



Reflexiones de un ex gobernador del Banco de Reserva de India sobre la comunicación

Duvvuri Subbarao durante una conferencia de prensa del Banco de Reserva de India, en Mumbai, el 27 de enero de 2013.

La SEÑAL y el RUIDO

Duvvuri Subbarao

UNA de las ventajas —y, a la vez, una de las dificultades— de ser el gobernador de un banco central es que los mercados están pendientes de cada palabra que uno dice y tratan cada sílaba, matiz y gesto como una clave para el mercado. Esto resume tanto las oportunidades como los retos que la comunicación plantea a los bancos centrales.

Prácticamente a todos los gobernadores de bancos centrales se les ha subido a la cabeza la magia de las palabras que pronuncian, o han tenido que lamentar los efectos colaterales de una mala comunicación. La experiencia ayuda, pero no siempre garantiza que los mercados no malinterpretarán lo que uno dice. Yo aprendí sobre la marcha; y, a veces, del peor modo.

Hay grandes ejemplos en el mundo de cómo los bancos centrales aprovechan el poder de la comunicación para reforzar la eficacia de sus políticas. Horas tras los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001 en Estados Unidos, el banco central de dicho país emitió una declaración simple: “El Sistema de la Reserva Federal está abierto y en funcionamiento. La ventanilla de descuento se encuentra abierta para atender necesidades de liquidez”.

Estas dos oraciones en apariencia banales, emitidas tan pronto tras los ataques, tuvieron un gran efecto tranquilizador sobre los mercados financieros de Estados Unidos y el mundo. El “efecto anuncio” fue sorprendente.

Asimismo, cuando el derrumbe del euro parecía inminente, las célebres palabras del Presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, en abril de 2012 acerca de que el banco central haría “lo que fuera necesario” hicieron más por salvar el euro que las agotadoras cumbres, cónclaves de emergencia y comunicados categóricos de los líderes de la zona del euro.

Sin embargo, el impacto positivo de la comunicación no se limita a los momentos de crisis. Hoy, la idea generalmente aceptada es que una mayor transparencia, una divulgación activa y una comunicación más abierta siempre son buenas para los bancos centrales.

La modernización de la política monetaria

Como institución, el Banco de Reserva de India tiene en claro su responsabilidad de comunicarse con el público (no solo sobre política monetaria, sino también sobre la totalidad de su amplio mandato, que incluye la evolución del mercado financiero, gestión del sector externo, cuestiones regulatorias, impresión y distribución de moneda, y desarrollo económico).

Los preanuncios sobre la política monetaria fueron una gran y difícil innovación institucional introducida durante mi mandato. La clave de los preanuncios monetarios consiste en que el banco central da señales de cómo reaccionaría ante la evolución macroeconómica, orientando así las

expectativas del mercado y permitiendo a sus participantes realizar los ajustes necesarios.

Los preanuncios monetarios fueron —y son— un tema polémico. En el Banco de Reserva, deliberamos internamente acerca de si adoptar esta práctica. Reconocimos que no era una opción totalmente benigna, pero decidimos hacerlo porque creímos que los beneficios superaban a los costos (en especial, dada la persistente incertidumbre mundial).

En general, los preanuncios monetarios consisten en un párrafo breve en un documento de política de seis a ocho páginas, pero su redacción pone a prueba las aptitudes comunicacionales. A sabiendas de que hay una industria menor cuya finalidad consiste en analizar estas pocas oraciones y buscar mensajes en clave en palabras claras, dedicamos una cantidad desproporcionada de tiempo a debatir las palabras a emplear, los giros de las frases y los matices.

Así descubrimos varios retos inherentes a los preanuncios monetarios. Primero, las señales de un banco central sobre las medidas que podría tomar en el futuro dependen de la evolución económica. Pero los mercados tienden a ignorar las salvedades e interpretar la orientación brindada como un compromiso irrevocable. Como resultado, se ven en problemas cuando las cosas no resultan como esperaban. Por ejemplo, en nuestros exámenes de políticas de octubre y diciembre de 2011, señalamos que “el ciclo de aumentos de las tasas han alcanzado su nivel máximo y era probable que se adoptaran medidas adicionales para revertirlo”. Esto generó expectativas de una reducción de las tasas en la reunión de políticas de enero de 2012; expectativas que no se materializaron dado que la inflación no evidenció la tendencia a la baja prevista. Si bien nuestra inacción fue congruente con el preanuncio, el mercado fue implacable y consideró que no habíamos cumplido con nuestro compromiso.

Más aún, cuando las condiciones financieras son inciertas, los mercados desean más que nunca una mayor orientación y especificidad, pero es ahí precisamente cuando los bancos centrales menos pueden brindarlas. En nuestra declaración de políticas de noviembre de 2010, señalamos: “Exclusivamente en base al crecimiento actual y las tendencias de inflación, el Banco de Reserva cree que es poco probable que se adopten medidas adicionales con respecto a las tasas en el futuro inmediato. No obstante, en un mundo incierto, debemos estar listos para responder adecuadamente a los shocks que puedan originarse tanto en el contexto nacional como mundial”.

Nuestra orientación respondía a la incertidumbre interna sobre las perspectivas agrícolas y su impacto sobre el crecimiento y la inflación, y a la incertidumbre externa debido a la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. A muchos analistas les pareció útil la orientación (en especial la señal a los mercados de una posible acción sobre las tasas si la situación no evolucionaba como se esperaba); unos pocos, sin embargo, la juzgaron demasiado vaga.

A medida que avanzábamos, comprendí que los mercados no solo piden una orientación, sino también que se los “oriente sobre la orientación” (es decir, que se explique qué significa la orientación brindada). Esto puede ser delicado

dado que se piensa mucho en cómo redactar el mensaje y al intentar explicarlo se corre el riesgo de distorsionarlo.

Así, en la conferencia de prensa del examen de políticas tras el preanuncio de noviembre de 2010, me pidieron que explicara el significado de “futuro inmediato”. Respondí que nos referíamos a alrededor de tres meses; esto sugería —sin decirlo explícitamente— que no habría un aumento de la tasa de política en el examen de mitad del trimestre en diciembre de 2010 (para el que faltaban seis semanas), y que se lo consideraría en el próximo examen trimestral (en tres meses). Esta explicación generó críticas acerca de que la pausa de tres meses sugerida por la orientación era demasiado cauta y no cuadraba con nuestra declaración relativa a los riesgos para la inflación. Podríamos haber evitado las críticas de no haber hecho un preanuncio, pero creímos que hacerlo era acorde con las mejores prácticas y era nuestro deber para con los mercados.

Cómo decirlo

Si bien el Banco de Reserva ha actuado a fin de modernizar la formulación de la política monetaria, los retos usuales de la comunicación persisten. Lo que se dice (o no) es importante, pero el cómo importa aún más.

En medio de la “conmoción” causada por el repliegue del estímulo monetario el 15 de julio de 2013 (cuando los mercados del mundo reaccionaron mal a indicios de que la Reserva Federal de Estados Unidos podría aumentar las tasas de interés) tomé la medida extraordinaria de aumentar las tasas de interés para gestionar el tipo de cambio antes del examen trimestral de políticas programado regularmente. Como es comprensible, la decisión generó muchos comentarios y los usuales elogios y críticas. En el momento del examen programado (el 30 de julio), no vi necesidad de un mayor ajuste de las políticas y simplemente reiteré la necesidad de corregir desequilibrios estructurales nacionales para dar estabilidad al sector externo.

Esa tarde daba mi última conferencia de prensa como gobernador. Había esperado con entusiasmo la conferencia y pensaba que sería una especie de despedida. En vez de una ronda de preguntas sobre cuestiones sustantivas, rememoraríamos mis cinco años como gobernador. No fue el caso.

La primera pregunta fue si —y cuándo— se retirarían las medidas de contracción monetaria adoptadas para gestionar el tipo de cambio. La intención tras esta medida inusual consistía en contraer la liquidez sistémica para limitar la especulación sobre la rupia y así enviar una señal firme al mercado de la determinación del Banco de Reserva de defender la moneda. Respondí que eran medidas temporales y serían eliminadas paulatinamente una vez que el tipo de cambio recuperara estabilidad, y que era consciente de los costos económicos a corto plazo de una contracción de la liquidez, pero que no podía comprometerme a un cronograma. Mi intención era disipar los temores del mercado de que la política de contracción de la liquidez ahogara el incipiente crecimiento en un momento en que aumentaba la inquietud sobre la rápida disminución de la actividad económica.

El mercado reaccionó muy mal ante mi respuesta, y la rupia cayó de 59,63 a 60,48 respecto del dólar al cierre del mercado ese día. Se me criticó por haber sonado como si me disculpara por mi decisión de utilizar la política monetaria para defender el tipo de cambio. Los críticos afirmaron que mi preocupación por el crecimiento era inapropiada dado que el mercado esperaba que el Banco de Reserva se concentrara en el tipo de cambio con exclusión de cualquier otra inquietud.

Ahora comprendo que es posible que haya sido culpable de comunicar mal. Debería haber sabido que con la rupia bajo tanta presión, mostrarme firme y seguro sobre el tipo de cambio era mucho más importante que tranquilizarlos sobre el crecimiento. A la vez, la reacción del mercado me sorprendió, dado que mi respuesta fue prácticamente idéntica a nuestra declaración en el documento publicado. El consenso entre mis asesores fue que la crítica del “tono de disculpa” no tenía tanto que ver con el contenido de la respuesta, sino con los matices y mi lenguaje corporal.

Si bien estaba por concluir mi trabajo como gobernador, aún no había aprendido una lección básica de la comunicación: los mercados no toman lo que dicen los gobernadores al pie de la letra. ¡Al menos, había aprendido a ser oportunista, deslizando orientaciones o corrigiendo malas interpretaciones en discursos o entrevistas informales! Aproveché una teleconferencia con analistas al día siguiente para corregir la interpretación errónea. Al responder a una pregunta conexa, afirmé el “compromiso inquebrantable del Banco de Reserva” con la estabilización de la rupia y añadí que, en aquel contexto, los beneficios de la estabilidad de la rupia superaban cualquier sacrificio a corto plazo del crecimiento. Esto era totalmente congruente con lo que había dicho en la conferencia de prensa el día antes, pero esta reformulación transmitió el mensaje del modo en que el mercado deseaba escucharlo. También corregí el matiz. El día previo había dicho que *estas medidas se retirarían cuando* se estabilizara la rupia. En esta oportunidad hice un cambio sutil para afirmar que *estas medidas no se retirarían hasta* que hubiera evidencia robusta de que la rupia se había estabilizado. Tal vez eso sonó suficientemente “macho alfa”. El mercado reaccionó positivamente y la rupia recuperó rápidamente las pérdidas del día previo.

El aprendizaje nunca termina, y mi educación sobre la comunicación continuó hasta el final de mi mandato. Aprendí que a veces no es conveniente ser demasiado directo o explícito. En la conferencia de prensa tras el examen de políticas del 30 de octubre de 2011, me preguntaron si el Banco de Reserva intervendría en el mercado cambiario para aumentar las reservas. Respondí de modo directo: “No, no lo haremos”. Mi respuesta no debería haber causado ninguna sorpresa o preocupación. Dije algo obvio: en virtud de la política declarada por el Banco de Reserva, la volatilidad del tipo de cambio era la única condición que causaría una intervención cambiaria. No obstante, la rupia sufrió una fuerte presión al día siguiente, y algunos analistas me culparon por haber sido demasiado explícito y sugirieron que, más allá de mi intención, no debería haber sido tan directo.

También aprendí que nada de lo que un gobernador dice es extraoficial. A mediados de enero de 2013, en una charla en

el Indian Institute of Management en Lucknow, les expliqué a los estudiantes cómo se sobredimensiona la tensión entre crecimiento e inflación y por qué una inflación baja y constante es necesaria para un crecimiento sostenido. Mis comentarios no se referían a la situación de aquel momento; trataba de transmitir la dificultad de tomar una decisión sobre una cuestión compleja. Los medios de comunicación interpretaron mis comentarios como una señal de que se adoptaría una política más restrictiva en el próximo examen, y esto ya estaba en los medios incluso antes de que terminara de hablar.

Finalmente, aprendí la importancia de formular mejor mis mensajes para asegurar una cobertura completa y precisa. En una conferencia de banqueros, concentré mis comentarios sobre la eficacia del sistema bancario indio y cubrí distintos temas, como la relativa eficacia de los bancos públicos y privados; su gestión de activos y pasivos, normas de crédito y servicio al cliente, y el uso de la tecnología. Al pasar, hablé sobre la estructura salarial de los directores de los bancos del sector público y señalé que era necesario analizarla para atraer talento. Me sorprendió que los medios se refirieran al discurso como si lo hubiera dedicado solo a lamentar la estructura salarial de los directores de los bancos del sector público y a la necesidad de abordarla para mejorar la eficacia del sistema bancario indio. Los artículos y columnas de opinión subsiguientes incluyeron exhaustivos análisis comparativos de la estructura salarial de los directores de bancos públicos, privados y extranjeros. Algunos analistas incluyeron el exiguo salario del gobernador del Banco de Reserva en sus cuadros comparativos. Gran parte de esta información fue constructiva, pero creo que los grandes temas sobre la eficacia del sistema bancario deberían haber sido parte de la cobertura.

Resultados dispares

En mis cinco años en el Banco de Reserva, se me elogió por llevar una cultura de apertura a una institución conservadora y cerrada; por lograr que el banco fuera más transparente, receptivo y consultativo; por escuchar además de hablar, y por modernizar nuestros documentos y simplificar nuestras comunicaciones orales. Por otro lado, fui criticado por dudar de mí mismo y mostrar reticencia en vez de transmitir certeza y seguridad, por desviarme del mensaje y por hablar de modo muy directo y con poco tacto. Me elogiaron por decir lo que pensaba y me criticaron por no decir lo suficiente cuando las circunstancias lo requerían. Algunos analistas pensaron que no era el gobernador que los mercados respetan (un macho alfa segurísimo de sí); otros, que mi discreción y perfil bajo generaban respeto y ayudaban a una comunicación eficaz. Dejémoslo ahí.

Extraño muchas cosas de mis días como gobernador. Una de ellas es que ya no movilizo mercados con mis palabras. Asimismo, hay muchas cosas que disfruto de no ser gobernador. Una de ellas es que puedo hablar con libertad sin temor a movilizar mercados. ■

Duvvuri Subbarao fue Gobernador del Banco de Reserva de India entre 2008 y 2013. Este artículo se basa en un capítulo de su próximo libro, Who Moved My Interest Rate?