

Estabilidad de precios, *forward guidance* y construcción de la unión monetaria

Erik Jones*

Los esfuerzos del Banco Central Europeo (BCE) en aras de la integración monetaria y de potenciar las indicaciones prospectivas (*forward guidance*) de política monetaria tienen por objeto mejorar el funcionamiento de la unión económica y monetaria. Sin embargo, la adopción de medidas de política monetaria no convencional ha generado confusión, gran parte de la cual puede deberse a la ambigüedad que rodea a la definición de la estabilidad de precios. La diversidad entre los Estados miembros de la eurozona ha generado perspectivas divergentes sobre la estabilidad de precios, algunas de las cuales han sido admitidas públicamente por miembros del Consejo de Gobierno del BCE. Trátándose de una institución basada en normas, los participantes en el mercado deben saber con suficiente antelación lo que el BCE está planificando y hacia qué dirección se dirige su política monetaria. Para aportar mayor claridad, el Consejo de Gobierno podría promover la integración de los mercados financieros de la eurozona, fomentar la convergencia y elaborar una narrativa que explique cómo los precios pueden ser estables en la eurozona en su conjunto a pesar de las diferencias en las tasas de inflación nacionales. Si bien el BCE no puede eliminar toda la ambigüedad que rodea a la estabilidad de precios, sus esfuerzos por construir una unión monetaria más cohesionada pueden producir políticas monetarias más efectivas, tanto en la percepción de las mismas como en la realidad.

Al tiempo que el Consejo de Gobierno iniciaba la retirada de las medidas monetarias no convencionales, el Banco Central Europeo (BCE) se esforzaba en potenciar sus indicaciones prospectivas de política monetaria (*forward guidance*). El objetivo con tales indicaciones prospectivas es

asegurar que los participantes del mercado conozcan con suficiente antelación lo que el BCE planea hacer y el modo en que ello se concretará en forma de decisiones del Consejo de Gobierno. Sin embargo, la *forward guidance* no está funcionando eficientemente a juzgar por la conferencia

* Director de European and Eurasian Studies y profesor de European Studies and International Political Economy at the Paul H. Nitze School of Advanced International Studies.

de prensa celebrada en diciembre de 2018. En el turno de preguntas posterior a la declaración introductoria del presidente del BCE, Mario Draghi, uno de los periodistas interrogó por la velocidad a la que el banco empezaría a reducir la reinversión de los activos que vayan venciendo una vez que comience la subida de los tipos de interés oficiales; en su respuesta, Draghi prefirió poner el acento en la posibilidad de otra ronda de operaciones de refinanciación a más largo plazo (*LTRO*, por sus siglas en inglés)¹, algo que efectivamente se ha puesto en marcha tras la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2019. Cualquier frenazo en el ritmo de reinversión contrae el tamaño del balance del BCE; cualquier nueva *LTRO* ayuda a mantener ese balance cerca de su tamaño actual a medida que venzan los préstamos existentes. Si la *forward guidance* del BCE estuviese funcionando eficientemente, el banco y los mercados no estarían apuntando en direcciones opuestas.

Esta divergencia en las perspectivas no debería exagerarse. El BCE dejó clara su intención de avanzar progresivamente en la senda de endurecimiento monetario cuando en octubre de 2017 empezó a reducir las compras netas de valores comercializables en el marco del programa de compra de activos a gran escala². Los periodistas estaban cuestionando “si el momento había llegado”, mientras que Draghi repetía que la política es “dependiente de las fechas pero, también, de la situación de la economía”. De hecho, Draghi incluso dejó caer que “puede que el momento no llegue nunca”. Es más, el presidente del BCE tenía motivos para ser prudente, y en muy pocos meses el tiempo le ha dado la razón. La dimensión tanto política como económica de la retirada de las medidas monetarias no convencionales del banco reviste más complejidad de lo que superficialmente parece (Jones, 2017). Cuando los periodistas preguntaban por la velocidad a la que el BCE normalizaría los tipos de interés, estaban poniendo sobre la mesa discrepancias entre los

diferentes miembros del Consejo de Gobierno que ya eran públicas. Y cuando Draghi reclamaba prudencia, estaba enfatizando las complejas interacciones ante la inusual situación en que se encuentran los instrumentos clásicos de política monetaria.

Pero los matices no eliminan la disonancia cognitiva. Aun reconociendo las discrepancias de política y la complejidad técnica, sigue siendo significativo que las dos partes de la conferencia de prensa estuviesen apuntando en direcciones opuestas. Más aún, hay un buen motivo para creer que gran parte de la confusión procede de la ambigüedad, tanto en términos conceptuales como de percepciones de mercado, que rodea a la definición de estabilidad de precios del BCE. Esa ambigüedad tiene dos fuentes diferentes: la singularidad del proyecto de unión económica y monetaria de Europa, y la disparidad entre los Estados miembros que han adoptado el euro como moneda común. Dado que el BCE es una institución basada en un conjunto de reglas, tanto la ambigüedad como la confusión asociada a ello son significativas. El BCE no puede tener una *forward guidance* eficiente si los participantes del mercado no tienen claro hacia dónde se dirige la política monetaria. En la medida en que la noción de estabilidad de precios del BCE es inherentemente ambigua —y lo es—, tanto el Consejo de Gobierno como los participantes en el mercado van a tener que aceptar los límites de la *forward guidance*.

La experiencia única de la unión económica y monetaria

En muchos aspectos, la unión económica y monetaria de Europa carece de precedentes, pero hay tres rasgos distintivos que son relevantes para la conducción de la política monetaria. En

¹ Esta conferencia de prensa se celebró el 13 de diciembre de 2018. La transcripción puede consultarse en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is181213.en.html>

² La retirada real empezó en enero de 2018; el anuncio se realizó en octubre de 2017. La transcripción de dicho anuncio puede consultarse en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is171026.en.html>

primer lugar, el mandato del BCE se centra en la estabilidad de precios en sentido estricto³. El BCE puede tomar en cuenta otras consideraciones con miras a apoyar la consecución de los objetivos más amplios de política económica de la Unión Europea, así como en relación con la gestión de los tipos de cambio frente a otras monedas mundiales, pero dichos intereses están subordinados a la estabilidad de precios, y el BCE tiene amplia discreción para decidir cuándo permitir que esos otros objetivos influyan en las decisiones del Consejo de Gobierno. En la práctica, los sucesivos presidentes del BCE han dejado claro que el mantenimiento de la estabilidad de precios es la contribución que la institución puede realizar tanto a los demás objetivos de la Unión Europea (UE) como a la relación entre el euro y las demás monedas.

En la medida en que la noción de estabilidad de precios del BCE es inherentemente ambigua —y lo es—, tanto el Consejo de Gobierno como los participantes en el mercado van a tener que aceptar los límites de la forward guidance.

El segundo aspecto es que el Consejo de Gobierno del BCE goza de la facultad para definir la estabilidad de precios y, por tanto, para formular su propio objetivo de política monetaria. Esta facultad refleja el hecho de que la integración monetaria es un “proceso en construcción”. La creación de una moneda multinacional implicó dotarse de nuevos agregados estadísticos para medir los movimientos de precios relativos entre los distintos países y para capturar el crecimiento y la distribución de las diferentes definiciones de liquidez (o instrumentos monetarios). También requirió establecer un nuevo mecanismo de transmisión a través del que las decisiones de política monetaria adoptadas en Frankfurt pudieran afectar a las condiciones financieras de los países participantes. De ahí que la hipótesis de partida fuera que el Consejo de Gobierno del BCE tendría que aprender a controlar la economía monetaria de Europa “sobre la mar-

cha”. La discrecionalidad sobre la formulación de la estabilidad de precios de la que goza el Consejo de Gobierno era, pues, necesaria para permitir al BCE adaptarse a la situación en cada momento.

En tercer lugar, el Consejo de Gobierno del BCE reconoció explícitamente que la manera de moldear las percepciones del mercado sobre la estabilidad de precios resultaría crítica, tanto para la creación de la moneda única como para el funcionamiento de la política monetaria. Al enfatizar los nuevos índices de precios y los agregados monetarios, el Consejo de Gobierno trasladaba la idea de que la eurozona tenía una sola masa de liquidez, una única política monetaria y un único mecanismo de transmisión monetaria; incluso antes de que el euro existiese como moneda común. El Consejo de Gobierno también trabajó duro para crear una estrategia de comunicación con los participantes del mercado financiero y otras instituciones europeas. Esta comunicación no siempre era unidireccional: los gobernadores de los bancos centrales nacionales conservaban acceso privilegiado a sus jurisdicciones y mercados domésticos, y a menudo se dirigían a ellos sobre las condiciones económicas nacionales, interfiriendo con los mensajes desde el Consejo de Gobierno y el BCE. No obstante, el Comité Ejecutivo del BCE —y su presidente— rápidamente emergieron como las voces más autorizadas para hablar sobre la eurozona en su conjunto.

Los sucesivos Consejos de Gobierno complementaron esa noción de estabilidad de precios con objetivos que cabe calificar de *constructivamente ambiguos*: constructivos, porque ayudaron a promover una idea de proyecto común entre todos los participantes en la zona del euro, pero también ambiguos, en tanto que dejaron espacio para interpretaciones alternativas. La ambigüedad no resultó inmediatamente evidente. Por ejemplo, cuando el Consejo de Gobierno anunció por primera vez su definición de estabilidad de precios en octubre de 1998, todos los focos se centraron en el techo del 2%, así como en la ausencia de un límite inferior. “La estabilidad de

³ Véase el artículo 2 de los Estatutos del BCE, cuyo texto completo puede encontrarse aquí: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026es_protocol_4.pdf

precios”, rezaba la declaración, “se define como un incremento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de la zona del euro inferior al 2%”⁴. Pese a todo, las matizaciones que siguieron a dicha declaración resultaron igual de importantes para el modo en que el Consejo de Gobierno aplicaría la política monetaria en la práctica. Aunque en la declaración se aludía a variaciones interanuales de los precios, el resto del texto dejó claro que el objetivo era influir en las expectativas a medio plazo, que la medida relevante era el agregado para el conjunto de la eurozona, y que el Consejo de Gobierno basaría sus decisiones en el comportamiento de los agregados monetarios y el desempeño macroeconómico, utilizando una función de reacción que evolucionaría con el tiempo.

Además, cada vez que el Consejo de Gobierno modificaba su especificación de la estabilidad de precios, estas matizaciones cobraban más importancia para la implementación de la política monetaria. El Consejo de Gobierno fue espaciando gradualmente sus reuniones regulares de política para dejar más tiempo a que los cambios relevantes en las condiciones macroeconómicas y monetarias fueran acumulándose; abandonó la práctica de anunciar el valor de referencia para medir el crecimiento de los agregados monetarios; reforzó el límite inferior de los movimientos de precios añadiendo que la inflación agregada anual debería mantenerse por debajo del 2%, pero próxima a este valor; estableció el medio plazo como un horizonte temporal de entre cinco y diez años; y comenzó a hablar sobre la dispersión de las tasas de inflación nacionales (y la importancia de cierto grado de convergencia condicional entre los países participantes)⁵. Por último, el Consejo de Gobierno dejó claro que las expectativas relevantes deberían

operar sin la influencia de la acomodación monetaria; en otras palabras, la estabilidad de precios solo existe si los precios se mantienen estables sin el apoyo del BCE. Tal como explicó Draghi en diciembre de 2017: “Lo verdaderamente importante es cómo de sólida es la senda de convergencia hacia una tasa de inflación automantenida y sostenible que sea inferior, pero próxima, al 2% a medio plazo”⁶.

Los sucesivos Consejos de Gobierno del BCE complementaron la noción de estabilidad de precios basada en el 2% con objetivos que cabe calificar de constructivamente ambiguos: constructivos, porque ayudaron a promover una idea de proyecto común entre todos los participantes en la zona del euro, pero también ambiguos, en tanto que dejaron espacio para interpretaciones alternativas.

Como consecuencia de estas precisiones, a menudo resulta difícil para los participantes del mercado anticipar en qué punto se encuentra el Consejo de Gobierno respecto a su objetivo de política, aun conociendo las propias estimaciones sobre inflación agregada actual y prevista del BCE. Esa es la razón por la que la estrategia de comunicación del BCE es tan importante: porque ayuda a disipar la ambigüedad sobre cómo evalúa el Consejo de Gobierno las condiciones actuales y cuál será su reacción a los acontecimientos subyacentes y esperados. Véase, como botón de muestra, la *chained guidance* relativa al modo en que el Consejo de Gobierno preveía retirar sus medidas de política monetaria no convencionales⁷: el presidente del BCE, Mario Draghi, explicó repetidamente cómo y cuándo se adoptarían las diferentes

⁴ Esta declaración se realizó en el marco de la conferencia de prensa del 13 de octubre de 1998, cuya transcripción está disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/1998/html/is981013.en.html>

⁵ La revisión más importante tuvo lugar en mayo de 2003 y quedó reflejada en un seminario para periodistas sobre la evaluación del BCE de su política monetaria, que puede encontrarse aquí: https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2003/html/is030508_1.en.html

⁶ La pregunta fue si un 1,7% era «próximo» al 2%. La conferencia de prensa tuvo lugar el 14 de diciembre de 2017 y puede consultarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is171214.en.html>

⁷ La expresión *chained guidance* procede de las actas de la reunión de diciembre de 2018, y el documento donde aparece puede encontrarse aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg190110.en.html>

decisiones de política, y bajo qué condiciones se implementarían. Ello no ha impedido que el mensaje recibido en los mercados siga siendo vago en algunos aspectos importantes.

Una sola moneda, diferentes perspectivas

La diversidad entre los países que han adoptado el euro como moneda común también contribuye a la ambigüedad que rodea a la noción de estabilidad de precios. Ahora bien, la intención al señalar esto no es reiterar la clásica crítica a una política monetaria “de talla única”, sino reconocer que la manera en que los participantes del mercado perciben al BCE e interpretan sus acciones de política monetaria tiende a diferir de un contexto nacional a otro. Algunas de estas diferencias brotan de tradiciones de política o paradigmas competidores. Así, por ejemplo, la escuela de economistas alemanes acepta la rigidez de los salarios y precios a la baja, y otorga escasa confianza a la existencia de una curva de Phillips explotable en la que puedan basarse los *policy makers* para buscar un compromiso entre inflación y desempleo. En lugar de ello, los economistas alemanes prestan mayor atención a cómo las instituciones de negociación salarial tienden a institucionalizar las expectativas. De ahí que el Bundesbank tenga una larga tradición de *monetary targeting* (objetivos concretos de agregados monetarios) con el fin de establecer credibilidad entre los negociadores de los salarios. La tradición intelectual y de elaboración de política monetaria es muy diferente en Francia, donde la gestión de la demanda agregada al estilo “keynesiano” ha gozado de mayor preminencia⁸. Las dos reglas de política utilizadas por el BCE abarcan ambas interpretaciones.

La disparidad de los sistemas institucionales nacionales también crea diferencias a través de una forma de racionalidad limitada (*bounded*

rationality). Una ilustración obvia son los mercados de trabajo: el sistema alemán de elaboración de política monetaria funciona bien cuando las instituciones del mercado de trabajo promueven una negociación salarial coordinada, pero es menos efectivo en estimular la estabilidad de precios cuando las negociaciones salariales son más descoordinadas y conflictivas (Hall, 1994). Algo similar es aplicable a los mercados financieros. Cuando las empresas disponen de capital fijo aportado por inversores a largo plazo o procedente de relaciones estables entre banco y empresa, es más fácil para los gestores de política enfocarse en la evolución de los grandes agregados monetarios; pero cuando las empresas recurren a fuentes alternativas de financiación y las relaciones banco-empresa son más flexibles o se rigen por condiciones de libre competencia, la influencia de la política monetaria no es la misma⁹.

Una tercera fuente de diferencias es de tipo conductual, y refleja lo que los bancos centrales denominan la “ley de Goodhart”, en alusión al economista y banquero central británico, Charles Goodhart. Lo que Goodhart observó es que las relaciones macroeconómicas dejan de tener valor predictivo una vez que su uso como instrumento de política es conocido por los participantes del mercado, quienes inmediatamente reaccionan a los movimientos de las variables claves dentro de su modelo de formulación de expectativas¹⁰. En la práctica, Goodhart utilizó esto para argumentar que, al perseguir la estabilidad de precios mediante la utilización de una regla monetaria, el BCE canceló de hecho la utilidad de esa regla monetaria para predecir la tasa de inflación. La hipótesis que subyace a la ley de Goodhart es que los participantes del mercado se centran todos ellos en la misma cosa. Sin embargo, dadas las diferentes tradiciones de política o pensamiento, y los diferentes contextos institucionales, es más probable que los participantes del mercado en el conjunto de la eurozona se fijen en diferentes facetas de lo que el Consejo

⁸ Para un tratamiento extenso de esta comparación, véase Brunnermeier, James y Landau (2016).

⁹ Véase, por ejemplo, la introducción en Hall y Soskice (Eds.) (2001).

¹⁰ Goodhart (2006) utilizó esta crítica para cuestionar el papel de los agregados monetarios en el marco de la política del BCE.

de Gobierno está haciendo. Como resultado, las expectativas en diferentes partes de la eurozona no descansan en los mismos cálculos, por lo que las percepciones sobre la dirección de la política monetaria deberían divergir¹¹.

Al colapsar los mercados financieros europeos durante la crisis y quedar dañado el mecanismo de transmisión de la política monetaria, las diferencias de perspectiva entre países cobraron mayor importancia. El Consejo de Gobierno perdió la capacidad de influir en las condiciones monetarias de distintas partes de la eurozona, y las percepciones del papel que debía jugar el BCE divergieron.

Estas diferencias de perspectiva son menos significativas cuando los mercados financieros europeos están fuertemente integrados y grandes participantes del mercado pueden influir en las condiciones financieras de toda la unión monetaria. En tales contextos, deja de tener sentido la típica crítica de que la “talla única” de la política monetaria implementada por el BCE no resultaba apropiada para nadie (Jones, 2009a). Es cierto que las condiciones locales variaban, e incluso que el mecanismo de transmisión del estímulo monetario en condiciones normales funcionaba de forma diferente según los países (y dependiendo de la estructura de sus finanzas). Pero el Consejo de Gobierno logró ir afianzando la economía monetaria de la eurozona y crear un sentido de “unidad dentro de la diversidad” para los Estados miembros del euro (lo cual permitió que la ambigüedad de la definición de estabilidad de precios fuese *constructiva*).

Pero al colapsar los mercados financieros europeos durante la crisis y quedar dañado el mecanismo de transmisión de la política monetaria,

estas diferencias de perspectiva cobraron mayor importancia. El Consejo de Gobierno perdió la capacidad de influir en las condiciones monetarias de distintas partes de la eurozona, y las percepciones del papel que debía jugar el BCE divergieron (Jones, 2009b). Además, pese a los esfuerzos del Consejo de Gobierno por reparar el mecanismo de transmisión y estimular la (re-)integración de los mercados financieros europeos, las disonancias siguieron siendo significativas. Como consecuencia, una misma orientación de política relativa al mismo agregado macroeconómico fue interpretada de forma diferente por los países participantes.

Las implicaciones de estas diferencias de perspectiva se mostraron plenamente en las reuniones del Consejo de Gobierno de enero y marzo de 2019. En la primera de ellas, el presidente del BCE dejó claro que otra ronda de operaciones de financiación a largo plazo (*LTRO*) se estaba moviendo hacia el centro del debate político. La lógica de la introducción de esas medidas no estaría ligada al debilitamiento de los resultados macroeconómicos, a pesar de que se estaba ya produciendo una evidencia clara de debilidad. En su lugar, la preocupación estaría basada en que las dificultades para trasladar los préstamos a largo plazo de los bancos centrales a los bancos de la periferia de la eurozona perjudicarían aún más al mecanismo de transmisión monetaria. Además, cuando el presidente del BCE anunció en la conferencia de prensa del 8 de marzo, que se había acordado una tercera ronda de operaciones de refinanciación a largo plazo con objetivo específico (*TLTRO*), dejó claro que el objetivo era mantener, pero no aumentar, la política existente de acomodación monetaria del BCE: “Estas nuevas operaciones ayudarán a preservar las condiciones favorables de los préstamos bancarios y la transmisión fluida de la política monetaria”¹². En consecuencia, el problema al que se enfrenta el BCE no es (o no solo) que no se ha alcanzado la estabilidad de

¹¹ Goodhart (2006) argumenta que, en tales situaciones, la política monetaria se vuelve más efectiva (incluso si resulta menos fácil de anticipar por los participantes del mercado): “Es un corolario de la Ley de Goodhart que las variables que se convierten en el epicentro de la política pierden su valor predictivo, mientras que las variables que dejan de ser tratadas como medidas de política recuperan capacidad predictiva” (p. 771).

¹² Este anuncio fue realizado en la conferencia de prensa del 8 de marzo de 2019; la transcripción puede consultarse en: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190307~de1fdbd0b0.en.html>

precios, sino que el BCE tiene que actuar para apuntalar la efectividad de sus instrumentos de política monetaria.

Conclusión

El BCE nunca despejará por completo la ambigüedad que rodea a la noción de estabilidad de precios. El concepto incluye demasiadas consideraciones necesarias, y las percepciones de lo que el Consejo de Gobierno está haciendo y debería hacer siempre van a variar dependiendo del contexto institucional de cada país. En ese sentido, la *forward guidance* del BCE siempre estará sujeta a cuestionamientos, interpretaciones, o incluso, directamente, a falta de credibilidad para algunos. El BCE dirá una cosa y los participantes del mercado mirarán en la dirección contraria.

Con todo, es posible que el Consejo de Gobierno reduzca esa disonancia cognitiva promoviendo la integración de los mercados financieros dentro de la eurozona, incentivando la convergencia, y elaborando una narrativa que explique cómo los precios pueden mantenerse estables para el conjunto de la eurozona pese a las obvias diferencias en las tasas de inflación de un país a otro. Como era de suponer, eso es exactamente lo que los miembros del Comité Ejecutivo del BCE han estado haciendo en sus numerosos discursos, conferencias de prensa u otras formas de comunicación con el público. Al abogar por la integración monetaria de Europa, buscan mejorar el funcionamiento de la unión económica y monetaria y fortalecer sus indicaciones prospectivas sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*). Con tales acciones, no consiguen eliminar todas las fuentes de ambigüedad, pero sus

esfuerzos por construir una unión monetaria más cohesionada pueden mejorar la efectividad de la política monetaria del BCE, tanto a nivel de percepciones como en la realidad.

Referencias

- BRUNNERMEIER, M. K., JAMES, H. y LANDAU, J. P. (2016). *The Euro and the Battle of Ideas*. Princeton: Princeton University Press.
- GOODHART, C. A. E. (2006). The ECB and the Conduct of Monetary Policy: Goodhart's Law and Lessons from the Euro Area. *Journal of Common Market Studies*, 44(4), pp. 757-778.
- HALL, P. A. (1994). Central Bank Independence and Coordinated Wage Bargaining: Their Interaction in Germany and Europe. *German Politics and Society*, 31, pp. 1-23.
- HALL, P. A. y SOSKICE, D. W. (Eds.) (2001). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- JONES, E. (2009a). European Fiscal Policy Coordination and the Persistent Myth of Stabilization. En L. S. TALANI (Ed.), *The Future of EMU* (pp. 29-53). London: Palgrave.
- (2009b). Output Legitimacy and the Global Financial Crisis: Perceptions Matter. *Journal of Common Market Studies*, 47(5), pp. 1085-1105.
- (2017). Ahora toca lo difícil: retirada de las políticas monetarias no convencionales del Banco Central Europeo. *Cuadernos de Información Económica*, 258, mayo-junio, pp. 93-103.