

FOCUS · Mario Draghi y su «parole, parole»

El Banco Central Europeo (BCE) no modifica los tipos de interés desde el 16 de marzo de 2016, pero no por ello ha dejado de lado la política monetaria. El instrumento que ha tomado mayor protagonismo en los últimos años ha sido su programa de compra de activos (QE), que ha ido recalibrando tanto en duración como en tamaño. Sin embargo, hay otra herramienta, aparentemente más anodina y desprovista de áurea técnica, que puede ser incluso más efectiva: las palabras.

El poder de la comunicación de los bancos centrales queda bien ilustrado en el primer gráfico. El 24 de julio de 2012, la prima de riesgo de la periferia de la eurozona alcanzó los 605 p. b., el máximo histórico, en medio de dudas sobre la continuidad del euro. Dos días más tarde, el presidente del BCE, Mario Draghi, puso fin a estos miedos con una simple frase: «Dentro de nuestro mandato, el BCE está preparado para hacer lo que haga falta para garantizar la supervivencia del euro. Y, créanme, será suficiente.» Desde ese mismo día, las primas de riesgo iniciaron un descenso vertiginoso y el discurso de Draghi pasó a la historia de la política monetaria como el llamado «whatever it takes» (lo que haga falta).

El poder de la comunicación procede del hecho de que la política monetaria no solo se transmite a través de su configuración presente, sino también mediante las expectativas que inversores y ahorradores tienen sobre su configuración futura. Históricamente, los bancos centrales habían negligido este segundo mecanismo. Por ejemplo, antes de 1994, la Fed no informaba sobre las decisiones tomadas en las reuniones: los inversores debían descifrarlas observando las transacciones diarias realizadas por la propia Fed. Sin embargo, como vemos en el segundo gráfico, desde finales de la década de 1990, los bancos centrales han hecho un uso creciente de la comunicación, no solo con intervenciones públicas, sino también con la publicación de previsiones económicas, muy influyentes entre analistas e inversores, y artículos académicos, con los que participan en la construcción de narrativas (algo especialmente relevante en coyunturas inciertas como las de los últimos años). Además, los objetivos de inflación también forman parte de la comunicación, en tanto que, al ser públicos, permiten anticipar la reacción de la política monetaria a los distintos acontecimientos.

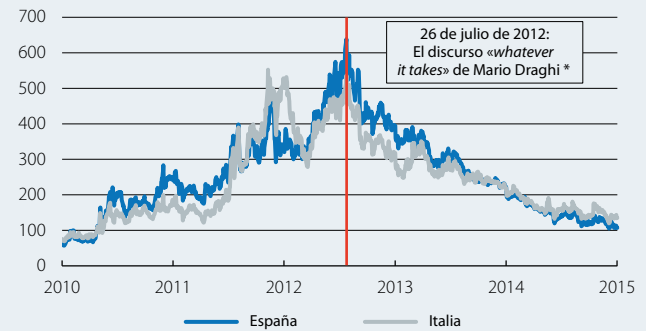
En los últimos años, a esta nueva perspectiva sobre el funcionamiento de la política monetaria, se le ha añadido un elemento coyuntural. Tras llevar los tipos de interés de referencia (típicamente, a corto plazo) hasta niveles alrededor del 0%, los bancos centrales han seguido influenciando los tipos de interés a medio y largo plazo (más relevantes para las decisiones de ahorro e inversión) mediante la «orientación futura», es decir, el curso proba-

ble de la política monetaria (por ejemplo, el BCE indica que espera mantener los tipos de interés inalterados por un largo periodo de tiempo).

En vista del uso creciente de la comunicación, han aparecido numerosos estudios analizando sus costes y beneficios que, en general, sugieren que los bancos centrales han conseguido los efectos deseados. En primer lugar, el aumento de la comunicación ha ido asociado con una mejor comprensión, por parte de analistas y consumidores, de los fundamentos teóricos sobre los que los bancos centrales basan sus decisiones. Así, Dräger *et al.* (2015)¹ muestran que los esfuerzos de la Fed para mejorar la comunicación se han traducido en una mayor proporción de consumidores y analistas que forman expectativas de inflación, crecimiento y tipos de interés coherentes con la teoría económica.

El poder de la comunicación del presidente del BCE

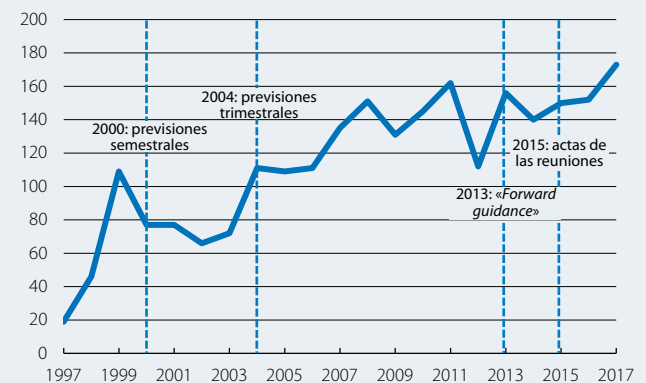
Primas de riesgo de la deuda soberana española e italiana a 10 años (p. b.)



Nota: * El 26 de julio de 2012, el presidente del BCE, Mario Draghi, declaró en Londres que haría «lo que haga falta» (en inglés, «whatever it takes») para preservar la moneda única.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Presencia pública del Consejo de Gobierno del BCE

Número de discursos y entrevistas



Fuente: CaixaBank Research, a partir de la información 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 segundo lugar, además de la fuerte transmisión sobre las expectativas y las cotizaciones financieras, bien ejemplificada por el «whatever it takes» de Draghi, la evidencia también indica que los comunicados de la Fed y del BCE tienen poder predictivo sobre sus decisiones futuras y, por lo tanto, reducen la incertidumbre alrededor de las decisiones de política monetaria.²

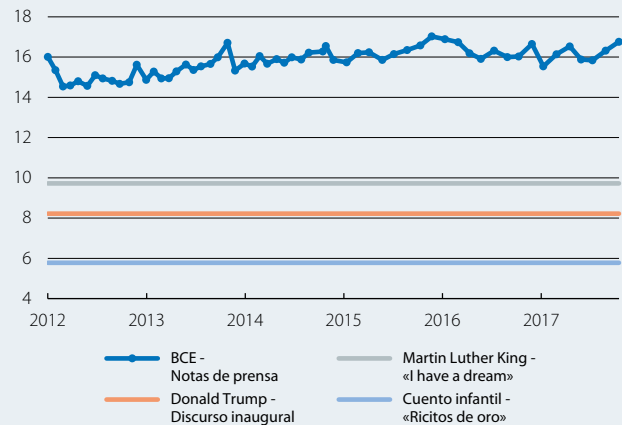
Finalmente, distintos estudios demuestran que el uso de la comunicación y, en particular, la «orientación futura» reduce la sensibilidad de las cotizaciones financieras a la publicación de datos macroeconómicos,³ lo que, por un lado, denota confianza en las promesas del banco central y, por el otro, reduce la volatilidad financiera. Precisamente, Coenen *et al.* (2017)⁴ demuestran que, desde 2012, en los días en los que el BCE da una rueda de prensa, la volatilidad financiera es inferior al promedio (diario) observado entre 1999 y 2011, y, en general, prevalecen los episodios de reducción de la volatilidad.

Sin embargo, el resultado de Coenen *et al.* (2017) depende del grado de complejidad del comunicado de prensa. Concretamente, los autores demuestran que comunicados de prensa más complejos generan mayor volatilidad financiera. Este matiz es especialmente importante a la luz del aumento de la complejidad lingüística de los bancos centrales (véase el tercer gráfico) y que, en parte, es una consecuencia inevitable del uso de herramientas no convencionales complejas, como los QE. Por ello, un uso más intensivo de la comunicación también puede provocar episodios de mayor inestabilidad. Por ejemplo, Ehrmann y Talmi (2016)⁵ analizan el caso del Banco de Canadá y muestran que, tras una secuencia de comunicados posteriores a las reuniones de política monetaria muy parecidos, la introducción de cambios algo más sustanciales en el siguiente comunicado provoca un aumento de la volatilidad financiera.

Otro caso en el que la comunicación puede generar volatilidad es cuando, a raíz de las pistas que da el banco central, los inversores centran su atención en la evolución de unas pocas variables económicas y no las interpretan en profundidad. Un ejemplo lo encontramos en el papel de las expectativas de inflación. Concretamente, los inversores saben que, ante una posible caída de las expectativas de inflación, el BCE podría reaccionar con una política

Complejidad de la comunicación del BCE

Escala de Flesch-Kincaid *



Nota: * La escala de Flesch-Kincaid evalúa la dificultad de comprensión lectora de un texto según la longitud de sus frases y palabras. Palabras y frases más largas se asocian a una mayor dificultad de comprensión y a mayores valores en la escala.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de las notas de prensa posteriores a las reuniones de política monetaria del BCE y www.flesh.sourceforge.net.

monetaria más acomodaticia. Además, los inversores también saben que, para analizar la evolución de las expectativas de inflación, uno de los indicadores que usa el BCE es un instrumento financiero llamado *swap* de inflación.⁶ Así, los inversores interpretan una caída (aumento) del tipo de interés de este *swap* como una caída (aumento) de las expectativas de inflación. Sin embargo, como argumenta Shin (2017),⁷ el tipo de interés de un *swap* de inflación también está influido por factores idiosincráticos de este mercado.⁸ Dado que estos otros factores acostumbran a ser técnicos y difíciles de medir, los inversores tienden a ignorarlos, pero ello les puede llevar a inferir movimientos erróneos de las expectativas de inflación. Por ejemplo, Shin (2017) defiende que, en parte, el actual entorno de bajos tipos de interés refleja una lectura incorrecta de los bajos tipos de interés de los *swaps*, que los inversores atribuyen a bajas expectativas de inflación cuando, en realidad, se deberían a factores de mercado.

Este repaso al papel de la comunicación de los bancos centrales es especialmente relevante en la actualidad porque la comunicación del BCE ha sido y será clave en los próximos trimestres. Por el momento, el BCE ha reducido el estímulo monetario (con un primer anuncio de menores compras netas en diciembre de 2016 y otro en octubre de 2017) sin generar turbulencias. Sin embargo, su «orientación futura» es muy acomodaticia y, con la aceleración de la actividad de la eurozona en los últimos trimestres, deberá ajustarla más significativamente en los próximos meses. Ese será el primer paso que dé el BCE en 2018 para preparar el final del QE, pero, como apunta el grueso de la evidencia que hemos repasado, su implementación no será trivial.

8. Como una prima por riesgo de inflación. Según Shin (2017), en los últimos años, esta prima se ha reducido sostenidamente.

2. Sturm, J. y 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» y 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. y Talmi, J. (2016), «Starting from a blank page? Semantic similarity in central bank communication and market volatility», ECB Working Paper.
 6. Consisten en el intercambio de un tipo de interés fijo por una cifra variable (en su caso, la inflación). Dado que el tipo fijo representa el coste de asegurarse contra la inflación, normalmente se interpreta como una medida de expectativas de inflación.
 7. Shin, H. (2017), «Can central banks talk too much?», ECB Conference.