de perturbaciones puntuales de la economía; algo razonable desde el punto de vista intuitivo.

se aborda es la idoneidad y conveniencia de utilizar un diseño de política monetaria que otorga al dinero un papel predominante frente a otros indicadores de la inflación.

La complejidad creciente de los mercados financieros ha hecho cada vez más difícil el seguimiento y la interpretación de los agregados monetarios, obligando a la mayoría de bancos centrales a abandonar esta referencia como objetivo intermedio. Gerald Bouey, gobernador del Banco de Canadá, señaló: *we didn't abandon monetary aggregates, they abandoned us*. La alternativa mayoritariamente seguida por los bancos centrales ha sido la adopción de un objetivo directo de inflación, que se ha demostrado como una buena fórmula para lograr un buen anclaje de las expectativas de inflación.

Pese a todo, el BCE sigue manteniendo su análisis monetario como pieza clave de las proyecciones de inflación futura, sin dejar definido de forma precisa el grado de influencia de este planteamiento en sus decisiones de política monetaria. Los argumentos que a continuación se presentan abordan las dificultades a las que este análisis se enfrenta y nos conducirán a plantear la necesidad de reformar el actual diseño de dos pilares utilizado por el BCE, equiparando los indicadores monetarios con los otros muchos factores que deben ser analizados por el banco central.

3.1. El control de los agregados monetarios

Las últimas décadas han estado caracterizadas por cambios que han afectado a la demanda de dinero y, con ello, han hecho progresivamente más complejo el seguimiento, la interpretación y el control de los agregados monetarios, particularmente en la zona del euro. Hablamos de fenómenos tales como la innovación y la liberalización financiera o la creación de una nueva moneda única.

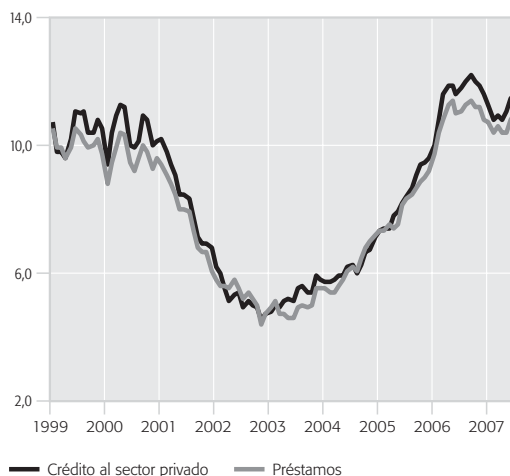
En general, la innovación financiera supone en sí misma un reto adicional para la política monetaria, puesto que altera sus mecanismos de transmisión a la economía real. Los efectos, no obstante, son inciertos pues resulta difícil prever el grado en que los diferentes canales transmisores de la política monetaria se ven afectados en cada momento.

La aparición de nuevos productos y agentes en los mercados financieros genera inestabilidades en la demanda y oferta de dinero, que impiden un análisis preciso de la evolución de los agregados. Por un lado, la tradicional frontera entre dinero (activos financieros muy líquidos y de bajo riesgo) e instrumentos no monetarios (que jugarían un papel más orientado al ahorro), es cada vez más débil. Lo que es peor, como consecuencia de la mayor

Gráfico 1

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN LA ZONA EURO

(Porcentaje)



Fuente: BCE.

complejidad y sofisticación de los mercados, es difícil saber con precisión cuál es el papel de la innovación financiera en la evolución monetaria y esto puede hacer aún más errático el análisis.

Por otro lado, la innovación financiera ha ampliado las posibilidades de cobertura de riesgos por parte de las entidades financieras y ello se ha traducido en un mayor abanico de clientes e instrumentos de financiación. En consecuencia, y como se aprecia en el gráfico 1, el crédito al sector privado en la zona del euro, así como los préstamos a hogares y a empresas no financieras, han crecido significativamente.

También se ha apreciado el efecto sobre la demanda de dinero de fenómenos tales como la expansión de los depósitos bancarios con alta rentabilidad y negociados a través de Internet o la negociación de productos derivados diseñados a medida.

Este conjunto de factores relacionados con la innovación financiera es especialmente significativo en la zona euro tras la implantación de la moneda única. La eliminación del riesgo cambiario, la reducción de los costes de transacción, la integración de los mercados financieros europeos o la aparición de una nueva moneda de reserva internacional de creciente solidez son factores de carácter estructural que inciden en las preferencias de los agentes con respecto a la demanda de dinero.

Más allá de estos factores, ciertas perturbaciones como la incertidumbre económica, financiera o geopolítica, que caracterizaron, por ejemplo, el período 2001-2003, pueden dar lugar a desplazamientos de cartera intensos que afecten igualmente a la demanda de dinero (González-Páramo, 2005).

En conclusión, la inestabilidad a la que está sometida la demanda de dinero dificulta enormemente su análisis y hace más ambigua y de difícil interpretación la relación entre la cantidad de dinero y el nivel de precios. No se niega en absoluto que dicha relación exista, sino que su lectura es compleja y esto puede provocar que, en ocasiones, las variables monetarias puedan convertirse en una débil referencia.

3.2. Los cambios en la gestión de la liquidez

Los mencionados procesos de innovación financiera han tenido una repercusión clara en la forma de gestionar los activos y pasivos por parte del sector bancario. Tradicionalmente los bancos han sido generadores de liquidez en los mercados, al endeudarse a corto plazo y prestar a largo plazo. Sin embargo, en la última década se constata, por un lado, que los activos bancarios (préstamos hipotecarios, por ejemplo) han ido ganando liquidez mediante su negociación en los mercados de titulización, cuyo desarrollo ha sido significativo en los últimos años. Lo contrario ha pasado por el lado del pasivo, puesto que el desarrollo de los mercados de deuda ha permitido alargar progresivamente la duración de los pasivos con los que obtienen financiación los propios bancos.

El resultado es que los bancos cada vez se endeudan menos a corto plazo y prestan menos a largo plazo (Paul De Grauwe, 2007). Con ello, la contribución de los bancos a la creación de liquidez no habría sido tan significativa como se piensa, viéndose sustituidos en cierta medida en la labor de creación de liquidez por otros actores, como por ejemplo los *hedge funds*.

La conclusión de todo ello es que los agregados monetarios, como reflejo de los activos del sistema bancario, pueden estar dando señales equívocas sobre la creación de liquidez y, por lo tanto, sobre el posible impacto en las presiones inflacionistas. En este marco, otros indicadores como la evolución del crédito o la actividad de los propios *hedge funds* (aunque más relacionada con los precios de activos que con los de consumo) podrían ofrecer una mejor visión de la evolución de la liquidez y de los riesgos inflacionistas.

3.3. Correlación no es causalidad

La defensa del análisis monetario está principalmente basada en la conocida correlación a largo plazo entre el crecimiento de la cantidad de dinero y la tasa de inflación. Sin embargo, esta correlación es habitualmente malinterpretada como una causalidad.

Puesto que se trata de una correlación entre dos variables endógenas, cada una de ellas está condicionada por la evolución de la otra y además por la de otras variables, que no necesariamente coinciden para ambas. Sin embargo, nada está definido con respecto al sentido en que una variable causa efectos sobre la otra. Svensson (2002) señala que el diseño de la política monetaria condiciona en gran medida el sentido de dicha causalidad, de existir, desde el momento en que se adopte una de estas variables como objetivo explícito y, por lo tanto, venga dada exógenamente.

Por ejemplo, una autoridad que tenga un objetivo estricto de crecimiento del dinero intentará que dicha variable se mantenga estable, de tal forma que se convertirá de alguna forma en exógena para la inflación (que sería endógena en este caso). En este marco la inflación estará condicionada por los agregados monetarios y podría cobrar sentido efectivamente adoptar un valor de referencia del crecimiento de la M3. Por el contrario, una política monetaria que establezca un objetivo de inflación hará que la evolución de la cantidad de dinero (variable endógena en este caso) esté condicionada por la inflación (exógena). Por último, si una autoridad monetaria establece un objetivo estricto de tipo de cambio, tanto la inflación como el crecimiento del dinero serán endógenos y estarán condicionados por distintas variables y, aunque posiblemente se mantenga una fuerte correlación en el largo plazo entre ellas, no se deriva un sentido de causalidad concreto.

En definitiva, la causalidad ente la cantidad del dinero y la inflación no tiene un sentido definido por depender en gran medida del diseño de la política monetaria y, llegado el caso, puede no existir o ser muy débil. Es por ello que, en determinados marcos, en particular en aquellos en los que existe un objetivo de inflación establecido, admitir el hecho de que la inflación sea en última instancia un fenómeno esencialmente monetario puede ser cuestionable.

3.4. Las debilidades del análisis monetario

Dejando al margen la causalidad, limitémonos a la correlación entre la evolución de la cantidad de dinero y la inflación en el largo plazo. ¿Nos sirve esta correlación en el

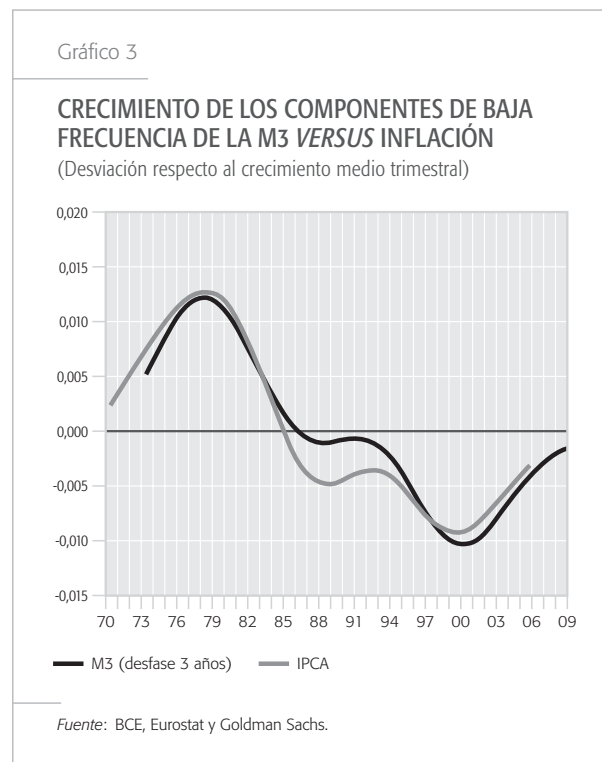
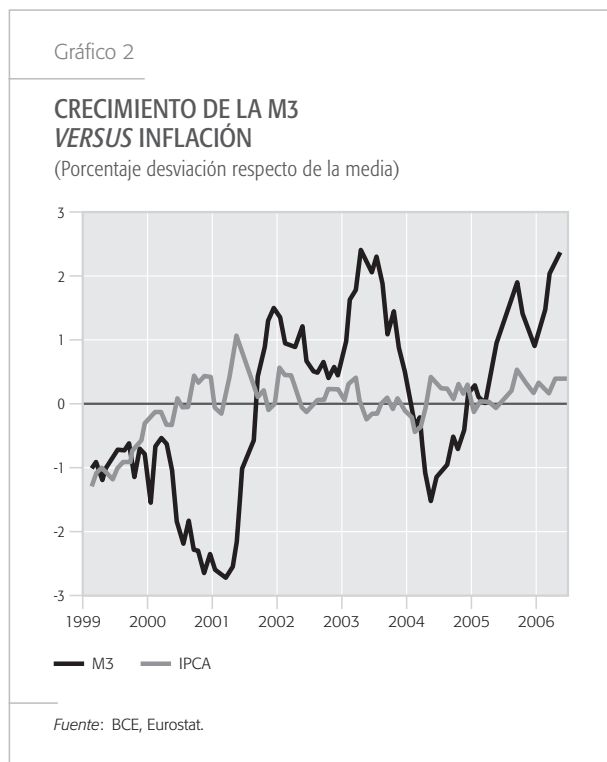
largo plazo para articular políticas orientadas al medio plazo?, ¿son los ocho años de vida de la zona euro suficientes para que los datos de evolución de la M3 sean un buen indicador anticipado de la inflación a largo plazo?

Buiter, Nielsen y Vernazza (2006) concluyen en su estudio de los métodos utilizados por el BCE para valorar la evolución de la M3, que se trata de un período aún corto para ofrecer un instrumento de análisis realmente útil. Debido a la escasez de datos históricos, el BCE se ve obligado a realizar algunos ajustes para ampliar el espectro temporal de las series a períodos anteriores al nacimiento del euro. El método consiste en agregar series temporales nacionales desde 1970 para variables como la inflación o el crecimiento de la M3. Esto es especialmente útil para poder filtrar los datos de la M3, eliminando los efectos transitorios derivados de ciertas perturbaciones, como es el caso de las de la velocidad de circulación del dinero, y que contaminan la lectura de dicha M3. Se eliminan, por lo tanto, los ruidos de corto y medio plazo del crecimiento de la M3 y de la inflación, limitando el análisis a los componentes de baja frecuencia, que son aquellos movimientos de ciclos superiores a diez años. En la medida en que, a largo plazo, la velocidad de circulación es relativamente estable, la M3 filtrada y reducida a sus componentes de baja frecuencia se convierte en un buen anticipador de la inflación para el largo plazo con un desfase aproximado de unos tres años, tal y como sostiene el BCE.

En los gráficos 2 y 3 siguientes se aprecia cómo la escasa correlación ente el crecimiento de la M3 y la inflación en una serie sin filtrar (gráfico 2) pasa a reproducir una correlación mucho más clara una vez se limita el análisis a los componentes de baja frecuencia (gráfico 3). En este caso se puede afirmar que el crecimiento de la M3 predice de forma precisa los puntos de inflexión de la inflación, con un desfase temporal de en torno a tres años.

La correlación entre la M3 y la inflación funciona, por lo tanto, tomando como referencia ciclos de diez años o más. Sin embargo, si el análisis se pretende aplicar para ciclos de menor duración, por ejemplo el medio plazo para el que está definido el objetivo de inflación, las correlaciones fallan notablemente. Esto ocurre porque los finales de las muestras, los períodos más recientes, son filtrados de una forma mucho menos precisa y, por lo tanto, a efectos de análisis en tiempo real, como el que debe hacer el BCE, no se obtienen resultados fiables y es preciso recurrir a otros métodos.

Como solución para el análisis en tiempo real, el BCE recurre a ajustar la M3 con cambios en la velocidad de circulación que, presumiblemente, pueden ser reconocidos en el corto plazo. Un ejemplo de cómo hacerlo es identificando cambios de cartera (*portfolio shifts*), que son movimientos que suelen ocurrir ante algunas incertidumbres en los mercados —(particularmente incertidumbres geopolíticas, atentados terroristas (11-S), esta-



lido de burbujas de activos)—, y no anticipan en sí mismos futuras subidas de precios. Parece evidente que, si bien el análisis de la velocidad de circulación es necesario, la dificultad que entraña su interpretación práctica suscita ciertas reservas a la hora de dar validez a este ajuste de la M3.

En definitiva, Buitier, Nielsen y Vernazza (2006) concluyen que, si bien la información que aporta la evolución del agregado M3 puede estar altamente correlacionada con la inflación, dicha correlación requiere ser valorada con cierto desfase temporal (superior a tres años) y con series temporales largas. Dicho de otra forma, debido a la complejidad del filtrado de las series de la M3, es muy difícil llegar a datos correlacionados entre la M3 y la inflación para un horizonte de medio plazo. En consecuencia, en el marco temporal relevante para el BCE, el crecimiento del dinero no es necesariamente un buen indicador de la evolución de la inflación futura.

3.5. La obsolescencia del valor de referencia del crecimiento monetario

Con la revisión de la estrategia de política monetaria del BCE en 2003 el Consejo de Gobierno decidió que se dejaría de revisar el valor de referencia de la M3 de forma anual, como hasta entonces se venía haciendo. No obstante, se seguirían realizando valoraciones sobre las condiciones y supuestos subyacentes de forma continua. El resultado es que el último valor de referencia fue publicado en 2002 y es de 4,5 por 100, como siempre ha sido.

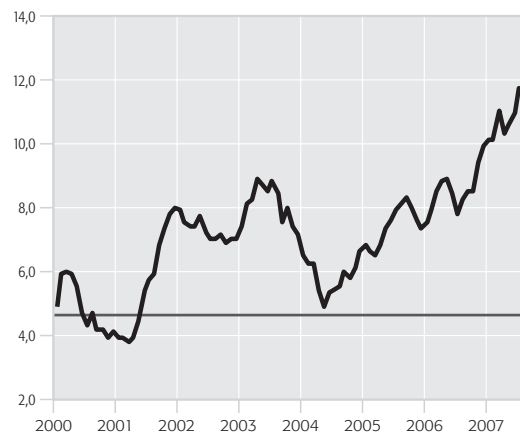
Sin embargo, es bien sabido que el crecimiento de la M3 se ha distanciado de forma sistemática de esta referencia desde 2001 y manifiesta un comportamiento especialmente acelerado en los últimos meses. Como se observa en el gráfico 4, los últimos datos reflejan crecimientos interanuales de la M3 cercanos al 12 por 100.

¿Cómo debemos interpretar esta divergencia? Lo razonable, de acuerdo con el planteamiento del BCE, sería pensar que esta aceleración estaría señalando la aparición de presiones inflacionistas en el medio plazo. Sin embargo, la inflación en la zona euro está razonablemente contenida en el entorno del 2 por 100 desde el 2001 (véase el gráfico 6).

Otra posible interpretación de este fenómeno podría ser que hubiera habido cambios en los parámetros de partida para el cálculo del valor de referencia y que esta dejara de ser válida. No obstante, el crecimiento potencial de la zona euro se estima sigue estando algo por encima del 2 por 100 y la velocidad del dinero parece sostener la tendencia asumida.

Gráfico 4

EVOLUCIÓN DE M3 EN LA ZONA EURO (Porcentaje)



Fuente: BCE.

En definitiva, si la referencia del 4,5 por 100 sigue siendo válida (como ha reiterado recientemente el BCE⁸) y es la que se estima compatible con la estabilidad de precios a medio plazo, la fuerte aceleración de los últimos años debería inquietarnos. Por el contrario, si la lectura como tal del crecimiento de la M3 resulta estar contaminada por efectos temporales que deberían filtrarse por restar fiabilidad al indicador, ¿para qué sirve la referencia cuantitativa?

3.6. La interpretación de la evolución monetaria y del crédito privado

Profundizando algo más en el análisis monetario, es fácil entender la conveniencia de no limitar el estudio a la evolución de un único agregado como es la M3, sino que merece la pena el estudio de sus distintos componentes y contrapartidas. En julio de 2007 el BCE publicó en su boletín mensual un artículo titulado *Interpreting monetary developments since mid-2004*, que admite las dificultades para extraer de la evolución de los agregados monetarios conclusiones con respecto a las presiones inflacionistas. El análisis de las contrapartidas, sin embargo, puede resultar más ilustrativo.

⁸ Así lo puso de manifiesto Trichet en el turno de preguntas y respuestas tras la reunión del Consejo de Gobierno del BCE del 10 de mayo de 2007 (<http://www.ecb.int/press/pressconf/2007/html/is070510.en.html>).

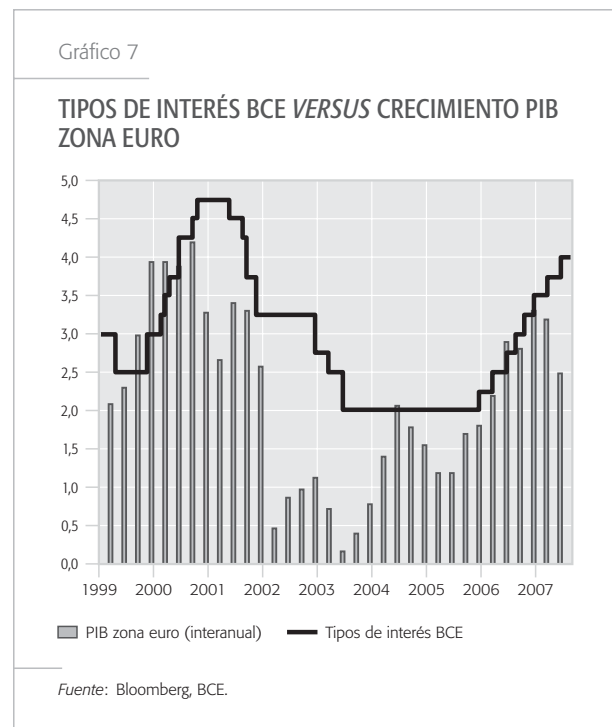


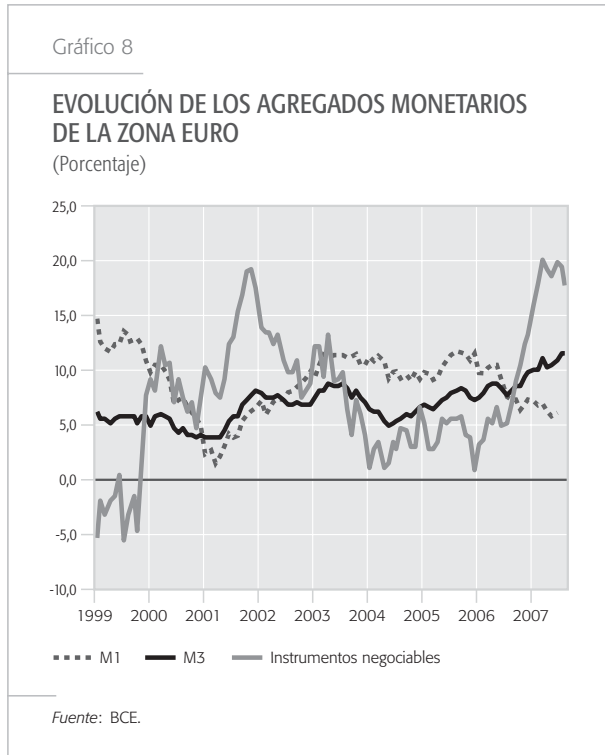
Como puede apreciarse en el gráfico 5, la evolución del crecimiento de la M3 de la zona euro desde 1999 presenta dos períodos de clara aceleración del agregado, uno desde mediados de 2001 hasta mediados de 2003 y otro desde mediados de 2004 hasta hoy en día. En el primero de estos períodos, la fuerte expansión de los agregados monetarios estuvo acompañada de una clara desaceleración de los préstamos al sector privado. Por el contrario, en el segundo período señalado (desde mediados de 2004), el menor nivel de los tipos de interés de la zona euro y el mayor crecimiento económico (véanse los gráficos 6 y 7) propiciaron que la fuerte expansión monetaria estuviera acompañada de un apetito creciente del sector privado por los préstamos financieros. Estos distintos comportamientos impiden correlacionar los movimientos de los agregados con los de las contrapartidas, en particular los préstamos.

De forma análoga, trasladando el paralelismo al comportamiento de los componentes de la M3, en el gráfico 8 se aprecia que entre 2001 y 2003 el dinamismo de la M3 estaba marcado por las altas tasas de crecimiento de los instrumentos negociables⁹, mientras que entre 2004 y 2005

⁹ Se denomina instrumentos negociables a los componentes menos líquidos de la M3, en particular cesiones temporales (acuerdos de recompra), participaciones en fondos e instrumentos del mercado monetario y valores distintos de acciones hasta dos años. Estos instrumentos sirven de "refugio" de los ahorros en momentos de creciente incertidumbre, en una forma razonablemente líquida, cuando los costes de cambio de cartera desde instrumentos no monetarios son relativamente bajos.

la aceleración de la M1 parece marcar la pauta. En definitiva, la expansión de la M3 en el último período está fundamentada en un mayor grado de liquidez que en el primero de los períodos. No es fácil extraer conclusiones de estos hechos respecto de las implicaciones para las presiones inflacionistas pues, por ejemplo, a pesar del mayor efecto de





la liquidez señalado para 2005, la inflación ha experimentado desde entonces cierta desaceleración.

Por otro lado, si analizamos la correlación entre las decisiones del BCE sobre tipos de interés y la evolución de los agregados monetarios, se aprecia lo siguiente. Entre 2001 y 2003 la aceleración de la M3 se vio acompañada de una bajada progresiva de tipos de interés hasta el nivel mínimo del 2 por 100. Desde 2005, sin embargo, el mayor crecimiento de la M3 coincide con un período de sucesivas subidas de tipos¹⁰. No se aprecia tampoco en este caso que la evolución monetaria lleve al BCE a adoptar decisiones sobre los tipos de interés de acuerdo a una pauta determinada. Ciertamente, el BCE aclara que el análisis monetario no conlleva una reacción automática del banco ante cambios en el crecimiento de la M3. Sin embargo, el resultado es que el público no es capaz de saber en qué momentos la evolución monetaria es o no crítica para las decisiones sobre tipos, dificultando su anticipación a dichas decisiones y el anclaje de expectativas de inflación.

Por el contrario, sí parece haber una mayor correlación entre los movimientos de tipos de interés y la evolución del crédito o el crecimiento económico (gráficos 5 y 7).

¹⁰ De hecho, la subida de 25 puntos básicos que el BCE realizó el 1 de diciembre de 2005 estuvo expresamente justificada, entre otras razones, por las presiones inflacionistas que señalaba la aceleración de la M3, especialmente dinámica en sus componentes más líquidos.

La desaceleración de los préstamos y el crédito al sector privado del 2001-2003 fue respondida con bajadas de tipos y es a partir de 2004 cuando la financiación al sector privado repunta en respuesta al bajo coste del dinero. Por último, el endurecimiento de las condiciones de financiación desde finales de 2005, podría estar haciéndose sentir en los préstamos concedidos a hogares, que están moderando su tasa de crecimiento desde principios de 2007.

Por lo tanto, la parte del activo del sistema bancario, es decir la financiación al sector privado, no sólo es un buen indicador de la actividad económica real, sino que además constituye un canal directo de transmisión de la política monetaria. Frente a las dificultades que ofrece el análisis monetario, la evolución de la financiación al sector privado parece menos errática y más correlacionada con las decisiones de la autoridad monetaria.

3.7. La cantidad del dinero como indicador de potenciales burbujas de activos

Algunos miembros del BCE y académicos han destacado en los últimos años el valor del análisis monetario y del crédito como referencia para analizar la evolución de los precios de los activos y, en particular, anticipar burbujas especulativas. Esta capacidad pasa a ser relevante si se asume, lo cual es objeto de un amplio debate, que entre las funciones de los bancos centrales está la de tomar medidas preventivas frente a estas potenciales burbujas.

Baste señalar las acertadas apreciaciones de Donald Kohn (2006) al respecto. La adopción de medidas preventivas de política monetaria para evitar o paliar los efectos de una potencial crisis futura estaría justificada cuando las autoridades monetarias fueran capaces de identificar, de forma cierta, inmediata y precisa una burbuja que pudiera tener efectos adversos de gran magnitud en los mercados.

Sin embargo, Kohn señala que el conocimiento que aún tenemos sobre la dinámica de episodios especulativos en la economía es todavía insuficiente como para realizar el mencionado análisis con la precisión requerida. Retomando la idea de la teoría cuantitativa del dinero, la aceleración del crecimiento de la oferta monetaria se deberá ver reflejada en un aumento del gasto nominal futuro de los agentes. Sin embargo llegar a precisar cómo se distribuye el impacto en precios y en renta es tan difícil que la literatura económica ha terminado por denominar a este problema "la ecuación perdida del monetarismo".

Por otra parte, de lograr realizar una valoración adecuada de los riesgos de una burbuja especulativa, el propio diseño de las medidas de intervención monetaria puede

estar plagado de complejidades e incertidumbres. ¿En qué momento se debería actuar?, ¿qué repercusiones puede tener la medida sobre los objetivos directos de la autoridad monetaria (estabilidad de precios, crecimiento económico)?, ¿qué señales introduce la medida en el mercado?

En definitiva, hay un alto riesgo de que bien el análisis sea errático, bien la propia actuación pueda llevar a una situación, si cabe, peor que la de partida o de la que se derivaría de una intervención posterior al estallido de la burbuja (si este llegara a producirse). Por ello, sin negar que la cantidad de dinero y, en mayor medida, el crédito privados permitiera intuir procesos de inflación de activos, ¿es conveniente hacer uso de esta señal para actuar por medio de la política monetaria?

4. Propuestas de reforma

La zona euro está siendo, sin duda, un experimento exitoso que, al igual que ocurre con la Unión Europea en su conjunto, va haciendo camino a base de prueba y error. Hasta la fecha, la política monetaria en ella ha funcionado razonablemente bien y el BCE ha logrado afianzar su credibilidad en los mercados, favoreciendo con ello la estabilidad de precios. Con un estatus ya consolidado y una mayor perspectiva temporal, la autoridad monetaria europea debería sentirse más cómoda para impulsar cambios en su estrategia que le permitan implementar una política más eficaz, transparente y en línea con el desarrollo de los mercados financieros.

En particular, nos referimos a la articulación de su política en dos pilares y a la asignación a las variables monetarias de un papel predominante frente a otros indicadores económicos. Aún aceptando las tesis monetaristas sobre la relación a largo plazo entre la cantidad de dinero y la evolución de precios, las dificultades prácticas a las que se enfrenta el análisis y el control de los agregados monetarios impiden la aplicación real de estas teorías. La revisión de la estrategia de política monetaria de 2003 pretendió dar mayor claridad al uso y la interpretación del primer pilar de análisis monetario; pero hoy en día sigue habiendo dudas al respecto al no haberse modificado el fondo del asunto. A los propios representantes del BCE les resulta cada vez más difícil justificar este planteamiento excepcional entre los principales bancos centrales y el resultado termina por confundir a los agentes económicos, que no saben valorar hasta qué punto influye el análisis monetario en las decisiones del BCE.

La alternativa no consiste en ignorar el análisis monetario del que, en particular, el seguimiento del crédito pri-

vado resulta imprescindible como referencia. Admitiendo que el dinero importa (*money matters*), su interpretación es lo suficientemente compleja e incierta como para dificultar que estas variables constituyan una referencia prioritaria. Alternativamente, parece más conveniente equiparar su análisis al del resto de variables relevantes, tales como la evolución de los salarios, los precios energéticos, el desempleo, el uso de la capacidad instalada o muchos otros, todo ello integrado en un único pilar. No se trata, por lo tanto, de ignorar las señales monetarias, sino de asignarles su peso justo.

Hay autores que sostienen que, después de tantos años de defensa del análisis monetario, el BCE sería inconsistente si lo abandonara de un momento a otro sin causa justificada. Pero lo cierto es que las causas, como se ha visto, existen y es momento de superar el modelo inicial, diseñado en un marco que exigía una mayor prudencia ante las incertidumbres propias de un cambio institucional de calado. El BCE se sumaría, con ello, al enfoque más moderno implantado por el resto de bancos centrales y sólo daría muestras de una afianzada seguridad en sus prácticas como institución consolidada.

Dos ventajas se derivarían de este esquema propuesto basado en un único pilar. La primera es que permitiría una mejor comprensión de la política monetaria del BCE al eliminar la incertidumbre respecto al peso atribuible al análisis monetario. De esta forma, una definición más clara del marco de análisis y de los criterios de decisión favorecería el anclaje de expectativas inflacionistas.

En segundo lugar, el BCE podría destinar parte de los esfuerzos orientados hoy al análisis monetario a perfeccionar otros ámbitos de estudio donde todavía hay un importante margen de mejora, como es el caso de las proyecciones de inflación futura o de la brecha de producción (*output gap*). Con ello el análisis del BCE ganaría en precisión y en eficacia.

Por último, cabe hacer mención a algunos de los retos futuros que pudiera tener que afrontar el BCE. Por un lado, el fenómeno de la desinflación experimentado globalmente en los últimos años pudiera estar llegando a su fin. La mejora progresiva de los niveles de vida en países como China o la India, hasta ahora oferentes de una gran masa de mano de obra barata, podría generar presiones por el lado de los costes salariales. La participación creciente de estas economías en los mercados internacionales intensifica a su vez las externalidades que este fenómeno puede tener, en términos de inflación, sobre el resto de países, y en particular en Europa. A su vez, este mayor desarrollo en los países emergentes está ya generando presiones de demanda, en particular sobre las

materias primas, que introducen tensiones inflacionistas a nivel global.

Por otro lado, las recientes turbulencias financieras son muestra de que la inestabilidad financiera es un riesgo presente en nuestras economías, cuya gestión supone indudablemente un desafío para el BCE. Afrontar este tipo de coyunturas en un entorno en el que siguen presentes las presiones inflacionistas requiere mecanismos de actuación transparentes y comprensibles para los agentes económicos. Teniendo en cuenta la complejidad del marco de análisis del BCE, podría ser conveniente clarificar la importancia del análisis de los agregados monetarios y del crédito y el uso que de ello hace la autoridad monetaria. Posiblemente, la ganancia en términos de anclaje de expectativas inflacionistas y de mejora en la transmisión de las decisiones de política monetaria podría hacer más eficaz la política del BCE en el futuro.

Bibliografía

- BCE (2007): "Interpreting Monetary Developments since mid-2004", *Boletín mensual BCE*, julio.
- BERNANKE, B. y MIHOV, I. (1996): *What does the Bundesbank target?*, NBER Working Paper, núm. W5764.
- BLINDER, A. (2006): "Monetary policy today: sixteen questions and about twelve answers", *Central Banks in the 21st Century*, Banco de España.
- BUITER, W.; NIELSEN, E. F. y VERNAZZA, D. (2006): "The ECB and its Monetary Analysis", *European Weekly Analyst*, Issue núm. 06/29, Goldman Sachs.
- CLARIDA, R.; GALÍ, J. U. y GERTLER, M. (1998): "Monetary policy rules in practice: some international evidence", *European Economic Review*, núm. 42.
- DE GRAUWE, P. (2007): "The eurozone is missing the point in its quest for stability", *Financial Times*, 11 de Julio.
- DE GRAUWE, P. y GRIMALDI (2001): "Exchanges rates, prices and Money: a long run perspective", *International Journal of Finance and Economics*, 6.
- DE GRAUWE, P. y POLAND, M. (2001): "Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon", *CEPR Discussion Paper*, núm. 2841.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. (2005): "La política monetaria del BCE en el contexto internacional: principios y retos", *Boletín económico del ICE*, núm. 2848.
- KNIGHT, M. (2006): "Money, credit and asset prices: (Re-) learning to read their message". Conferencia "Monetary policy: a journey from theory to practice" celebrada por el BCE en honor a Otmar Issing. Frankfurt 16-17 marzo.
- KOHN, D. L. (2006): "Monetary policy and asset prices". Conferencia "Monetary policy: a journey from theory to practice" celebrada por el BCE en honor a Otmar Issing. Frankfurt 16-17 de marzo 2006.
- LONDON, S. (2003): "Lunch with the FT: Milton Friedman", *Financial Times*, junio.
- SVENSSON, L. E. O. (2002): "A reform of the Eurosystem's Monetary-Policy Strategy is increasingly urgent", Princeton University, CEPR and NBER, mayo.
- Woodford, M. (2006): "How important is Money in the Conduct of Monetary Policy?", *Columbia University*, octubre.