

Artículos

1 Veinte años de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE

Rupert de Vincent-Humphreys, Ivelina Dimitrova, Elisabeth Falck y Lukas Henkel

Han transcurrido veinte años desde que el BCE publicó la primera encuesta a expertos en previsión económica (EPE). Los participantes facilitan previsiones puntuales y distribuciones de probabilidad de la inflación medida por el IAPC, de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía, los alimentos, el alcohol y el tabaco, del crecimiento del PIB real y de la tasa de desempleo para seis horizontes, así como previsiones puntuales sobre el crecimiento de los salarios, el tipo de cambio, el precio del petróleo y el tipo de interés oficial del BCE. Todos los datos cuantitativos que se recaban en la encuesta se publican sistemáticamente poco después de que se concluya, lo que convierte a la EPE en la encuesta sobre la economía agregada de la zona del euro más transparente, exhaustiva y de más larga trayectoria.

En los últimos veinte años, las condiciones económicas han sido muy variadas, con episodios como la Gran Moderación —con un crecimiento económico relativamente elevado y una inflación estable—, la crisis financiera y, más recientemente, un período prolongado de débiles presiones inflacionistas. En este artículo se documenta la evolución de la EPE en este entorno económico cambiante y las lecciones extraídas. La EPE sigue siendo hoy tan útil para el análisis económico y tan relevante para el debate sobre política monetaria como la primera vez que se publicó.

1 Introducción a la encuesta a expertos en previsión económica

Las expectativas de inflación desempeñan un papel fundamental en los análisis económico y monetario del BCE, sobre todo si se tiene en cuenta su mandato de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. El BCE establece la política monetaria con el objetivo de mantener la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro en una tasa inferior, aunque próxima, al 2 % a medio plazo. En este contexto, las expectativas de inflación de los agentes privados pueden afectar a la economía porque pueden influir en las decisiones económicas en ámbitos como el ahorro, el consumo y la inversión, así como en la fijación de salarios y precios. El papel que desempeñan las expectativas de inflación para determinar la inflación observada de los salarios y los precios se puede modelizar utilizando una relación de curva de Phillips con expectativas. Asimismo, las expectativas de inflación de los participantes en los mercados financieros pueden incidir de forma directa en la fijación de los precios de algunos instrumentos financieros, como los bonos nominales, y, por ello, pueden afectar

directamente a la transmisión de la política monetaria a la economía real²¹. Las expectativas de inflación también son una valiosa herramienta para contrastar las perspectivas de inflación de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE que, a su vez, se utilizan en las decisiones de política monetaria. Por lo tanto, el BCE sigue atentamente las expectativas de inflación de los agentes privados usando diversas fuentes, entre otras, los resultados de su encuesta trimestral a expertos en previsión económica (EPE).

La EPE ha medido las expectativas de inflación y otras expectativas

macroeconómicas desde el inicio de la unión monetaria. Cuando se publicó por primera vez, la EPE era el único indicador de las expectativas macroeconómicas del sector privado para la zona del euro en su conjunto. En la encuesta se recopila información sobre las tasas de variación esperadas de los precios de consumo, de crecimiento de los salarios, de crecimiento del PIB real y de desempleo en la zona del euro para varios horizontes, que van desde el año en curso hasta el largo plazo. Asimismo, los participantes facilitan expectativas para las variables exógenas en las que se sustentan sus previsiones —como el precio del petróleo y el tipo de cambio—, y comentarios cualitativos que enriquecen sus previsiones cuantitativas. Por consiguiente, los resultados generales de la encuesta proporcionan una imagen exhaustiva de la valoración agregada de las perspectivas macroeconómicas por parte de los expertos.

Se recopilan expectativas para varios horizontes con distintos objetivos. A corto plazo, los expertos facilitan expectativas para el año natural en curso y los dos años siguientes, así como para dos horizontes cambiantes, a un año y a dos años vista de los últimos datos disponibles. La evolución de las expectativas a más corto plazo permite hacer un seguimiento de cómo la comunidad de expertos en previsión económica está valorando la nueva información sobre las perturbaciones que afectan a la economía —por ejemplo, a partir de los datos disponibles más recientes—, y qué está aprendiendo sobre el efecto de una perturbación determinada. En este contexto, las previsiones puntuales para el año natural pueden compararse fácilmente con las publicadas en otras encuestas o con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE. Los horizontes cambiantes son más adecuados para medir la evolución en el tiempo de las percepciones de riesgo y de la incertidumbre, dado que hacen abstracción de la disminución de la incertidumbre que suele producirse de forma natural a medida que se reduce el horizonte de previsión. Por último, las expectativas a largo plazo pueden revelar información sobre la percepción del estado estacionario de la economía. En concreto, las expectativas de inflación a largo plazo pueden proporcionar información sobre la confianza en la consecución del objetivo de inflación.

Las distribuciones de probabilidad ofrecen una valoración cuantitativa del riesgo y la incertidumbre. Una característica distintiva de la EPE es que recaba expectativas relativas a la inflación, la inflación subyacente, el desempleo y el crecimiento del PIB real para todos los horizontes, también a más largo plazo, no

²¹ Para más información sobre los indicadores de mercado, véase el artículo titulado «[Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2018.

solo en forma de previsiones puntuales, sino también como distribuciones de probabilidad. Esto permite cuantificar el grado de incertidumbre de las previsiones y si los expertos consideran que la incertidumbre está básicamente equilibrada en torno a su previsión puntual o sesgada al alza o a la baja.

Los participantes en la encuesta son economistas expertos que trabajan en instituciones financieras o no financieras y que utilizan distintas metodologías para realizar sus previsiones. Cada trimestre se reciben aproximadamente 55 respuestas, una cifra relativamente elevada si se compara con otras encuestas macroeconómicas a expertos para la zona del euro en su conjunto. La mayoría de los participantes procede de instituciones financieras, aunque también contribuye un número significativo de expertos de instituciones de investigación económica. Desde 2008, cada cinco años se lleva a cabo una encuesta especial que facilita información adicional sobre cómo se forman las expectativas indicadas en la EPE (véase recuadro 1).

El elevado nivel de transparencia de los datos y su relevancia económica han propiciado numerosos estudios basados en la EPE. Todos los datos cuantitativos, incluidos los microdatos, se publican trimestralmente en el sitio web del BCE, junto con un informe resumen, lo que ha ayudado a promover numerosos estudios académicos sobre la EPE y sobre lo que se puede aprender de sus resultados. El recuadro 2 contiene un resumen selectivo de estos estudios.

En este artículo se analizan los resultados de la EPE a lo largo de veinte años y las lecciones extraídas. En la sección 2 se explora en qué medida la correlación de las expectativas para pares de variables constituye una fuente de información de las relaciones económicas subyacentes. En las secciones 3 y 4 se consideran, respectivamente, los resultados de las previsiones puntuales y los parámetros de riesgo implícitos en las funciones de distribución de probabilidad, mientras que en la sección 5 se estudia qué se puede aprender de las expectativas a largo plazo. En la sección 6 se presentan las conclusiones.

6 Conclusiones

La EPE del BCE es la encuesta de la economía agregada de la zona del euro más transparente, exhaustiva y de más larga trayectoria. En concreto, en comparación con otras encuestas, las funciones de distribución de probabilidad de la EPE permiten llevar a cabo una evaluación cuantitativa completa de los riesgos percibidos para las perspectivas y de la incertidumbre a la que están sujetas. Esta evaluación ofrece otra valiosa perspectiva para complementar las previsiones puntuales y realizar una valoración económica más completa de la información recibida en la encuesta trimestral, por ejemplo, cuando se consideran el ritmo y las características de la normalización económica después de la crisis financiera.

La encuesta es útil para contrastar no solo las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE/Eurosistema, sino también las relaciones económicas fundamentales en las que se basan. Al cabo de veinte años, la EPE ha permitido generar un detallado conjunto de datos

que puede utilizarse para abordar cuestiones económicas de actualidad y para contribuir a documentar el debate sobre política monetaria. Por ejemplo, si los datos de la EPE correspondientes a diferentes variables se analizan conjuntamente, se puede deducir cómo considera la comunidad de expertos en previsión económica que están evolucionando las relaciones entre variables fundamentales como el crecimiento y la inflación o el desempleo y el crecimiento salarial. Así pues, la EPE sigue siendo hoy tan útil para el análisis económico y tan relevante para el debate sobre política monetaria como la primera vez que se publicó hace veinte años.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

2

Los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales en una unión monetaria

Mario Alloza, Bogdan Cozmanca, Marien Ferdinandusse y Pascal Jacquinot

En este artículo se describen los principales canales de transmisión de los efectos de desbordamiento (spillovers) de las políticas fiscales nacionales a otros países dentro de una unión monetaria, y se investiga su magnitud utilizando distintos modelos. En el contexto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), estos efectos son relevantes para analizar con precisión las perspectivas cíclicas de los países de la zona del euro, así como para los debates sobre un cambio coordinado en la orientación de la política fiscal y la creación de una capacidad fiscal para la zona. El artículo se centra en los efectos de desbordamiento de las expansiones basadas en el gasto en las economías más grandes de la zona del euro y presenta dos ejercicios complementarios. En el primero se describe un estudio empírico de los efectos de desbordamiento a partir de una nueva y extensa serie de datos para estas economías, mientras que en el segundo se utiliza un modelo de equilibrio general multipaís con especificaciones fiscales detalladas y capacidad para analizar los efectos transmitidos a través del comercio. De los análisis presentados en este artículo se concluye que los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales son heterogéneos, aunque positivos, en general, entre los países más grandes de la zona del euro. La reacción de los tipos de interés a una expansión fiscal es un importante factor determinante de la magnitud de estos efectos.

Introducción

Los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales en los distintos países han recibido una atención creciente en los últimos años. Es natural que conocer el impacto de las políticas fiscales de un país sobre el producto de otros Estados miembros de una unión monetaria sea una cuestión de gran interés para el banco central responsable de formular una política monetaria única, ya que le permite evaluar mejor la evolución económica de la zona del euro, y contribuye al análisis de los riesgos para la estabilidad de precios. Además, estos efectos de desbordamiento se han de tener en cuenta a la hora de valorar la orientación general de la política fiscal de la zona del euro²². Por último, la magnitud de estos efectos es importante cuando se analiza el impacto estabilizador de las políticas fiscales nacionales. Si son reducidos, la existencia de una función de estabilización fiscal centralizada capaz de prestar apoyo a los estabilizadores económicos nacionales en presencia de grandes perturbaciones económicas incrementaría la capacidad de resistencia de la Unión Económica y Monetaria (UEM)²³.

²² Para más información sobre el debate relativo a la orientación de la política fiscal de la zona del euro, véanse el artículo «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, y K. Bańkowski y M. Ferdinandusse, «[Euro area fiscal stance](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 182, BCE, 2017.

²³ Para un análisis sobre la compartición de riesgos en la UEM, véase J. Cimadomo, S. Hauptmeier, A. A. Palazzo y A. Popov, «[Risk sharing in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2018.

Los efectos de las políticas fiscales nacionales se transmiten a otros países a través de distintos canales. El comercio es un importante canal de transmisión entre países, ya que una expansión fiscal en un país se traduce en un aumento de las importaciones de otros países. Una orientación expansiva de la política fiscal también puede provocar un incremento de los precios internos y del tipo de cambio efectivo real, reforzando los efectos de desbordamiento, ya que el país que aplica los estímulos pierde competitividad frente a los demás países. Además, habida cuenta de sus repercusiones sobre los precios, es importante tener en cuenta la respuesta de la política monetaria. Es posible que, ocasionalmente, los tipos de interés no reaccionen a las variaciones de precios derivadas de medidas de política fiscal, por ejemplo, si la economía se ve restringida por el límite inferior efectivo²⁴ de dichos tipos.

La literatura empírica sobre los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales está relativamente poco desarrollada. Aunque el número de estudios empíricos sobre la magnitud de estos efectos ha aumentado en los últimos años, todavía es limitado y sus resultados no son fácilmente comparables. Los diferentes métodos de identificación de las perturbaciones fiscales y la presentación de los resultados con arreglo a distintos parámetros acrecientan la dificultad de generalizar las conclusiones de la literatura. Uno de los objetivos de este artículo es hacer un repaso de la literatura empírica más relevante en este ámbito. En aras de la simplicidad, este análisis parte de un supuesto de expansión fiscal basada en el gasto²⁵.

Las estimaciones de los efectos de desbordamiento de un incremento del gasto público indican que estos suelen ser positivos, aunque, por lo general, reducidos. Diversos estudios han estimado los efectos de desbordamiento de la política fiscal derivados de un aumento del gasto público a través del canal comercial para un panel de países. Por ejemplo, a partir de datos anuales del período comprendido entre 1965 y 2004, Beetsma, Giuliodori y Klaassen estiman que una expansión fiscal basada en un gasto del 1 % del PIB en Alemania daría lugar a un incremento del producto del 0,15 %, en promedio, en otras economías europeas al cabo de dos años, mientras que el impacto de una expansión con origen en Francia sería del 0,08 %²⁶. Basándose en datos trimestrales para el período 2000-2016 sobre 55 países, el Fondo Monetario Internacional (FMI) señala que un incremento del gasto público del 1 % del PIB en una de las principales economías avanzadas se traduciría en un avance del 0,15 % del PIB en un país receptor medio en el primer año²⁷. Auerbach y Gorodnichenko llegan a la conclusión

²⁴ En este análisis no se consideran las medidas de política monetaria no convencionales que pueden reducir las restricciones del límite inferior efectivo.

²⁵ En general, se considera que los efectos de desbordamiento de las variaciones de los ingresos tributarios, en los que no se centra este artículo, son notablemente inferiores a los derivados del gasto público, ya que un recorte de impuestos afecta a la demanda agregada a través de las decisiones de ahorro y de gasto de los hogares y las empresas, que generan más retrasos e incertidumbre que el impacto directo de un aumento del gasto público. Para un análisis de los canales de transmisión de los efectos de contagio de las políticas fiscales y su impacto macroeconómico durante la consolidación presupuestaria de los países de la zona del euro en 2010-2013, véase M. G. Attinasi, M. Lalik e I. Vetlov, «[Fiscal spillovers in the euro area: a model-based analysis](#)», *Working Paper Series*, n.º 2040, BCE, 2017.

²⁶ Véase R. Beetsma, M. Giuliodori y F. Klaassen, «[Trade spill-overs of fiscal policy in the European Union: a panel analysis](#)», *Economic Policy*, vol. 21, número 48, 2006, pp. 640-687.

²⁷ Véase Fondo Monetario Internacional, «[Cross-border impacts of fiscal policy: Still relevant?](#)», *Perspectivas de la economía mundial*, 2017.

de que los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales aplicadas en grandes países de la OCDE son comparables, en líneas generales, con los resultados obtenidos por el FMI²⁸.

Las estimaciones sobre los efectos de desbordamiento muestran que estos son heterogéneos. La magnitud estimada de estos efectos varía y su heterogeneidad está relacionada con los vínculos comerciales, el estado de la economía y la reacción de la política monetaria. Beetsma *et al.* consideran que, al cabo de dos años, los efectos de desbordamiento procedentes de Alemania serían equivalentes al 0,4 % del PIB, aproximadamente, en economías abiertas y pequeñas que comparten frontera terrestre con el país, como Austria, Bélgica y Países Bajos. Auerback y Gorodnichenko llegan a la conclusión de que la magnitud de estos efectos es particularmente elevada en los períodos de recesión y bastante modesta en los de expansión. El estudio del FMI concluye que el impacto es hasta cuatro veces mayor cuando la política monetaria se encuentra en su límite inferior efectivo (0,3 % después de un año), en comparación con épocas normales (0,08 %)²⁹.

Diversos estudios ofrecen perspectivas adicionales sobre los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales a partir de modelos teóricos de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE). Los modelos DSGE multipaís con especificaciones detalladas pueden proporcionar más información sobre los factores determinantes de los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales que métodos empíricos como los modelos de vectores autorregresivos (VAR), que incorporan diferentes efectos coadyuvantes difíciles de separar. Sin embargo, los modelos DSGE pueden presentar el inconveniente de imponer supuestos restrictivos que no siempre tienen una base empírica sólida. Con frecuencia, los estudios basados en modelos DSGE consideran que los efectos de desbordamiento son más reducidos en épocas normales que los basados en las estimaciones del modelo VAR, pero de mayor magnitud cuando los tipos de interés no reaccionan³⁰. Esto se explica, en parte, por el hecho de que los modelos estructurales solo incluyen efectos de desbordamiento a través del comercio, mientras que los modelos VAR incluyen también otros efectos, como el contagio financiero.

Conclusiones

En este artículo se analizan los principales canales de transmisión de los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales nacionales a otros países en una unión monetaria. Las estimaciones basadas en un nuevo conjunto de datos

²⁸ Véase A. J. Auerbach e Y. Gorodnichenko, «[Output Spillovers from Fiscal Policy](#)», *American Economic Review*, vol. 103, n.º 3, 2013, pp. 141-46. Para una comparación de los resultados del estudio del FMI con los de Auerbach y Gorodnichenko, véase P. Blagrove, G. Ho, K. Koloskova y E. Vesperoni, «[Fiscal Spillovers: The Importance of Macroeconomic and Policy Conditions in Transmission](#)», *Spillover Notes*, n.º 11, Fondo Monetario Internacional, 2017.

²⁹ El límite inferior efectivo es aquel en el que los tipos de interés se sitúan en el cuartil inferior de la distribución.

³⁰ Véanse, por ejemplo, Fondo Monetario Internacional, «[Cross-border impacts of fiscal policy: Still relevant?](#)», *Perspectivas de la economía mundial*, 2017, y J. In 't Veld, «[Public Investment Stimulus in Surplus Countries and their Euro Area Spillovers](#)», *Economic Briefs*, n.º 16, Asuntos Económicos y Financieros, Comisión Europea, 2016.

confirman las conclusiones de estudios anteriores de que las medidas fiscales pueden tener efectos de desbordamiento positivos en los países de mayor tamaño de la zona del euro. Las medidas relacionadas con el gasto adoptadas en una de las cuatro economías más grandes de la zona tienen, en general, un efecto positivo —aunque reducido— sobre el producto de los demás países. La magnitud de este efecto puede ser mayor si aumenta el número de países que aplica medidas fiscales simultáneamente.

La pequeña magnitud de los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales demuestra la conveniencia de establecer una capacidad fiscal centralizada. La reacción de los tipos de interés es un destacado determinante de la magnitud de estos efectos. Un ejemplo basado en una regla de Taylor muestra que son reducidos cuando los tipos de interés reaccionan a variaciones de la inflación y del producto inducidas por la política fiscal, aunque se amplifican si no se espera que los tipos reaccionen a una perturbación fiscal. Esto refuerza el argumento de que los países pertenecientes a una unión monetaria deben aplicar políticas fiscales contracíclicas en épocas de bonanza, constituir colchones fiscales y alcanzar una posición presupuestaria saneada que pueda utilizarse para estabilizar la economía en fases contractivas. Además, el hecho de que los efectos de desbordamiento de las políticas fiscales generalmente sean reducidos también sugiere que una capacidad fiscal centralizada puede ser un mecanismo importante para potenciar los efectos internos de las políticas fiscales.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

© Banco Central Europeo, 2019

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 23 de enero de 2019.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-19-001-ES-N (edición electrónica)