FOCUS · Mario Draghi i el seu «*parole, parole*»

El Banc Central Europeu (BCE) no modifica els tipus d'interès des del 16 de març del 2016, però no per això ha deixat de banda la política monetària. L'instrument que ha guanyat més protagonisme en els últims anys ha estat el programa de compra d'actius (QE), que ha estat recalibrat tant en durada com en dimensió. No obstant això, hi ha una altra eina, aparentment més anodina i desproveïda de l'aura tècnica, que pot ser, fins i tot, més efectiva: les paraules.

El poder de la comunicació dels bancs centrals queda ben il·lustrat al primer gràfic. El 24 de juliol del 2012, la prima de risc de la perifèria de la zona de l'euro va assolir els 605 p. b., el seu màxim històric, enmig de dubtes sobre la continuïtat de l'euro. Dos dies més tard, el president del BCE, Mario Draghi, va posar fi a aquestes pors amb una simple frase: «Dins el nostre mandat, el BCE està preparat per fer el que faci falta per garantir la supervivència de l'euro. I, creguin-me, serà suficient». Des d'aquest mateix dia, les primes de risc van iniciar un descens vertiginós i el discurs de Draghi va passar a la història de la política monetària com el del «*whatever it takes*» («el que faci falta»).

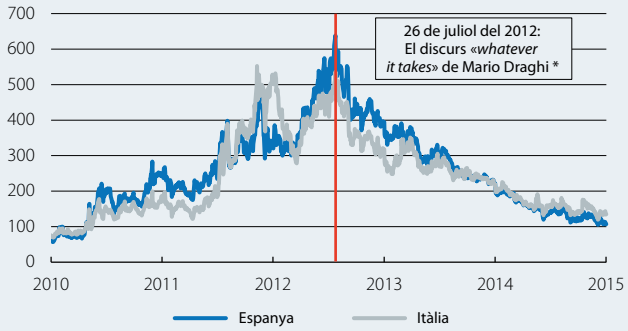
El poder de la comunicació procedeix del fet que la política monetària no solament es transmet a través de la seva configuració present, sinó també mitjançant les expectatives que els inversors i els estalviadors tenen sobre la seva configuració futura. Històricament, els bancs centrals havien negligit aquest segon mecanisme. Per exemple, abans del 1994, la Fed no informava sobre les decisions preses en les reunions: els inversors les havien de desxifrar observant les transaccions diàries realitzades per la Fed. No obstant això, com veiem al segon gràfic, des del final de la dècada de 1990, els bancs centrals han fet un ús creixent de la comunicació, no solament amb intervencions públiques, sinó també amb la publicació de previsions econòmiques, molt influents entre els analistes i els inversors, i d'articles acadèmics, amb els quals participen en la construcció de narratives (quelcom especialment rellevant en conjuntures incertes com la dels últims anys). A més a més, els objectius d'inflació també formen part de la comunicació, ja que, en ser públics, permeten anticipar la reacció de la política monetària als diferents esdeveniments.

En els últims anys, a aquesta nova perspectiva sobre el funcionament de la política monetària, s'ha afegit un element conjuntural. Després de dur els tipus d'interès de referència (típicament, a curt termini) fins a nivells propers al 0%, els bancs centrals han continuat influint els tipus d'interès a mitjà i a llarg termini (més rellevants per a les decisions d'estalvi i d'inversió) mitjançant l'«orientació futura», és a dir, el curs probable de la política monetària (per exemple, el BCE indica que espera mantenir els tipus d'interès inalterats durant un període llarg de temps).

Atès l'ús creixent de la comunicació, han aparegut nombrosos estudis que n'analitzen els costos i els beneficis, els quals, en general, suggereixen que els bancs centrals han aconseguit els efectes desitjats. En primer lloc, l'augment de la comunicació ha anat associat a una millor comprensió, per part dels analistes i dels consumidors, dels fonaments teòrics sobre els quals els bancs centrals basen les decisions. Així, Dräger *et al.* (2015)[1] mostren que els esforços de la Fed per millorar la comunicació s'han traduït en una major proporció de consumidors i d'analistes que formen expectatives d'inflació, de creixement i de tipus d'interès coherents amb la teoria econòmica.

El poder de la comunicació del president del BCE

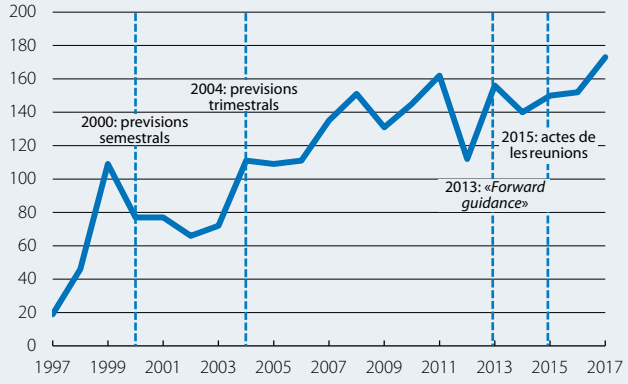
Primes de risc del deute sobirà espanyol i italià a 10 anys (p. b.)



Nota: ** El 26 de juliol del 2012, el president del BCE, Mario Draghi, va declarar a Londres que faria «el que faci falta » (en anglès, «*whatever it takes*») per preservar la moneda única.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Presència pública del Consell de Govern del BCE

Nombre de discursos i d'entrevistes



Font: *CaixaBank Research, a partir de la informació de www.ecb.europa.eu.*

1. Dräger, L. *et al.* (2015), «Are Survey Expectations Theory-Consistent? The Role of Central Bank Communication and News», Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington.

En segon lloc, a més de la forta transmissió sobre les expectatives i sobre les cotitzacions financeres, ben exemplificada pel «*whatever it takes*» de Draghi, l'evidència també indica que els comunicats de la Fed i del BCE tenen poder predictiu sobre les decisions futures i, per tant, redueixen la incertesa que envolta les decisions de política monetària.[2]

Finalment, diferents estudis demostren que l'ús de la comunicació i, en particular, de l'«orientació futura» redueix la sensibilitat de les cotitzacions financeres a la publicació de dades macroeconòmiques,[3] la qual cosa denota, d'una banda, confiança en les promeses del banc central i, de l'altra, redueix la volatilitat financera. Precisament, Coenen *et al.* (2017)[4] demostren que, des del 2012, en els dies en què el BCE fa una roda de premsa, la volatilitat financera és inferior a la mitjana (diària) observada entre el 1999 i el 2011, i, en general, prevalen els episodis de reducció de la volatilitat.

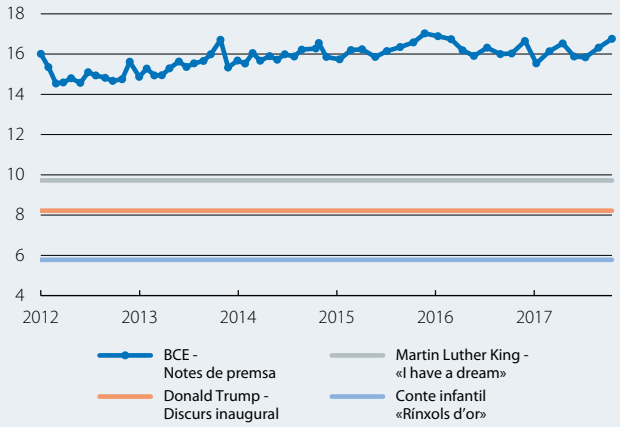
No obstant això, el resultat de Coenen *et al.* (2017) depèn del grau de complexitat del comunicat de premsa. En concret, els autors demostren que els comunicats de premsa més complexos generen més volatilitat financera. Aquest matís és especialment important si tenim en compte l'augment de la complexitat lingüística dels bancs centrals (vegeu el tercer gràfic), el qual, en part, és una conseqüència inevitable de l'ús d'eines no convencionals complexes, com els QE. Per aquest motiu, un ús més intensiu de la comunicació també pot provocar episodis de major inestabilitat. Per exemple, Ehrmann i Talmi (2016)[5] analitzen el cas del Banc de Canadà i mostren que, després d'una seqüència de comunicats posteriors a les reunions de política monetària molt semblants, la introducció de canvis una mica més substancials en el següent comunicat provoca un augment de la volatilitat financera.

Un altre cas en què la comunicació pot generar volatilitat és quan, arran de les pistes que dóna el banc central, els inversors centren l'atenció en l'evolució d'unes poques variables econòmiques i no les interpreten en profunditat. Un exemple el trobem en el paper de les expectatives d'inflació. En concret, els inversors saben que, davant una possible caiguda de les expectatives d'inflació, el BCE podria reaccionar amb una política monetària més acomodatícia. A més a més, els inversors també saben que, per analitzar l'evolució de les expectatives d'inflació, un dels indicadors que utilitza el BCE és un instrument financer anomenat *swap* d'inflació.[6] Així, els inversors interpreten una caiguda (augment) del tipus d'interès d'aquest swap com una caiguda (augment) de les expectatives d'inflació. No obstant això, com argumenta Shin (2017),[7] el tipus d'interès d'un swap d'inflació també està influït per factors idiosincràtics d'aquest mercat.[8] Atès que aquests altres factors acostumen a ser tècnics i difícils de mesurar, els inversors tendeixen a ignorar-los, però això els pot empènyer a inferir moviments erronis de les expectatives d'inflació. Per exemple, Shin (2017) defensa que, en part, l'entorn actual de tipus d'interès baixos reflecteix una lectura incorrecta dels tipus d'interès baixos dels *swaps*, que els inversors atribueixen a expectatives d'inflació baixes quan, en realitat, serien deguts a factors de mercat.

Aquest repàs del paper de la comunicació dels bancs centrals és especialment rellevant en l'actualitat, perquè la comunicació del BCE ha estat i serà clau en els propers trimestres. Ara com ara, el BCE ha reduït l'estímul monetari (amb un primer anunci de menors compres netes al desembre del 2016 i un altre a l'octubre del 2017) sense generar turbulències. No obstant això, la seva «orientació futura» és molt acomodatícia, i, amb l'acceleració de l'activitat de la zona de l'euro en els últims trimestres, haurà d'ajustar-la de manera més significativa en els propers mesos. Aquest serà el primer pas que faci el BCE el 2018 per preparar el final del QE, però, com apunta el gros de l'evidència que hem repassat, la seva implementació no serà trivial.

Complexitat de la comunicació del BCE

*Escala de Flesch-Kincaid **



Nota: ** L'escala de Flesch-Kincaid avalua la dificultat de comprensió lectora d'un text segons la longitud de les frases i de les paraules. Les paraules i les frases més llargues s'associen a una major dificultat de comprensió i a valors més alts en l'escala.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les notes de premsa posteriors a les reunions de política monetària del BCE i de www.flesh.sourceforge.net.*

2. Sturm, J. i de Haan, J. (2009), «Does Central Bank Communication really Lead to better Forecasts of Policy Decisions?», CESifo Working Paper Series.
3. Praet (2017), «Communicating the complexity of unconventional monetary policy in EMU», i Blinder *et al.* (2017), «Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis», ECB Working Papers.
4. Coenen *et al.* (2017), «Communication of monetary policy in unconventional times», ECB Working Paper.
5. Ehrmann, M. i Talmi, J. (2016), «Starting from a blank page? Semantic similarity in central bank communication and market volatility», ECB Working Paper.
6. Consisteixen en l'intercanvi d'un tipus d'interès fix per una xifra variable (si escau, la inflació). Atès que el tipus fix representa el cost d'assegurar-se contra la inflació, normalment s'interpreta com una mesura d'expectatives d'inflació.
7. Shin, H. (2017), «Can central banks talk too much?», ECB Conference.
8. Com una prima per risc d'inflació. Segons Shin (2017), en els últims anys, aquesta prima s'ha reduït de manera sostinguda.