



I LA FORWARD GUIDANCE DEL BCE

Desde julio de 2013, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha ofrecido indicaciones sobre la orientación de la política monetaria con respecto a la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE («forward guidance»), condicionadas a las perspectivas para la estabilidad de precios. En este artículo se analizan la fundamentación lógica de esta herramienta, así como las diferentes formas de comunicarla que han adoptado los bancos centrales, se explica la forward guidance proporcionada por el BCE y se evalúa su impacto. En términos generales, el objetivo de la forward guidance del BCE es clarificar la valoración del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación en la zona del euro y su estrategia de política monetaria basada en dicha valoración. La evidencia sugiere que estas indicaciones han cumplido hasta el momento el objetivo del BCE al aportar mayor claridad sobre la orientación condicional de la política monetaria del Consejo de Gobierno.

INTRODUCCIÓN

Tras su reunión de 4 de julio de 2013, el Consejo de Gobierno del BCE anunció que esperaba «que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado. Esta expectativa se basa en el mantenimiento a medio plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dada la debilidad generalizada de la economía y la atonía de la evolución monetaria». Estas declaraciones condicionales sobre la senda futura de los tipos de interés oficiales suelen conocerse con el nombre de *forward guidance*. El BCE ha mantenido su política de *forward guidance* desde entonces, y el Consejo de Gobierno la «reiteró firmemente» en enero y en febrero de 2014. El 6 de marzo de 2014, este órgano reforzó su formulación indicando con mayor precisión las condiciones para una política de bajos tipos de interés.

El empleo de la *forward guidance* ha supuesto un cambio significativo en la comunicación por parte del BCE de su política monetaria, pues ha implicado que se transmita no solo cómo valora el Consejo de Gobierno de esta institución la situación económica actual y los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, sino también qué implica dicha valoración para la orientación futura de su política monetaria.

Para afrontar las consecuencias macroeconómicas de la crisis financiera mundial, algunos bancos centrales, al igual que el BCE, han realizado declaraciones explícitas sobre la senda futura de su política monetaria. El uso de la *forward guidance* por un número creciente de bancos centrales desde el comienzo de la crisis plantea varios interrogantes. ¿Cuál fue la fundamentación lógica para aplicar la *forward guidance*? ¿Cómo se han ofrecido las indicaciones en la práctica? ¿Qué indujo al BCE a introducir la política de *forward guidance* y qué forma adoptó? Por último, ¿ha cumplido la *forward guidance* del BCE sus objetivos?

Para contestar a estas preguntas, en este artículo se analizan, en primer lugar, las motivaciones que subyacen a la *forward guidance* y los diferentes enfoques adoptados por los distintos bancos centrales (sección 2), y posteriormente se explican, de forma más específica, la fundamentación lógica de dicha política del BCE y su eficacia (sección 3). En la sección 4 se presentan las conclusiones.

CONCLUSIÓN

En este artículo se examina la política de *forward guidance*, consistente en ofrecer indicaciones explícitas sobre la orientación condicional de la política monetaria con respecto a la senda futura de los tipos de interés oficiales, con el fin de anclar mejor las expectativas de los agentes económicos con la senda prevista para los tipos de interés del banco central.

Aunque antes de la reciente crisis financiera mundial se habían aplicado algunas formas de *forward guidance*, su uso se ha extendido e intensificado durante esta crisis, dado que el tipo de interés oficial de los bancos centrales ha llegado o se ha aproximado al límite inferior. En este contexto, la *forward guidance* es una herramienta eficaz para guiar más firmemente las expectativas de los mercados relativas a la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo en torno a la orientación de la política monetaria deseada por el banco central, particularmente ante una intensificación de la volatilidad financiera. Los bancos centrales de todo el mundo han recurrido a diversas formas de *forward guidance*, asociando a las mismas distintos tipos de condicionalidad, dependiendo de sus mandatos y de las respectivas condiciones económicas imperantes.

En un entorno en el que el riesgo de una mayor volatilidad de las condiciones financieras podría desdibujar la orientación deseada de la política monetaria, el BCE adoptó la *forward guidance* en forma de comunicación explícita de la orientación condicional de la política monetaria del Consejo de Gobierno con respecto a la senda futura de los tipos de interés oficiales del BCE. El objetivo de la *forward guidance* del BCE ha sido clarificar la valoración del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación en la zona del euro y la reacción de su política monetaria a dicha valoración.

La evidencia sugiere que la *forward guidance* ha cumplido los objetivos de BCE al aportar mayor claridad y transparencia sobre la orientación de la política monetaria del Consejo de Gobierno con respecto a la senda futura de los tipos de interés oficiales del BCE, condicionada a las perspectivas de estabilidad de precios. Esta herramienta ha mejorado sensiblemente el control sobre los tipos de interés del mercado monetario, contribuyendo a estabilizar las condiciones de este mercado y a anclar más firmemente las expectativas sobre los tipos de interés oficiales. Por tanto, la *forward guidance* ha ayudado con éxito al BCE a cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro a medio plazo.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.

2 LOS MULTIPLICADORES FISCALES Y EL MOMENTO DE LA CONSOLIDACIÓN

Este artículo pretende relacionar el debate sobre los multiplicadores fiscales a corto plazo (definidos como la variación del PIB real que se produce tras una perturbación fiscal unitaria) con el impacto a medio y largo plazo de la consolidación fiscal sobre la sostenibilidad de la deuda y sobre el producto. Considera que existe una considerable incertidumbre en torno al tamaño de los multiplicadores fiscales a corto plazo. Cabe señalar que los multiplicadores pueden ser más elevados en las recesiones profundas o en las crisis financieras, pero el efecto negativo de la consolidación fiscal se ve mitigado en situaciones de debilidad de las finanzas públicas. No obstante, hay argumentos de peso para adelantar la consolidación presupuestaria, incluso en tiempos difíciles —especialmente en el caso de los países sometidos a la presión de los mercados— y que ese adelanto es aconsejable por razones de economía política. Las simulaciones en las que se utilizan valores razonables de los multiplicadores sugieren que cualquier incremento de la ratio de deuda que se registre tras episodios de consolidación fiscal será, probablemente, de carácter transitorio en la mayoría de los casos y se corregirá en el medio plazo. Por otra parte, el aplazamiento de la consolidación exigiría, en general, un esfuerzo presupuestario más intenso para reducir las ratios de deuda. Por último, hay evidencia de que los multiplicadores son positivos (es decir, que la consolidación conduce a un aumento del producto) a largo plazo. En general, al determinar la senda del ajuste fiscal y la composición de la consolidación de las finanzas públicas, es necesario tener en cuenta tanto los costes a corto plazo como los beneficios a más largo plazo.

INTRODUCCIÓN

Desde el inicio de la crisis de la deuda soberana, muchos países de la UE han puesto en marcha procesos de consolidación fiscal a fin de restablecer la sostenibilidad de la deuda pública y de salvaguardar o recuperar el acceso a la financiación de mercado. Si se considera la zona del euro en su conjunto, se prevé que la consolidación presupuestaria continúe en 2014, aunque a un ritmo más pausado, tras los considerables esfuerzos realizados hasta ahora. Según las proyecciones de la Comisión Europea, se espera que, en promedio, la deuda pública de la zona del euro en porcentaje del PIB alcance un máximo en 2014 y que el producto se recupere, aunque de forma lenta¹.

Existe un amplio consenso acerca de que los beneficios a medio y largo plazo derivados de un proceso de consolidación fiscal bien diseñado suelen ir acompañados de unos costes a corto plazo en forma de pérdidas de producto. El reciente debate entre la comunidad académica y los responsables de la política económica ha tendido a centrarse en estos costes a corto plazo y en sus implicaciones para el ritmo de consolidación fiscal deseado. Algunos han llegado incluso a argumentar (véase sección 3) que si el impacto negativo sobre el crecimiento económico a corto plazo es suficientemente acusado, el adelanto de la consolidación puede tener un efecto contrario al pretendido y traducirse en ratios de deuda en relación con el PIB más elevadas. En este contexto, este artículo pretende ir más allá del debate sobre el impacto a corto plazo que la consolidación fiscal tiene sobre el producto y analizar sus efectos de medio a largo plazo sobre el producto y la sostenibilidad de la deuda. También examina la literatura reciente sobre los multiplicadores fiscales dependientes del estado de la economía, y concluye formulando recomendaciones relativas al diseño de la consolidación fiscal.

¹ Véase Comisión Europea «Previsiones Económicas Europeas – Otoño de 2013», *European Economy*, n° 7/2013, noviembre de 2013.

CONCLUSIONES

El análisis de la literatura relevante presentado en este artículo indica que no existe un único multiplicador a corto plazo asociado a la consolidación fiscal. Los multiplicadores son específicos de cada país, de cada momento y de cada episodio. En general, cabe esperar que la consolidación presupuestaria tenga un impacto negativo sobre el producto en el corto plazo, que es mayor no solo durante las recesiones o los períodos de tensiones financieras, sino también cuando la política monetaria está sometida a restricciones y la consolidación se lleva a cabo en muchos países simultáneamente. Se observa que el multiplicador fiscal es menor en situaciones de debilidad de las finanzas públicas, especialmente cuando existen riesgos para la sostenibilidad de la deuda pública. El multiplicador también varía en función del instrumento fiscal que se utilice.

No obstante, es importante ir más allá de este limitado enfoque de corto plazo. Existe un amplio consenso sobre que las consolidaciones fiscales bien diseñadas producen efectos positivos de medio a largo plazo. Los procesos de consolidación fiscal dan lugar a una mejora permanente del saldo estructural, mientras que el deterioro del crecimiento solo es temporal. Incluso en los casos en los que el multiplicador fiscal es elevado, la consolidación podría traducirse, inicialmente, en una ratio de deuda más alta, pero se trata de un efecto que, normalmente, se corrige en unos pocos años. En el caso de países con elevados niveles de deuda, si bien el efecto adverso a corto plazo sobre la ratio de deuda podría ser más prolongado, la consolidación fiscal hace que, en última instancia, la deuda retorne a una senda más sostenible.

Las simulaciones que utilizan supuestos razonables sugieren que adelantar la consolidación reduce el esfuerzo de ajuste total y estabiliza la ratio de deuda con más rapidez (aunque también implica mayores reducciones del producto a corto plazo). Sin embargo, en muchos casos, evitar esos costes a corto plazo no es una opción viable. Los países sometidos a tensiones fiscales se ven obligados a adelantar la consolidación fiscal para poder hacer frente a las necesidades de financiación y sanear las finanzas públicas con celeridad, a fin de evitar súbitas reacciones negativas de los mercados. Los que abogan por aplazar la consolidación fiscal señalan con frecuencia que, en el futuro, el nivel esperado de los multiplicadores será menor, una vez que se haya producido la recuperación. No obstante, esta podría ser una estrategia peligrosa, especialmente porque es improbable que se materialice una recuperación cuando el aplazamiento de la consolidación fiscal implica un mayor deterioro de la situación de las finanzas públicas. En tales situaciones, el aplazamiento de la consolidación exigirá mayores esfuerzos acumulados en este ámbito. En general, a la hora de diseñar una senda de ajuste fiscal, los argumentos antes mencionados a favor de adelantar la estrategia de consolidación suelen pesar más que los que ponen el acento en los costes asociados a las pérdidas de producto en el corto plazo, especialmente cuando se trata de cuestiones de economía política.

En todos los casos, la credibilidad del proceso de consolidación fiscal, que parece ser crucial para reducir los costes a corto plazo de dicho proceso, deberá reforzarse formulando planes a medio plazo bien diseñados y basados en medidas detalladas y permanentes. También es esencial que la consolidación fiscal se base en recortes del gasto público no productivo, ya que esta estrategia será la más beneficiosa para el crecimiento a medio plazo y tendrá un impacto duradero sobre el déficit. La confianza en los programas de saneamiento de las finanzas públicas de los Gobiernos se refuerza aún más si van acompañados de reformas estructurales que tengan efectos positivos por el lado de la oferta en el largo plazo.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.