

*F*ORWARD GUIDANCE: Nueva forma de comunicación de los BANCOS CENTRALES

ALEX CONTRERAS*

La crisis financiera internacional, el colapso de la burbuja inmobiliaria y el debilitamiento de la actividad económica mundial constituyeron un reto importante para los bancos centrales de los países desarrollados; los cuales, frente a ese escenario, reaccionaron implementando políticas monetarias convencionales y no convencionales de gran escala.

* Jefe de Proyecto de Mejora de Estadísticas Monetarias del BCRP.
alex.contreras@bcrp.gob.pe

Así, frente a la crisis financiera internacional los bancos centrales de los países desarrollados respondieron reduciendo sus tasas de interés de política a niveles cercanos a cero (*zero lower bound*) e incrementando el tamaño de sus hojas de balance a magnitudes sin precedente. Una política no convencional utilizada activamente como complemento fue la de *forward guidance* o "guía futura".

Mediante la política de *forward guidance* los bancos centrales brindan información acerca de la dirección futura de la política monetaria, en particular sobre la evolución de la tasa de interés de política. La variedad de políticas que puede ser considerada como *forward guidance* es amplia y abarca desde el anuncio cualitativo sobre las acciones futuras de política monetaria, hasta la publicación explícita de proyecciones de la tasa de interés u otros instrumentos.

Si bien, el uso del *forward guidance* ha sido más frecuente después de la crisis financiera internacional de 2008 en un contexto donde las tasas de interés fueron cercanas a cero, su uso no es nuevo y ha sido implementado por diferentes bancos centrales del mundo incluso en escenarios donde las tasas de interés estaban en niveles por encima de cero. Entre los países que han utilizado esta política en escenarios diferentes del *zero lower bound* destacan: Nueva Zelanda, Noruega, Suecia y República Checa, entre otros.

CATEGORÍAS DE FORWARD GUIDANCE

Aunque no existe una taxonomía exacta de *forward guidance* y esta puede diferir en la literatura, tomando en cuenta ciertas características en la estrategia de comunicación y en la cantidad de información que se transmite, las políticas de *forward guidance* pueden ser clasificadas en cuatro categorías:

- *Forward guidance* cualitativo,
- *Forward guidance* de tiempo específico,
- *Forward guidance* de umbral específico y
- *Forward guidance* cuantitativo.

En la política de *forward guidance* cualitativo, el Banco Central anuncia una política futura, pero no especifica la duración de la misma. En el caso del *forward guidance* de tiempo específico, el Banco Central anuncia la política a implementarse y su duración. A diferencia del caso anterior, en el *forward guidance* de umbral específico, el Banco Central condiciona la duración de una determinada política a alcanzar un umbral específico, lo cual funciona como una meta intermedia, lo cual implica un mayor grado de compromiso del Banco Central. Finalmente, el *forward guidance* cuantitativo se caracteriza porque el Banco Central publica una proyección de la trayectoria futura de tasas de interés o anuncia un objetivo cuantitativo sobre alguno de sus instrumentos de política monetaria. Es claro que hay una disyuntiva entre cuán específica puede ser la política anunciada y la flexibilidad que tiene el Banco Central de cambiar de dirección.

Es importante enfatizar que la mayor parte de las políticas de *forward guidance* no son incondicionales y por lo general incorporan cláusulas de escape, de modo que el objetivo de estabilidad de precios no se vea afectado. La experiencia internacional muestra que los países que aplicaron este tipo de medidas, siempre pusieron énfasis en informar a los agentes económicos que las políticas anunciadas eran consistentes con niveles de inflación sostenibles en el largo plazo.

MECANISMOS DE TRANSMISIÓN Y EFECTIVIDAD DEL FORWARD GUIDANCE

Respecto al mecanismo de transmisión del *forward guidance*, no existe un consenso definido en la literatura. Si tomamos en cuenta la teoría de la prima de liquidez, las tasas de interés de largo plazo se pueden descomponer como la suma de dos componentes: el promedio de las tasas de interés de corto plazo presentes y esperadas y la prima por liquidez. Así, una política de *forward guidance* que es capaz de afectar las tasas de interés de corto plazo esperadas por los agentes, en teoría también podría afectar a las tasas de interés de largo plazo. En escenarios de *zero lower bound*, una manera que tienen los bancos centrales de seguir estimulando la economía es a través de anuncios sobre las tasas de política futuras lo que debería reflejarse en cambios en las tasas de interés de largo plazo.

Por su parte, Plosser (2013) sostiene que el *forward guidance* actúa bajo dos canales: afectando expectativas de inflación y del producto. Por ejemplo, cuando las tasas de interés son muy cercanas a cero, una política de *forward guidance* puede generar mayores expectativas de inflación y en consecuencia generar tasas de interés reales negativas, incentivando el consumo. Asimismo, una política de este tipo favorecerá expectativas de mayor crecimiento y mayores ingresos en el futuro.

La efectividad del *forward guidance* también depende del grado de credibilidad del Banco Central. En economías en donde los bancos centrales son poco creíbles, las expectativas de tasa de interés no serán afectadas por el anuncio del Banco Central. Además, si los agentes consideran que el *forward guidance* es un mal predictor de la política que finalmente se aplica o si la comunicación no es adecuada, este podría afectar la credibilidad del Banco Central y generar mayor volatilidad en los mercados financieros, tal como se observó recientemente después del anuncio de la Reserva Federal sobre el inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos (*tapering*) debido a que existía incertidumbre respecto a su inicio y su magnitud. Walsh (2008) muestra que una política de *forward guidance*, al proveer información sobre los desarrollos futuros, puede potencialmente contribuir a reducir los errores de predicción del sector privado o puede amplificarlos si es que el anuncio del Banco Central es muy diferente de lo que esperaba el sector privado, generando una

sobrerreacción en los mercados. Este hallazgo está en línea con el trabajo seminal de Morris y Shin (2002) en donde los agentes pueden sobrerreaccionar a la información pública.

Gersbach (2008) señala que la ausencia de consenso entre académicos y autoridades económicas respecto a los méritos y efectividad del *forward guidance* se ha reflejado en prácticas que varían significativamente entre bancos centrales y a lo largo del tiempo,

Así, la mayoría de bancos centrales no publica información respecto a las acciones futuras de política monetaria, en tanto que algunos países han utilizado alguna forma de *forward guidance*. Los casos más avanzados en esta materia lo constituyen los países de Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Islandia, República Checa e Israel los cuales publican proyecciones de sus tasas de interés de política. Estados Unidos y Canadá constituyen también una experiencia interesante y recientemente el Banco Central Europeo y el Banco Central de Inglaterra han implementado una estrategia de *forward guidance*.

Cabe destacar, que en el caso de Perú, algunos comunicados de política monetaria han tenido elementos estilizados del *forward guidance* cualitativo. Por ejemplo los comunicados de política monetaria de setiembre, octubre y noviembre de 2011 incluyeron la frase: “De continuar estas tendencias, el Banco Central modificará su posición de política monetaria.” Esto en referencia a la desaceleración que venía presentando la economía y la acentuación de riesgos financieros, en un contexto de incertidumbre por el temor al colapso económico en la zona del Euro. Para el periodo de referencia, el Banco Central anticipaba al mercado que si se mantenía una débil evolución de la economía -reflejada a través de los indicadores adelantados de actividad económica-, modificaría su política monetaria.

Los indicadores sugeridos en aquel momento fueron los indicadores adelantados de actividad económica (setiembre de 2011), componentes del gasto y la producción (octubre, noviembre de 2011). Durante ese periodo, el Banco Central no precisó el indicador que condicionaría las acciones de política monetaria ni el momento del cambio de política. Además, el Banco Central de Reserva del Perú modificó el párrafo tradicional de: “El Directorio se encuentra atento a la

proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria” incluyendo la frase “de manera rápida y oportuna” al final de dicho párrafo. Este término pudo interpretarse como una señal de la intención de modificar en el corto plazo la política monetaria.

Más recientemente, entre julio y octubre de 2013 los comunicados de política monetaria también incluyeron elementos de *forward guidance* cualitativo, en dichos comunicados, se señaló consecutivamente la intención del Banco Central de seguir adoptando medidas adicionales de flexibilización del régimen de encaje con la finalidad de promover una evolución ordenada del crédito al sector privado y su desdolarización.

La evidencia empírica del *forward guidance* ha sido evaluada para varios países y la conclusión principal sugiere que las políticas de *forward guidance* sí tienen efectos sobre las expectativas de tasas de interés y la volatilidad de estas tasas de interés de largo plazo, aunque con impactos de corta duración, Den Haan y otros (2013), Moessner y Nelson (2008). La efectividad de esta política depende también las características individuales de cada país, como la credibilidad y transparencia de los bancos centrales.

CONCLUSIONES

El *forward guidance* es un paso más en el proceso hacia una mayor transparencia y mejora en la comunicación de política monetaria y es una herramienta útil particularmente en escenarios donde la tasa de interés está en un nivel cercano a cero aunque no es exclusiva a este contexto. Esta política puede reducir la incertidumbre y darle una mayor predictibilidad a las acciones de política monetaria; aunque debe considerarse que estrategias ambiguas de comunicación pueden generar efectos no deseados y afectar negativamente la credibilidad de los bancos centrales. La evidencia sugiere que esta política sí tiene efectos en las expectativas de los agentes económicos aunque sus impactos son de corto plazo. En el contexto actual en el que la Reserva Federal está revirtiendo las políticas de compras masivas de activos como parte de sus políticas de expansión cuantitativa, sus anuncios sobre la dirección futura de la política monetaria serán fundamentales.

REFERENCIAS

- Anderson, Magnus y Hoffman, Boris, “Gauging the Effectiveness of Quantitative Forward Guidance Evidence from Three Inflation Targeters” (2009), Working Paper Series, European Central bank.
- Filardo Andrew y Hofmann Boris, “Forward Guidance at the Zero Lower Bound” (2014), BIS Quarterly Review.
- Gersbach Hans y Volker Hahn, “Forward guidance for Monetary Policy: Is it desirable?” (2008). Working Paper Series, Center of Economic Research at ETH Zurich.
- Gill Hammond, “State of the Art of Inflation Targeting” (2012). Handbok N°29, Centre for Central Bank Studies, Bank of England.
- Moessner, Richhild and Nelson William R. (2008). “Central Bank Policy Rate Guidance and Financial Market Functioning”.
- Plosser, Charles, “Forward Guidance” (2012). Presented in Stanford Institute for Economic Policy Research’s, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Walsh, Carl, “Announcements and the Role of Policy Guidance” (2008). Federal Reserve Bank of St. Louis Review, julio/agosto.
- Woodford, Michael, “Forward guidance by Inflation-Targeting Central Banks” (2013), Working Paper Series, Columbia University.
- Wouter den Haan y otros (2013). “Perspectives from Central Bankers, Scholars and Market Participants”.