

POLÍTICA DE COMUNICACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES EN PERÍODOS DE ELEVADA INCERTIDUMBRE



La comunicación y la transparencia de la política monetaria —mandato, estrategia y toma de decisiones— se han convertido en elementos clave de todo banco central moderno. La comunicación es una herramienta esencial para gestionar las expectativas del sector privado. Con ello, se contribuye significativamente a mejorar la eficacia y la credibilidad de la política monetaria. Este aspecto reviste especial importancia en los períodos de elevada incertidumbre, en los que es vital proporcionar, tanto al público como a los participantes en los mercados financieros, información clara sobre la función primordial de garantizar la estabilidad de precios encomendada a los bancos centrales, sobre la situación de la economía y sobre la lógica en que se basan las decisiones de política monetaria. Teniendo presente todo esto, el reciente período de crisis financiera y la consiguiente recesión económica constituyen un claro ejemplo de la importancia que reviste una apropiada comunicación. Desde el inicio de la crisis en agosto de 2007, el BCE ha intensificado significativamente su labor de comunicación con el público en general y con el público especializado, explicando en detalle por qué son necesarias y cómo funcionan sus medidas de apoyo al crédito. Además, durante estos tiempos difíciles, el BCE ha tenido que comunicar claramente que las medidas de política monetaria excepcionales que ha adoptado eran totalmente coherentes con la misión encomendada de mantener la estabilidad de precios y entrañaban un firme compromiso de corregirlas una vez que surgieran riesgos para dicha estabilidad y se normalizara la situación financiera. Los esfuerzos adicionales de comunicación del BCE, junto con su habitual transparencia en cuanto al marco de la política monetaria, han contribuido a que el sector privado comprenda mejor cómo ha respondido la institución a la crisis financiera y a la recesión económica, tanto en lo que respecta a las medidas convencionales en materia de tipos de interés, como a la gestión de la liquidez. Además, esta combinación ha ayudado a mantener las expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE.

I INTRODUCCIÓN

En los últimos decenios, los bancos centrales de todo el mundo han explicado de forma cada vez más transparente el proceso de formulación de su política monetaria. Ello se debe, en parte, a la tendencia a la independencia de los bancos centrales y al correspondiente aumento de las obligaciones de información. Sin embargo, la mayoría de los bancos centrales han sobrepasado con creces las estrictas obligaciones legales en lo que a apertura y transparencia se refiere. Los esfuerzos adicionales desplegados en este ámbito pueden atribuirse, en gran medida, a una creciente conciencia de que la transparencia y la comunicación contribuyen significativamente a la eficacia de la política monetaria reduciendo la incertidumbre e influyendo en las expectativas del sector privado¹. Dado que los tipos de interés a largo plazo —abstracción hecha de las posibles primas de plazos y liquidez— reflejan los tipos a corto plazo actuales y esperados, la política monetaria puede aumentar su influencia sobre los tipos de interés a largo plazo

proporcionando una orientación al sector privado por medio de un marco de política monetaria transparente y creíble.

La comunicación eficaz se hace aún más necesaria en períodos de elevada incertidumbre, en los que el público se enfrenta a una pérdida de confianza en la economía y el funcionamiento de los mercados se ve gravemente dificultado. La historia económica reciente ha mostrado varios episodios en los que las tensiones financieras han afectado rápidamente a la confianza y, con carácter más general, a la economía real: las secuelas de la crisis asiática de finales de los noventa, el estallido de la burbuja tecnológica, las tensiones geopolíticas que siguieron a los trágicos sucesos del 11 de septiembre de 2001 y, sobre todo, el reciente episodio de la crisis financiera mundial. Si bien esas situaciones pueden plantear a los bancos centrales desafíos sin precedentes en lo relativo a la comuni-

¹ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «Expectativas e instrumentación de la política monetaria», en el Boletín Mensual de mayo de 2009.

cación, en el presente artículo se demuestra que, en esas circunstancias, la política de comunicaciones del banco central, unida a una estrategia de política monetaria estable y clara, desempeña un papel crucial para restablecer la confianza entre los participantes en los mercados financieros. Por lo tanto, la atención se centra en la comunicación con un público experto en los mercados financieros, pese al hecho de que los bancos centrales de todo el mundo —al igual que el BCE— han intensificado sus esfuerzos por comunicar también su política al público en general, especialmente desde el inicio de la crisis financiera en agosto de 2007. En la sección 2 se analiza desde un punto de vista conceptual el papel de la comunicación de los bancos centrales en los períodos de elevada incertidumbre. En la sección 3 se examinan los principales elementos de la política de comunicación del BCE durante la reciente crisis financiera. En la sección 4 se presenta evidencia empírica sobre el impacto de dicha comunicación en los mercados financieros durante este período y, en la sección 5, se ofrece un resumen del artículo y se extraen algunas conclusiones.

2 EL PAPEL DE LA COMUNICACIÓN POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES EN PERÍODOS DE TENSIONES

En circunstancias normales, los bancos centrales utilizan diversos cauces de comunicación para familiarizar al público, y especialmente a los participantes en los mercados financieros y los representantes de los medios, con la forma en que piensan y operan estas instituciones. La mayoría de los bancos centrales explican cuidadosamente su mandato y la estrategia con la que se proponen alcanzar sus objetivos. Explicar con claridad sus objetivos y la forma en que los persigue es una estrategia que ayuda al banco central a garantizar que el sector privado entienda mejor su política monetaria y su respuesta sistemática a las perturbaciones económicas. De forma conjunta con la evaluación realizada por el banco central de su política monetaria y con la publicación frecuente de su opinión sobre la situación y probable evolución de la economía, la transparencia en lo que se refie-

re a la estrategia sobre dicha política es crucial para fomentar la credibilidad y hacer más previsibles las medidas de política monetaria adoptadas². Por consiguiente, la transparencia y la comunicación eficaz pueden ayudar a armonizar las expectativas de los mercados con las opiniones del banco central y facilitarle a éste la tarea de mantener la estabilidad de precios.

La capacidad de la comunicación de los bancos centrales para servir como punto de referencia de las expectativas del sector privado puede resultar especialmente valiosa en caso de que se produzcan graves perturbaciones y distorsiones en los mercados. En períodos de tensión, cuando aumenta la incertidumbre respecto a las perspectivas económicas y los mercados pueden llegar a desorientarse, una comunicación eficaz por parte del banco central reviste particular importancia para realinear las expectativas respecto al rumbo que seguirá en el futuro la política monetaria y transmitir una sensación de dirección. Por ejemplo, la evidencia empírica indica que la información adicional aportada por el banco central parece ayudar a los participantes en los mercados financieros, sobre todo en épocas de fuerte incertidumbre, es decir, cuando existe un alto grado de ruido en torno a la información de que disponen dichos participantes³. Una de las razones por las que las evaluaciones y las comunicaciones de los bancos centrales despiertan cada vez más interés entre los participantes en los mercados es el acusado aumento de la incertidumbre y la brusca caída de la confianza que han experimentado los mercados financieros desde el comienzo de la crisis financiera en agosto de 2007. La incertidumbre respecto a la solvencia y la buena salud de las instituciones financieras no sólo hizo que las operaciones interbancarias prácticamente se frenasen en plena crisis en el otoño de 2008, sino

2 Véanse, por ejemplo, T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen, «The predictability of monetary policy», *Occasional Paper*, n.º 83, BCE, marzo de 2008, y A. S. Blinder, M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan y D. Jansen, «Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence», *Journal of Economic Literature*, 46(4), 2008, pp. 910-945.

3 Véase M. Ehrmann y M. Fratzscher, «Social value of public information: testing the limits to transparency», *Working Paper* n.º 1, BCE, octubre de 2007.

que también parece haber dado lugar a un aumento generalizado del valor que se otorga a la información proporcionada por el banco central (véase el recuadro que figura a continuación).

Recuadro

RESPUESTA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS A LA ESTRATEGIA DE COMUNICACIÓN DEL BCE DURANTE LA CRISIS FINANCIERA

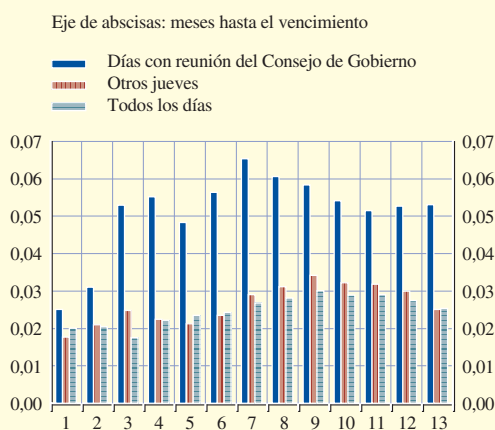
Las turbulencias financieras constituyen un claro ejemplo de la importancia creciente que los participantes en los mercados pueden asignar a la coordinación de la información suministrada por el banco central en períodos de elevada incertidumbre. Para demostrarlo, se comparan en el gráfico las diferencias en la reacción de los mercados financieros a las conferencias de prensa del BCE antes y después del comienzo de las turbulencias financieras en agosto de 2007¹. A tal efecto, se calcularon las variaciones absolutas medias diarias de los futuros sobre el EURIBOR a tres meses durante los dos años anteriores y posteriores a la crisis financiera. El uso de las variaciones absolutas diarias implica que sólo se trata de cuantificar la diferencia en la magnitud de la respuesta a la información y no su impacto deseado. La variación absoluta diaria se calcula por diferencia entre los valores al cierre de operaciones de dos días consecutivos².

La variación absoluta diaria aproxima, en cierta medida, la volatilidad de los mercados financieros. Para diferenciar un incremento general de la movilidad de los mercados financieros desde el inicio de la crisis de un incremento relacionado con la conferencia de prensa del BCE, se calcularon las variaciones correspondientes a: 1) los días (jueves) en los que se celebró una reunión del Consejo de Gobierno en la que se fijaron los tipos de interés, 2) todos los otros jueves y 3) todos los días.

El análisis que se presenta en el gráfico permite extraer tres conclusiones interesantes. En primer lugar, los movimientos de los mercados financieros han sido, en general, más pronunciados después del inicio de la crisis en agosto de 2007 que antes, como puede observarse en el hecho de que las barras correspondientes a la categoría «todos los días» registren valores positivos. En segundo lugar,

Diferencia entre las variaciones absolutas medias diarias de los futuros sobre el EURIBOR a tres meses antes y después del inicio de la crisis

(puntos porcentuales)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Diferencia entre el rendimiento absoluto medio diario en los períodos comprendidos entre agosto de 2005 y julio de 2007 y entre agosto de 2007 y julio de 2009.

1 Véase un análisis más detallado del impacto de la conferencia de prensa del BCE sobre los mercados financieros en M. Ehrmann y M. Fratzscher, «Explaining monetary policy in press conferences», *International Journal of Central Banking*, 5, 2009, pp. 41-84.

2 Como el análisis no se basa en datos intradía, los resultados pueden contener respuestas de precios de los mercados financieros a información no relacionada con la conferencia de prensa del BCE. En total, se publicaron otros 59 informes estadísticos relacionados con la zona del euro en los días en que el Consejo de Gobierno celebró reuniones durante el período analizado. En 49 de ellos, se podía acceder a un estudio de Bloomberg en el que se recogía el valor medio esperado, el cual puede utilizarse para medir el factor sorpresa de cada una de esas publicaciones. Basándose en esta medida de las expectativas, los mercados fueron sorprendidos en cuatro ocasiones durante este período. Sin embargo, analizando la volatilidad intradía en esas fechas se observa que no hubo actividad negociadora extraordinaria en torno a estos anuncios.

la magnitud de la respuesta de los futuros sobre el EURIBOR a tres meses a la conferencia de prensa mensual del BCE ha aumentado de forma mucho más notable que la volatilidad general de los mercados desde agosto de 2007, como lo denota la altura de las barras que indican «días con reunión del Consejo de Gobierno»³. Esta observación se cumple especialmente en los plazos superiores a tres meses, en los que se registra, en general, la mayor incertidumbre. La gran diferencia en la respuesta de los mercados financieros a la conferencia de prensa del BCE antes y después del inicio de la crisis sugiere que los mercados han asignado mayor importancia a la opinión del Consejo de Gobierno respecto a las perspectivas económicas y a su evaluación del riesgo. Además, los grandes movimientos de los mercados en los días en los que se celebraron reuniones del Consejo de Gobierno indican que los participantes en los mercados financieros han recibido, durante este período, un volumen considerable de información relevante del banco central. Por último, la diferencia mínima en la respuesta de los mercados financieros se observa en el caso de los futuros sobre el EURIBOR que se encuentran más próximos a su fecha de vencimiento (es decir, los que vencerán en un plazo de uno o dos meses). Estos futuros suelen ser propensos a experimentar variaciones cuando reina la incertidumbre en los mercados respecto a las próximas decisiones sobre los tipos de interés. No obstante, el hecho de que, en estos segmentos, los mercados hayan reaccionado ante los anuncios del BCE de forma relativamente similar antes y después del inicio de la crisis sugiere que el alto grado de previsibilidad de las decisiones del BCE con respecto a los tipos de interés no ha experimentado prácticamente variación en el transcurso de la crisis⁴.

3 Hasta cierto punto, podría considerarse que la notable respuesta de los mercados a las reuniones del Consejo de Gobierno en las que se fijan los tipos de interés también guarda relación con el anuncio simultáneo de medidas de política monetaria no convencionales, como las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias o la compra de bonos garantizados. Véase, en la sección 4 del presente artículo, un análisis más detallado de la respuesta de los mercados financieros a la comunicación, por parte del BCE, de algunas medidas de política monetaria no convencionales.

4 Este resultado se confirma cuando se compara el factor sorpresa promedio, calculado por diferencia entre la encuesta Reuters y la decisión efectivamente adoptada, para el período de dos años anterior y posterior al inicio de la crisis financiera. La diferencia es mínima y representa 0,0184 puntos básicos. Véase también el artículo titulado «Previsibilidad de la política monetaria del BCE» en el Boletín Mensual de enero de 2006.

Una comunicación puntual y precisa por parte del banco central es crucial en esas circunstancias. Al igual que los participantes en el mercado, los responsables de la política monetaria tienen que realizar sus análisis y comunicar sus razonamientos e intenciones en condiciones de fuerte incertidumbre en las que pueden no cumplirse las regularidades históricas y la mayor volatilidad puede empañar la información procedente de los mercados. El banco central ha de hacer hincapié en el considerable grado de incertidumbre que rodea a sus propias evaluaciones de las perspectivas económicas en tan arduas circunstancias. Es esencial que la institución reconozca las limitaciones de sus instrumentos de análisis en estos períodos, a fin de evitar un exceso de dependencia, por parte de los mercados, respecto a su evaluación de la dirección que seguirá la economía. Al mismo tiempo, dado que los mercados financieros reaccionan casi en tiempo real a los anuncios del banco central, las autorida-

des monetarias han de ser muy selectivas en cuanto al tipo y el alcance de la información que desean transmitir a los participantes en los mercados⁴.

La comunicación presenta dos aspectos clave en esas circunstancias. El primero se refiere a las propias intenciones del banco central. En los períodos de fuerte

4 Morris y Shin, así como Amato et al., sostienen que la comunicación por parte del banco central también puede reducir el bienestar si los participantes en el mercado atribuyen demasiada importancia a la información pública en detrimento de la información privada. Concretamente, la información ruidosa o prematura puede desviar a los mercados de las variables fundamentales y dirigirlos hacia un equilibrio inferior (véanse S. Morris y H.S. Shin, «Social Value of Public Information», *American Economic Review*, 92(5), 2002, pp. 1521-1534, y J.D. Amato, S. Morris, y H.S. Shin, «Communication and Monetary Policy», *Oxford Review of Economic Policy*, 18(4), 2002, pp. 495-503). Sin embargo, basándose en el mismo modelo que Morris y Shin, Svensson argumenta que la transparencia del banco central casi siempre es beneficiosa porque la ratio entre señal y ruido de la información del banco central suele ser relativamente elevada (véase L.E.O. Svensson, «Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro Transparency, Not Con», *American Economic Review*, 96(1), 2006, pp. 448-451).

tensión e incertidumbre quizá sea necesario dar respuestas de política monetaria excepcionales, que han de comunicarse y explicarse a los participantes en los mercados de forma puntual y coherente. A falta de esa comunicación, los mercados pueden no entender con claridad la lógica en que se basan las medidas de política monetaria excepcionales. En un entorno económico caracterizado por un alto grado de incertidumbre, el banco central no debería añadir más incertidumbre introduciendo ambigüedad en las medidas de política monetaria que adopte en respuesta a una evolución extraordinaria de la economía. Por lo tanto, en tiempos difíciles, el banco central tiene que actuar con mucha claridad y ser muy convincente en la forma de explicar la necesidad y los detalles de unas medidas de política monetaria excepcionales, a diferencia de las épocas de normalidad, en las que el comportamiento coherente del banco central a lo largo del tiempo es un elemento clave para mantener un alto grado de credibilidad. En períodos de incertidumbre, la credibilidad depende también de la forma en que los responsables de la política económica explican el fundamento de sus audaces medidas. La claridad en las intenciones y los objetivos del banco central ofrece un ancla para la estabilidad y una importante sensación de dirección para los agentes económicos. Este principio se cumple especialmente en períodos de fuerte incertidumbre.

El segundo aspecto de importancia fundamental en tiempos difíciles es la inequívoca reiteración por parte del banco central tanto de su compromiso con el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios a medio plazo como de su determinación de revertir las medidas de política monetaria excepcionales una vez que la situación vuelva a la normalidad. Por varias razones, la necesidad de que la comunicación del banco central se ajuste de forma inquebrantable a su objetivo a medio plazo reviste particular importancia en momentos en los que las expectativas de los mercados respecto al rumbo futuro de la política monetaria pueden llegar a desorientarse. Una de esas razones es que la volatilidad de las expectativas puede ser una fuente independiente de inestabilidad macroeconómica. En el caso en que las expectativas de inflación a medio plazo dejen de estar «ancladas» al objetivo del banco central como resultado de una perturbación ad-

versa y significativa, es probable que aumenten los riesgos inflacionistas o deflacionistas. Por ejemplo, un aumento esperado del nivel general de precios de mañana puede presionar al alza sobre los precios de hoy a través de una serie de canales, entre ellos la demanda de salarios más altos o la revaluación de los precios de los activos. Una vez que las expectativas inflacionistas se afianzan en las percepciones de los agentes pueden autoreforzarse hasta el momento en que un suceso o una medida de política monetaria logran quebrar el impasse. De hecho, la evidencia empírica sugiere que la «Gran Inflación» registrada en Estados Unidos en la década de los años setenta se produjo, fundamentalmente, porque una política monetaria acomodaticia dio lugar a incrementos autoinducidos de la inflación esperada⁵. Análogamente, unas expectativas de inflación a medio o largo plazo bien ancladas son un elemento crucial en presencia de riesgos a la baja para la estabilidad de precios, especialmente cuando los tipos de interés nominales a corto plazo se sitúan en niveles muy bajos. Existen abundantes estudios en los que se subraya la eficacia de un compromiso franco y creíble con el objetivo de mantener la estabilidad de precios para evitar una espiral deflacionista autoalimentada⁶.

Por lo tanto, la comunicación del compromiso del banco central de alcanzar el objetivo de estabilidad de precios se convierte en un poderoso instrumento para evitar que las expectativas del sector privado se aparten de ese objetivo en períodos de fuerte incertidumbre. Concretamente, el anuncio de un objetivo numérico preciso, o una definición cuantitativa de la estabilidad de precios según el banco central, proporciona un punto de referencia en el que el público podrá centrar las expectativas de inflación a largo plazo, al tiempo que ayuda a los agentes económicos a formarse sus expectativas con más eficiencia y exactitud. Así pues, un

5 Véanse, por ejemplo, S. Leduc, K. Sill y T. Stark, «Self-fulfilling expectations and the inflation of the 1970s: Evidence from the Livingston Survey», *Journal of Monetary Economics*, vol. 54 (2), 2007, pp. 433-459.

6 Véanse, por ejemplo, G.B. Eggertsson y M. Woodford, «The zero bound on interest rates and optimal monetary policy», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34 (1), 2003, pp.139-235, y K. Adam, y R. Billi, «Discretionary monetary policy and the zero lower bound on nominal interest rates», *Journal of Monetary Economics*, vol. 54 (3), 2007, pp. 728-752.

objetivo cuantitativo creíble garantiza la previsibilidad incluso en momentos en los que los mercados se caracterizan por un aumento de la volatilidad y el nerviosismo, y puede servir como ancla para la estabilidad en períodos de desorientación y tensiones. De hecho, existe suficiente evidencia empírica que demuestra que anunciando un objetivo cuantitativo preciso se reduce el grado de persistencia de la inflación, se atenúa la intensidad de la respuesta de las expectativas a otras informaciones de carácter macroeconómico y se contribuye a anclar dichas expectativas en niveles compatibles con el objetivo que persigue el banco central⁷.

3 LA COMUNICACIÓN DEL BCE DESDE EL INICIO DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

Los profundos cambios que experimentó el entorno económico y financiero en los dos últimos años han exigido la adopción de medidas de política monetaria contundentes, respaldadas por una comunicación puntual y bien instrumentada. En estrecha cooperación con los BCN del Eurosistema, el BCE ha intensificado sus actividades de comunicación con el público especializado y con el público en general, a fin de reforzar la eficacia y la eficiencia de la política monetaria en momentos de elevada incertidumbre.

La transparencia ya tradicional del BCE con respecto a su marco de política monetaria ha contribuido a estructurar las comunicaciones externas durante la crisis. Concretamente, la comunicación relativa a la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios conforme a los dos pilares de la estrategia de política monetaria ha resultado más útil que nunca para mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas⁸ y proporcionar una explicación detallada de las decisiones respecto a la política monetaria. El análisis económico ha sido crucial para comunicar el súbito cambio de sentido de la tendencia inflacionista en la zona del euro en un clima de fuerte incertidumbre con respecto a las perspectivas de crecimiento económico como resultado de la intensificación de las turbulencias financieras y su propagación a la economía real. El análisis monetario ha ayuda-

do a mantener una perspectiva de medio plazo y también a que se entienda mejor la evolución de los agregados monetarios, los balances de los bancos, los precios de los activos y los flujos de crédito, elementos todos ellos de crucial interés, habida cuenta del origen financiero de la recesión económica⁹.

COMUNICACIÓN DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA CONVENCIONALES Y NO CONVENCIONALES

La aplicación de medidas no convencionales para hacer frente a las tensiones en los mercados financieros supuso nuevos retos en materia de comunicación. Normalmente, la información que se proporciona sobre las operaciones de mercado abierto del Eurosistema va dirigida, principalmente, a los técnicos y especialistas. Cuando en el verano de 2007 hicieron eclosión las turbulencias financieras y el BCE reaccionó con determinación frente a las tensiones registradas en los mercados monetarios realizando una serie de operaciones de financiación adicionales, se hizo evidente la necesidad de informar al público en general y, en particular, a los participantes en los mercados financieros sobre las operaciones excepcionales de forma más sistemática y completa. A tal efecto, se actualizó y mejoró continuamente el sitio web del BCE y se utilizaron otros cauces de comunicación para asegurarse de que las medidas adoptadas por el Eurosistema para frenar los efectos macroeconómicos de la crisis se entendieran cabalmente. En particular, en un momento en el que aún existían riesgos al alza para la estabilidad de precios en la zona del euro, era importante transmitir el mensaje de que las medidas adoptadas para paliar las tensiones en los mercados monetarios no entrañaban una relajación de la política monetaria y eran plenamente coherentes con el objetivo de estabilidad de pre-

7 A.T. Levin, F.M. Natalucci y J.M. Piger, «Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes», *Working Paper* n.º 383, BCE, agosto de 2004. Véanse también D. Johnson, «The effect of inflation targeting on the behaviour of expected inflation: evidence from an 11 country panel», *Journal of Monetary Economics*, vol. 49 (8), noviembre de 2002, pp. 1521-1538, y L. Benati, «Investigating inflation persistence across monetary regimes», *Quarterly Journal of Economics*, 123:3, agosto de 2008, pp. 1005-1060.

8 Véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE correspondientes al cuarto trimestre de 2009» en la presente edición del Boletín Mensual.

9 Véase el artículo titulado «El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras» en la presente edición del Boletín Mensual.

cios. Así pues, se recurrió a instrumentos tales como las entrevistas frecuentes en los medios de comunicación o discursos de los miembros del Consejo de Gobierno, así como al anuncio frecuente de operaciones de política monetaria en tiempo real. El aumento del número de visitas a las páginas pertinentes del sitio web del BCE indicó que la demanda de información sobre estos temas estaba aumentando a un ritmo realmente elevado.

Desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre de 2008, y en un contexto de rápida moderación de las presiones inflacionistas, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se redujo en 325 puntos básicos. Al mismo tiempo, el BCE comenzó a aplicar medidas de política monetaria no convencionales, que se adoptaron para estimular el flujo de crédito por encima y más allá de lo que se podría lograr con la mera reducción de los tipos de interés oficiales. Para facilitar la comunicación, el BCE definió la gama de medidas no convencionales adoptadas como una ampliación del apoyo al crédito¹⁰. Estas medidas comprenden cinco elementos fundamentales: (i) un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con plena adjudicación, previa presentación de garantías, para todas las operaciones principales de financiación y operaciones de financiación a plazo más largo ejecutadas desde octubre de 2008; (ii) la ampliación temporal de la lista de activos de garantía admisibles en las operaciones de financiación del Eurosistema desde octubre de 2008; (iii) la prórroga de los vencimientos de las operaciones de financiación del Eurosistema hasta un año; (iv) la provisión de liquidez en divisas, especialmente en dólares estadounidenses, y (v) la compra simple de bonos garantizados denominados en euros desde julio de 2009, a fin de revitalizar un segmento del mercado al que afectaron especialmente las turbulencias financieras. Además, el BCE estableció una clara distinción entre sus medidas de política monetaria y las medidas de respaldo de los gobiernos, subrayando al mismo tiempo el carácter complementario de unas y otras para aliviar las tensiones en los mercados financieros.

En la comunicación del BCE con los mercados financieros y con el público en general se hizo espe-

cial hincapié en dos mensajes clave. En el primero se subrayaba que todas las medidas tenían por objeto garantizar una transmisión eficaz de la política monetaria y facilitar un mayor apoyo a la provisión de crédito a los hogares y las empresas de la zona del euro a unos tipos de interés razonables, a fin de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. El segundo mensaje se refería al mecanismo de resolución. Dada la importancia del canal bancario para la provisión de crédito a la economía de la zona del euro, las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE se han ajustado a la naturaleza específica de la estructura financiera de la zona del euro. A diferencia de algunas economías desarrolladas, en las que prevalece un sistema financiero basado más en el mercado, es crucial asegurarse una amplia gama de posibilidades de financiación para los bancos, a fin de garantizar el flujo de crédito al sector no financiero.

COMUNICACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE SALIDA

Si bien la intensificación de la información sobre las perspectivas económicas y la evolución esperada de los precios contribuyó a anclar firmemente las expectativas de inflación en el transcurso de la crisis, también surgió el riesgo de una posible disociación de las expectativas del sector privado como consecuencia de las múltiples medidas adoptadas para aliviar las tensiones en los mercados financieros. En un entorno de tipos de interés sumamente bajos y de abundante liquidez, era necesario tranquilizar a los mercados respecto al compromiso de los bancos centrales de revertir las medidas no convencionales una vez que la situación volviese a la normalidad. Mantener durante demasiado tiempo una política acomodaticia entraña el riesgo de desatar presiones inflacionistas más adelante y prepara el camino para futuros desequilibrios en los mercados financieros.

Un elemento importante de la estrategia de comunicación del BCE desde el anuncio de la ampliación de sus medidas de apoyo al crédito ha sido, por lo tanto, transmitir al público que la preparación de una estrategia de salida es un elemento

¹⁰ Véanse, en particular, los discursos pronunciados por el presidente del BCE el 13 de julio de 2009 en Munich, el 22 de agosto de 2009 en Jackson Hole y el 4 de septiembre de 2009 en Fráncfort.

esencial de la gestión de la crisis por parte del BCE, subrayando así el compromiso y la determinación del banco central de preservar la estabilidad de precios en el medio plazo. La posibilidad de corregir las medidas de estímulo monetario ya se había previsto y, hasta cierto punto, se había incorporado al diseño de las medidas no convencionales. El marco operativo está bien dotado para facilitar esta corrección mediante una serie de instrumentos variados y flexibles. Al mismo tiempo, para evitar expectativas prematuras de salida, se hizo hincapié en que no es lo mismo contar con una estrategia de esa naturaleza que ponerla en funcionamiento.

LA COMUNICACIÓN Y LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

En conjunto, las actividades de comunicación desarrolladas por el BCE y las medidas efectivamente adoptadas desde el inicio de las turbulencias financieras en agosto de 2007 han contribuido, en gran medida, a mantener las expectativas de inflación a más largo plazo en la zona del euro firmemente ancladas en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE. A este respecto, se planteó un desafío especial cuando se previó que las tasas de inflación se tornarían negativas de forma transitoria en el verano de 2009, debido principalmente a efectos de base relacionados con la evolución de los precios de la energía. Para frenar un ajuste injustificado a la baja de las expectativas de inflación a medio y largo plazo a una caída de la inflación, el BCE subrayó públicamente la necesidad de distinguir entre desinflación y deflación. En este contexto, el BCE explicó claramente que los episodios de desinflación son positivos si tienen su origen, por ejemplo, en una caída de los precios de las materias primas que puede ir ligada a un mayor ahorro de costes por el lado de la oferta. Por el contrario, un proceso deflacionista es un descenso generalizado, persistente y autoalimentado de una amplia gama de precios, con consecuencias negativas sobre la producción y los precios. Al destacar, ya a comienzos de 2009, que las tasas de inflación negativas previstas para el verano de ese año no deberían confundirse con una simple deflación, el Consejo de Gobierno se aseguraba de que las expectativas

de inflación a largo plazo se mantuvieran firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

4 IMPACTO DE LA ESTRATEGIA DE COMUNICACIÓN DEL BCE RELATIVA A LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES

La intensificación de la estrategia de comunicación externa del BCE desde el comienzo de la crisis en agosto de 2007 ha tenido un impacto visible en los mercados financieros. Como se explica en la sección 2, los mercados parecen haber sido más sensibles a las conferencias de prensa del BCE durante la crisis de lo que lo habían sido antes. En esta sección del artículo se analiza el impacto y la eficacia de las comunicaciones del BCE relativas a los anuncios de las operaciones de financiación a plazo más largo adicionales.

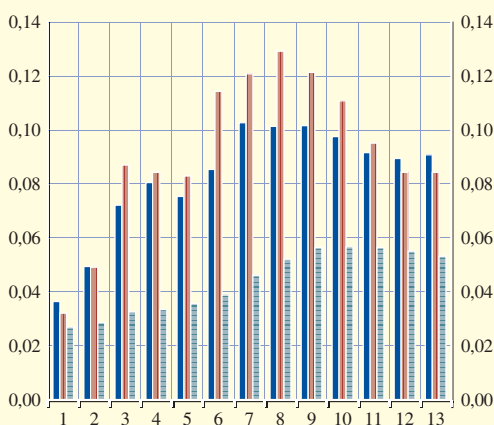
Desde agosto de 2007, el BCE ha puesto en marcha una serie de operaciones de financiación a plazo más largo adicionales, encaminadas a respaldar la normalización del funcionamiento de los mercados monetarios de la zona del euro. Como primera medida, el BCE prorrogó los vencimientos de dichas operaciones y, finalmente, el 7 de mayo de 2009 anunció su decisión de realizar operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año. Estas operaciones se anunciaron normalmente mediante una nota de prensa previa a su ejecución. El desfase temporal entre el anuncio y la ejecución permite identificar las reacciones de los mercados financieros ante ambos sucesos. Si los mercados iban a reaccionar ante el anuncio de las operaciones de financiación adicionales, deberían, en general, mostrarse más activos en esos días que en los días en que no se producía ningún anuncio. De hecho, el gráfico 1 sugiere que el anuncio de dichas operaciones tuvo un impacto significativo en los mercados monetarios de la zona del euro, que superó en mucho a los efectos de la información proporcionada por el BCE sobre sus operaciones de política monetaria convencionales. El gráfico 1 muestra la variación absoluta media diaria de los futuros sobre el EURIBOR a tres meses en determinados días a partir de agosto

**Gráfico 1 Variación absoluta media diaria
de los futuros sobre el EURIBOR a tres meses**

(puntos porcentuales)

Eje de abscisas: meses hasta el vencimiento

- Días con reunión del Consejo de Gobierno solamente
- Días con anuncio de OFPML solamente
- Días sin reunión del Consejo de Gobierno ni anuncio de OFPML



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

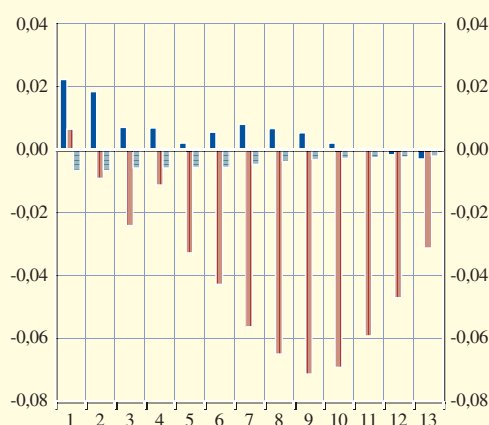
Notas: Media de determinados días en el período comprendido entre el 1 de agosto de 2007 y el 9 de octubre de 2009. «OFPML» significa operación de financiación a plazo más largo.

**Gráfico 2 Variación media diaria de los futuros
sobre el EURIBOR a tres meses**

(puntos porcentuales)

Eje de abscisas: meses hasta el vencimiento

- Días con reunión del Consejo de Gobierno solamente
- Días con anuncio de OFPML solamente
- Días sin reunión del Consejo de Gobierno ni anuncio de OFPML



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Media de determinados días en el período comprendido entre el 1 de agosto de 2007 y el 9 de octubre de 2009. «OFPML» significa operación de financiación a plazo más largo.

de 2007. Los movimientos del mercado monetario fueron significativamente más pronunciados en los días en que se anunciaron medidas de política monetaria, tanto convencionales como no convencionales, que en los días en que no se realizó comunicación alguna¹¹, y ello fue así en todos los plazos. Además, el mercado de futuros sobre el EURIBOR parece haber reaccionado con mucha mayor intensidad en los días en que el BCE anunció sus operaciones de financiación a plazo más largo adicionales, especialmente en los plazos de seis a diez meses¹².

En general, el objetivo de toda operación de financiación a plazo más largo adicional es aliviar las tensiones en el mercado monetario que hayan dado lugar a unos tipos de interés desmedidamente altos. En otras palabras, si cumplen el objetivo deseado, este tipo de operaciones deberían ayudar a reducir los tipos de interés en todos los plazos hasta un nivel compatible con la transmisión normal de la política monetaria del BCE¹³. El anuncio pun-

tual y creíble de dichas operaciones puede coadyuvar a la consecución de este objetivo, en la medida en que adelanta parte del ajuste previsto, con lo que su impacto resulta más eficaz. El gráfico 2 indica que efectivamente sucedió así. Utilizando la

11 En total, el BCE anunció operaciones de financiación adicionales en 12 ocasiones, en cinco de las cuales hubo reuniones del Consejo de Gobierno. En la categoría «días con anuncio de OFPML solamente» se consideran exclusivamente los siete días restantes. De esta manera se aíslan los efectos de los anuncios de las operaciones de financiación a plazo más largo adicionales. La decisión de realizar este tipo de operaciones con vencimiento a un año se anunció el día en que se celebraba una reunión del Consejo de Gobierno.

12 Como el análisis no se basa en datos intradía, los resultados pueden contener respuestas de precios de los mercados financieros a información no relacionada con los anuncios del BCE. En los días en que se anunciaron operaciones de financiación a plazo más largo, sólo en una ocasión (el 22 de agosto de 2007) se produjo una sorpresa para los mercados. No obstante, la volatilidad intradía en esa fecha muestra que no hubo actividad negociadora extraordinaria en torno a ese anuncio. Véase en la nota a pie de página 2 del recuadro la forma de cálculo del factor sorpresa.

13 Sin embargo, éste no es el único criterio para determinar el éxito: en primer lugar, y plenamente en línea con el objetivo en que se fundamenta la política de apoyo al crédito, las operaciones se encaminaron a ampliar el horizonte de liquidez de las entidades de crédito, estimulando así un flujo continuo de crédito bancario a la economía.

variación relativa diaria, en vez de la variación absoluta, se observa que la comunicación, por parte del BCE, de la decisión de realizar operaciones de financiación a plazo más largo adicionales ha contribuido a suavizar las condiciones en los mercados monetarios en todos los plazos y ha hecho que su ejecución resulte más eficaz. A diferencia de los días en que no se anunciaron operaciones adicionales, los mercados descontaron, en promedio, una caída de los futuros sobre el EURIBOR en los días en que se produjeron los anuncios.

5 CONCLUSIONES

La estrategia de comunicación del BCE y la transparencia en la formulación de su política monetaria han resultado especialmente útiles en el período actual de tensiones financieras y elevada incertidumbre. La provisión puntual y precisa de información sobre las modificaciones del marco de la

política monetaria es un elemento clave que los participantes en los mercados financieros han de entender cabalmente. Además de las medidas de política monetaria propiamente dichas, la comunicación ha cobrado la mayor importancia a efectos de anclar las expectativas de inflación a medio y largo plazo en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE.

Las iniciativas adicionales emprendidas por el BCE en materia de comunicación desde el inicio de las turbulencias financieras en agosto de 2007, combinadas con su ya tradicional transparencia respecto a su política monetaria han contribuido, probablemente, a que el sector privado comprenda rápidamente tanto las medidas no convencionales adoptadas para hacer frente a la intensificación de las tensiones financieras en otoño de 2008 como su determinación para mantener el firme compromiso con la consecución de su objetivo de estabilidad de precios.