

La comunicación de la política monetaria en los bancos centrales en AMÉRICA DEL SUR

RAFAEL HERRADA*, FERNANDO PÉREZ**, CARLOS MONTORO*** Y PAUL CASTILLO****



* Supervisor Líder, Departamento del Programa Monetario del BCRP
rafael.herrada@bcrp.gob.pe



** Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP
fernando.perez@bcrp.gob.pe



*** Gerente de Política Económica del BCRP
carlos.montoro@bcrp.gob.pe



**** Gerente de Política Monetaria del BCRP
paul.castillo@bcrp.gob.pe

Los autores analizan cómo los bancos centrales de América del Sur han manejado la comunicación de la política monetaria. Para ello, revisan las estrategias que han desarrollado para poder transmitir sus mensajes a los distintos públicos en un contexto de cambio tecnológico e innovación digital.

I. INTRODUCCIÓN

Los bancos centrales alrededor del mundo, tanto en economías avanzadas como emergentes, han venido realizando esfuerzos para mejorar sus estrategias de comunicación. Esto se realiza con el fin de incrementar la predictibilidad de sus decisiones e influenciar las expectativas de inflación del sector privado, para potenciar así los canales de transmisión de la política monetaria. Dado lo anterior, los bancos centrales de la región no han sido ajenos a este proceso, puesto que, a la vez que se han venido consolidando los esquemas de política monetaria, han tomado también medidas destinadas a mejorar la comunicación y la transparencia de la política monetaria.

Cabe notar que 30 años atrás no existía el actual grado de consenso acerca de la importancia de la transparencia y la comunicación de la política monetaria, tanto por el lado de la academia como de los hacedores de política. De hecho, recién a partir de la década de 1990, se empiezan a observar señales claras de los bancos centrales en dicha dirección¹. Otro aspecto que debe mencionarse es que, aún en la actualidad, existen distintas estrategias de comunicación con variantes en torno a “qué”, “cómo” y “cuánto” comunicar. En la sección II de este artículo se discuten los elementos conceptuales sobre la comunicación de la política monetaria y en la sección III se analiza el impacto de las mejoras en comunicación y transparencia en la implementación de la política monetaria en América del Sur, y también se discuten los retos a futuro.

II. LA COMUNICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En esta sección se plantean y analizan las cuatro preguntas que pueden plantearse los bancos centrales en torno a la comunicación de la política monetaria: por qué comunicar, qué comunicar, cómo comunicar y cuánto comunicar.

1. ¿Por qué comunicar?

i. La comunicación contribuye a anclar expectativas

Este aspecto es más relevante en el caso de aquellos bancos centrales que han adoptado el esquema de metas explícitas de inflación. El anuncio de tales metas y el compromiso para alcanzarlas contribuyen a que las expectativas de inflación se ubiquen en torno a la meta del banco central. Asimismo, la explicación continua de las acciones y proyecciones del

banco central hace más predecibles sus acciones futuras.

En el caso de desvíos de la inflación con respecto a la meta, la comunicación puede limitar el impacto de estos desvíos sobre las expectativas de inflación. Asimismo, una comunicación efectiva puede reducir los efectos de “segunda vuelta” de choques de oferta o costos².

ii. La comunicación refuerza la transmisión de la política monetaria

Este elemento cobra relevancia cuando el canal de tasas de interés es importante. En particular, la comunicación opera como un instrumento³ adicional de la política monetaria cuando se alcanza el límite inferior cero de la tasa de interés. En ese caso, inducir expectativas de tasas bajas de corto plazo por periodos prolongados ayuda a que las tasas de interés de largo plazo se mantengan bajas.

Cabe mencionar que cuando el canal de precios de activos es también importante, la comunicación debe ser muy cautelosa, porque una comunicación inefectiva puede generar correcciones abruptas en los mercados de activos.

iii. La comunicación contribuye a reducir la incertidumbre agregada

La comunicación de las proyecciones del banco central puede contribuir a reducir la dispersión en las expectativas sobre el futuro de la economía por parte del sector privado. Adicionalmente, la comunicación sobre respuestas contingentes ante distintos escenarios reduce la probabilidad de escenarios extremos.

iv. La comunicación, y en particular la transparencia, le permite rendir cuentas al banco central

La sociedad le confiere autonomía al banco central en aras de que pueda cumplir con el objetivo que se le ha encargado. En reciprocidad con la sociedad, el banco central es transparente y comunica cómo cumple o ha de cumplir sus objetivos y metas.

2. ¿Qué comunicar?

La mayoría de bancos centrales que a la fecha han fortalecido sus estrategias de comunicación publican los siguientes elementos informativos: objetivos y metas de la política monetaria, deci-

¹ Por ejemplo, la Reserva Federal de EUA comenzó a publicar las minutas de las reuniones de política monetaria y los comunicados sobre las decisiones de política entre 1993 y 1994. Ver Cecchetti y Schoenholtz (2019).

² Ante choques de costos, como por ejemplo el precio internacional del petróleo, se denomina efecto de “segunda vuelta” al impacto sobre otros precios relacionados. En el ejemplo del petróleo, se podría esperar que el impacto directo sea sobre los combustibles y el transporte, y de “segunda vuelta” sobre todos los precios que puedan verse afectados por el transporte de carga. Comunicar enfatizando el carácter transitorio del choque podría evitar o reducir tal efecto de “segunda vuelta”.

³ Para una amplia discusión sobre la comunicación como instrumento de la política monetaria ver Weidmann (2018).

“ En cuanto al cómo comunicar, se debe tener presente que existe diversidad en audiencias, voceros y canales. En lo referente a las distintas audiencias, resulta claro que el código de la comunicación no puede ser el mismo. ”

siones de política, datos y proyecciones en que se basan las decisiones, el balance de riesgos de las proyecciones y la operatividad para llevar a cabo las decisiones de política monetaria.

El tema se torna un tanto más controversial en lo que se refiere a la publicación de minutas en las que se da cuenta de las posiciones en el comité de política monetaria y en lo relacionado a brindar al público perspectivas sobre el curso futuro de la política monetaria (*forward guidance*). Sobre el primer punto, mientras que algunos bancos centrales son transparentes hasta el grado de mostrar los resultados de las votaciones, otros prefieren publicar las decisiones como producto de un acuerdo en el seno del comité. En el caso del *forward guidance*, falta consenso en torno a si el mensaje debe ser cuantitativo o cualitativo, o si debe ser condicional al tiempo o a los datos.

3. ¿Cómo comunicar?

En cuanto al cómo comunicar, se debe tener presente que existe diversidad en audiencias, voceros y canales. En lo referente a las **distintas audiencias**, resulta claro que el código de la comunicación no puede ser el mismo. Mientras que a analistas con cierto grado de sofisticación se le puede informar sobre la operatividad de la política monetaria, al público en general se le puede explicar los objetivos y metas e informar sobre su cumplimiento. Por ejemplo, a un público juvenil que no ha experimentado episodios de alta inflación se le debe explicar la importancia del objetivo de estabilidad de precios.

Con respecto a la posible existencia de **distintos voceros**, existe el riesgo de que los mensajes se distorsionen en la medida que existan demasiados emisores⁴. Sobre el tema no existe un amplio con-

senso, puesto que, mientras que en algunos países cada miembro del comité de política monetaria tiene libertad para opinar públicamente, en otros países existen voceros oficiales (el gobernador y/o un funcionario de alto rango del *staff*). Más aún, en algunos bancos centrales los miembros del comité deben cumplir un periodo de silencio, es decir, un lapso de tiempo (1 o 2 semanas) previo a la decisión en el que no pueden emitir opiniones públicas sobre política monetaria.

En lo relacionado con los **diversos canales**, con el desarrollo de la tecnología digital, se ha incrementado la disponibilidad (oferta) y necesidad (demanda) del uso de recursos que van más allá de la página web del banco central, como son, especialmente, las redes sociales y las aplicaciones para dispositivos móviles.

4. ¿Cuánto comunicar?

Este es el tema que más controversia ha suscitado en círculos académicos, principalmente por el conocido dilema de Morris y Shin⁵. Al ser la comunicación un mecanismo de doble vía, en el que se informa y también se recibe información, demasiado de la primera puede distorsionar los mercados por el exceso de influencia del banco central. Así, la información de los mercados financieros puede perder utilidad cuando los participantes del mercado le dan demasiada importancia a los pronunciamientos del banco central. El debate no ha sido zanjado completamente, puesto que aún bajo el consenso de que la transparencia puede tener límites, no queda claro cuáles deben ser tales límites.

III. ESTRATEGIAS DE COMUNICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN AMÉRICA DEL SUR⁶

En los bancos centrales de América del Sur, los principales canales de comunicación de política monetaria son las notas informativas asociadas a las decisiones de política monetaria y las declaraciones del gobernador del banco central. Todos los bancos centrales emiten una nota de prensa asociada a la decisión de política monetaria.

Salvo un caso, todos los bancos centrales participantes anuncian con anticipación las fechas en que se tomarán las decisiones de política monetaria. Los matices se dan en la forma en que se da la anticipación. El número de reuniones para la decisión de política monetaria varía entre bancos centrales de la región. Mientras que Brasil, Chile y Colombia tienen 8 reuniones al año, Paraguay y Perú tienen 12 reuniones, y Uruguay tiene 4. Tres bancos centrales (Brasil, Chile y Colombia)

⁴ Este tema es abordado por Vissing-Jorgensen (2019).

⁵ El punto de partida de la discusión es Morris y Shin (2002). Una referencia más reciente es Shin (2017).

⁶ El análisis ha sido realizado con base en las respuestas de los bancos centrales de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay a la encuesta elaborada por el BCRP titulada "Cuestionario sobre la Comunicación de la Política Monetaria en los Bancos Centrales de América del Sur" en el mes de agosto de 2019 (Encuesta Mercosur 2019).

CUADRO 1 Encuesta de bancos centrales de América del Sur 2019: Canales de comunicación

	Arg.	Bol.	Bra.	Chi.	Col.	Par.	Per.	Uru.
Número de reuniones por año	1/	5	8	8	8	12	12	4
Anuncio de fecha de decisión		X	X	X	X	X	X	X
Periodo de silencio			X	X	X			
Conferencia de prensa asociada a la decisión		X			X		X	
Minuta			X	X	X	X		
Votación				X				
Respuestas a cuestionamientos públicos		X				X	X	
Otras conferencias de prensa	X	X	X	X	X		X	
Número de declaraciones mensuales del gobernador	1 o 2	< 1		1 o 2	1 o 2	1 o 2	1 o 2	1 o 2
Número de declaraciones mensuales del <i>staff</i>	0	< 1		0	0	1 o 2	1 o 2	0

1/ EN CONTEXTO DE CRISIS, HA TENIDO 13 REUNIONES EN 10 MESES.

tienen un “periodo de silencio”. Dentro de este, previo al anuncio de la decisión de política, ningún miembro del comité de política monetaria ni el *staff* pueden realizar declaraciones públicas sobre temas relacionados a la decisión.

La mayoría de los bancos centrales de la región no realiza una conferencia de prensa asociada a la decisión de política monetaria. Bolivia y Colombia las realizan en modo presencial, mientras que Perú desarrolla una conferencia telefónica. Únicamente dos bancos centrales no realizan eventos públicos adicionales para comunicar el accionar del banco central. En todos los demás casos es común que se lleven a cabo reuniones para presentar el Reporte de Inflación (o Informe de Política Monetaria).

Los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia y Paraguay publican minutas de la reunión en que se toma la decisión. La publicación de estos documentos –cuya extensión va de 1 página (Colombia) a 6 páginas (Paraguay)– tiene un rezago de entre 1 semana (Brasil y Colombia) y 3 semanas (Chile). La mayoría de los bancos centrales consultados ofrecen señales de futuros cambios en la política monetaria, las cuales se interpretan como *forward guidance*.

CUADRO 2 Forward guidance en el comunicado de política monetaria

	Tipo de <i>forward guidance</i>		
	Puramente cualitativo	Dependiente del tiempo	Dependiente de los datos
Argentina		X	X
Bolivia			X
Brasil	X		
Chile	X		
Perú	X		

Un tema relevante para el proceso de comunicación de la política monetaria es el tipo de información que se publica y difunde por diversas vías. Los bancos centrales principalmente publican el denominado Reporte de Inflación o Informe de Política Monetaria, un informe de estabilidad financiera, estadísticas económicas (tanto cuadros como reportes), encuestas de expectativas de mercado, estudios diversos y otras publicaciones (como resoluciones del consejo o directorio, entre otros). El Gráfico 1 proporciona información acerca de las principales variables macroeconómicas

GRÁFICO 1 Publicación de proyecciones de variables macroeconómicas

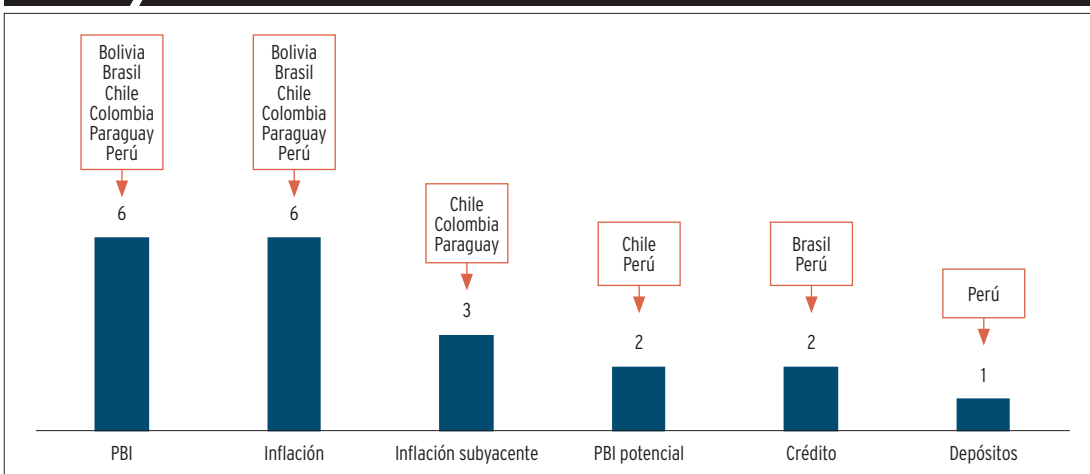
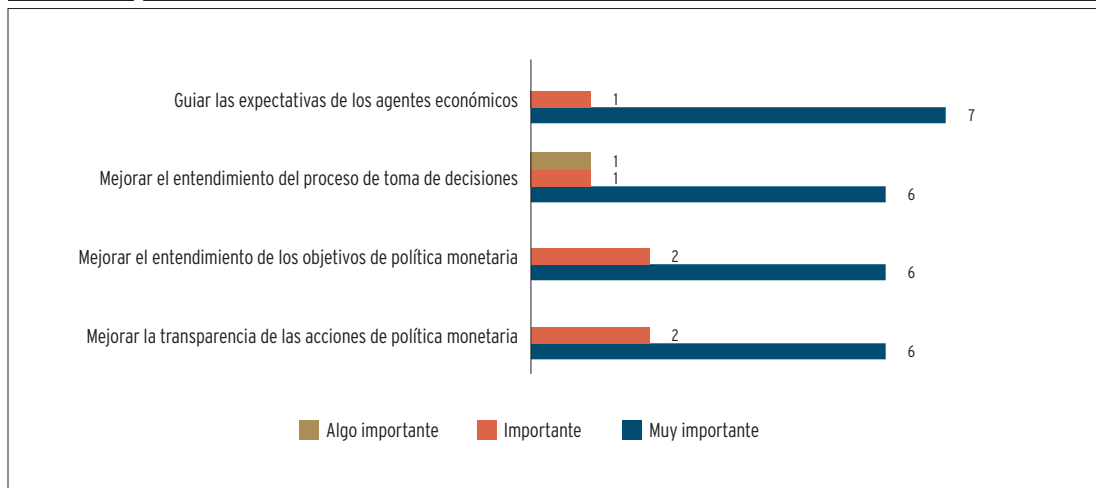


GRÁFICO 2 ■ Razones para brindar mayor información sobre acciones de política monetaria



cuyas proyecciones son publicadas por los bancos centrales.

El Producto Bruto Interno (PBI) y la inflación son las variables cuyas proyecciones son más publicadas. La mitad de los bancos centrales publica la proyección de inflación subyacente y solo un grupo reducido de países exhibe sus pronósticos de PBI potencial, crédito y depósitos. Las variables cuyas proyecciones se publican con mayor frecuencia son aquellas relacionadas con la inflación y sus determinantes (actividad económica). Sin embargo, el horizonte de proyección con el que se publica esta información varía entre bancos centrales. El documento más usado para hacer públicas estas proyecciones es el Reporte de Inflación (o Informe de Política Monetaria).

En general, existe consenso entre los bancos centrales de la región acerca de la relevancia de la estrategia de comunicación para lograr los

objetivos de la política monetaria. Asimismo, la mayoría coincide sobre la importancia de cada una de las cuatro razones para brindar más información al público sobre las acciones de política monetaria planteadas en el cuestionario Mercosur 2019: (i) mejorar la transparencia, (ii) mejorar el entendimiento de los objetivos de la política monetaria, (iii) mejorar el entendimiento del proceso de toma de decisiones y (iv) guiar las expectativas de los agentes económicos.

En línea con la importancia reconocida al tema de la comunicación, en casi todos los casos, los bancos centrales perciben que la transparencia ha mejorado. Aunque no todos declaran realizar estudios sobre la efectividad de los canales de comunicación, en general identifican aspectos de mejora efectiva. Entre las mejoras citadas en las respuestas del cuestionario, figuran temas como el calendario de publicación del reporte de inflación, el aumento de la frecuencia de publicación de informes de política monetaria, la mayor frecuencia de publicación de estadísticas económicas y el uso de canales digitales en Perú. En cuanto a las perspectivas futuras sobre la comunicación de los bancos centrales, existe coincidencia unánime en que se incrementará el nivel de información actual.

Aunque en ningún caso se declara que siempre se ha logrado que los participantes del mercado anticipen la dirección y la magnitud de las decisiones de política monetaria, en general se identifica cierto grado de predictibilidad.

Sin embargo, la mayoría de los bancos centrales participantes considera que la publicación de proyecciones internas tendría un impacto negativo sobre la manera en que forman expectativas los agentes económicos. Entre los impactos negativos identificados están (i) sobrerreacciones en

GRÁFICO 3 ■ Anticipación de los participantes del mercado de la dirección y magnitud de las decisiones de política monetaria en los últimos años

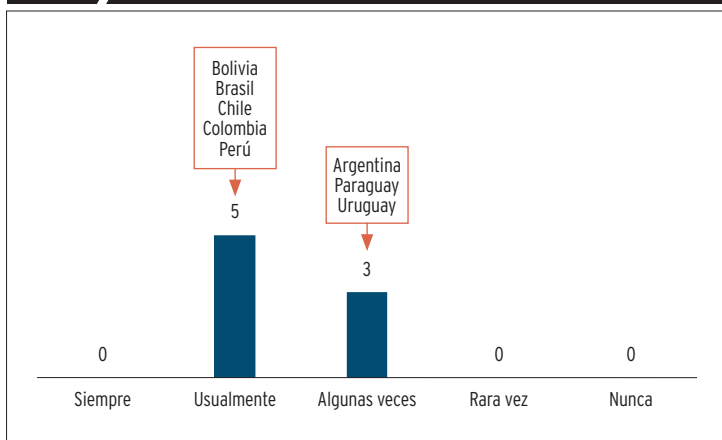
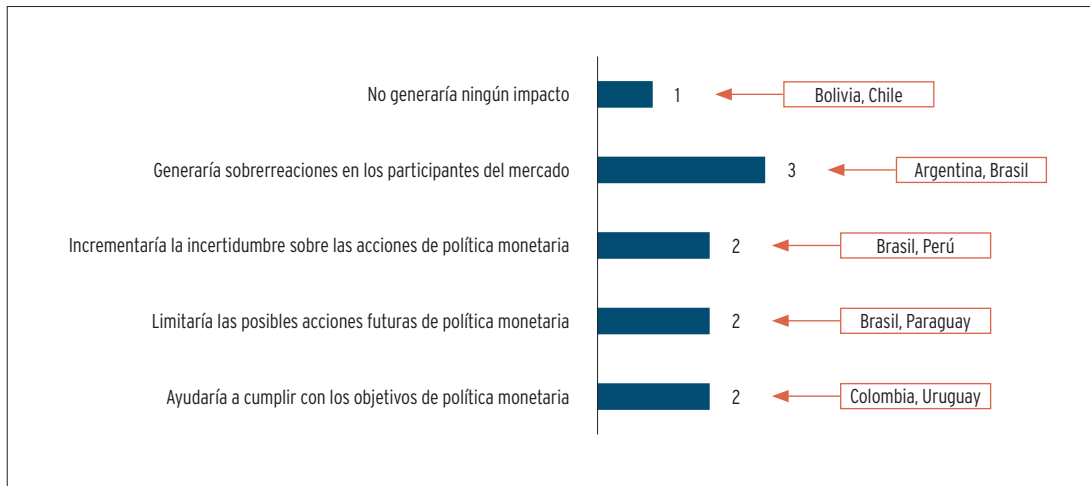


GRÁFICO 4 ■ Impacto más probable de publicar las proyecciones internas



los participantes del mercado, (ii) mayor incertidumbre sobre las acciones de política monetaria y (iii) un límite a las acciones futuras de política monetaria. Por otro lado, dos bancos centrales consideran que dicha medida ayudaría a cumplir con los objetivos de política monetaria. Solo un banco central sostiene que no generaría ningún impacto.

IV. CONCLUSIONES

En los últimos años, los bancos centrales de América del Sur han tomado medidas para mejorar la efectividad y su estrategia de comunicación de política monetaria. Estas medidas han estado orientadas a mejorar la cantidad y calidad de información que brindan al público, simplificar mensajes y acercarse a la población a través de capacitaciones y eventos de difusión, enfatizando la racionalidad de las decisiones adoptadas y el impacto e importancia de las mismas. Asimismo, han ampliado sus canales de comunicación, incluyendo el uso de nuevos canales digitales como redes sociales. Esta mejora en la comunicación se puede observar en la mayor predictibilidad de sus acciones.

Uno de los principales retos de los bancos centrales de la región es el de comunicarse con distintas audiencias. Por ello, los bancos centrales han desarrollado diversas estrategias enfocadas a mejorar la comunicación con distintos tipos de receptores, principalmente con distintos grados de comprensión de temas económicos.

En los últimos años la mayoría de los bancos centrales consultados ha incluido en su comunicación señales sobre futuros cambios en la política monetaria (*forward guidance*). Estas se enfocan en explicar cómo cambiaría la posición del banco central ante distintos escenarios, con el objetivo de guiar expectativas y reducir la incertidumbre con respecto a las futuras acciones de política monetaria.

Entre otros retos que enfrentan los bancos centrales respecto a la comunicación se encuentran el explicar el uso y la racionalidad de la implementación de medidas no convencionales. Además, la comunicación de la banca central debe tomar en cuenta el contexto de mayor innovación tecnológica y de una acelerada transformación digital.

REFERENCIAS

- **Cecchetti, S. & Schoenholtz, K. (2019).** *Improving U.S. Monetary Policy Communications*. (CEPR Discussion Paper No. DP13195). New York: SSRN.
- **Morris, S. & Shin, H. S. (2002).** Social value of public information. *American Economic Review*, 92 (5), 1521-1534.
- **Shin, H. S. (2017, noviembre).** ¿Pueden hablar mucho los bancos centrales? (Can Central Banks talk too much?) Discurso presentado en la Conferencia del BCE sobre Desafíos de la comunicación para la efectividad de la política, responsabilidad y reputación. Frankfurt: Alemania.
- **Vissing-Jorgensen, A. (2019).** *Central Banking with Many Voices: The Communications Arms Race*. [Presentado en la XXIII Conferencia Anual del Banco Central de Chile (BCE)]. Santiago de Chile: BCE.
- **Weidmann, J. (2018).** Central Bank Communication as an instrument of monetary policy. Lecture by Dr. Jens Weidmann, President of the Deutsche Bundesbank and Chairman of the Board of Directors of the Bank for International Settlements, at the Centre for European Economic Research. Mannheim: Alemania.