



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

La comunicación de la política monetaria en los bancos centrales de América del Sur

Paul Castillo, Rafael Herrada, Carlos Montoro y Fernando Pérez*

* Banco Central de Reserva del Perú

DT. N°. 2019-011
Serie de Documentos de Trabajo
Working Paper series
Diciembre 2019

Los puntos de vista expresados en este documento de trabajo corresponden a los de los autores y no reflejan necesariamente la posición del Banco Central de Reserva del Perú.

The views expressed in this paper are those of the authors and do not reflect necessarily the position of the Central Reserve Bank of Peru

LA COMUNICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LOS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA DEL SUR¹

Paul Castillo B., Rafael Herrada, Carlos Montoro y Fernando Pérez*

21 de noviembre de 2019

Resumen

En las últimas dos décadas, los bancos centrales alrededor del mundo han venido realizando esfuerzos significativos para mejorar sus estrategias de comunicación y los bancos centrales de la región no han sido ajenos a este proceso. En este contexto de mejora, los principales canales de comunicación de política monetaria de la región son los comunicados o notas informativas asociadas a las decisiones de política monetaria y las declaraciones del gobernador del banco central. En la mayoría de estos casos, se ofrecen señales de futuros cambios en la política monetaria (*forward guidance*). Los principales retos a futuros en términos de comunicación para los bancos centrales de la región son: (i) la forma de comunicar a distintas audiencias; (ii) mejorar la comunicación con el público juvenil; (iii) contar con instrumentos formales para la evaluación y el diseño de la estrategia de comunicación; y (iv) mejorar la comunicación en el contexto de mayor innovación tecnológica y de una acelerada transformación digital.

Palabras clave: Comunicación, Política Monetaria, Mercosur

Clasificación JEL: E52; E58; E61

¹ Documento elaborado para la XXXVII Reunión de Presidentes de Bancos Centrales de América del Sur. Por favor no citar.

* Los autores pertenecen a la Gerencia de Política Monetaria del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y agradecen la asistencia técnica de Renato Campos y Miriam Luna, así como también agradecen a los participantes del XXXVII Encuentro de Economistas del BCRP, en especial a Javier Escobal por sus valiosos comentarios. Agradecen también a los colaboradores de los Bancos Centrales de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay y Uruguay por responder oportuna y eficazmente a la encuesta 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).

LA COMUNICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LOS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA DEL SUR

“Monetary Policy is 98% talk and only 2% action”

B. Bernanke (2015)

I. Introducción

En las últimas dos décadas, los bancos centrales alrededor del mundo han venido realizando esfuerzos significativos para mejorar sus estrategias de comunicación². Con ello, los bancos centrales buscan incrementar la predictibilidad de sus decisiones de política monetaria, e influenciar las expectativas de inflación del sector privado, potenciando así los canales de transmisión de la política monetaria. Adicionalmente, una buena comunicación permite que los bancos centrales brinden información pública al mercado, con lo cual se reduce la incertidumbre de la economía. Así, “cuando la política monetaria es transparente y efectiva, las personas en la economía y en los mercados financieros responden a los datos, no a los hacedores de política”, Cecchetti y Schoenholtz (2019). Es por ello que una adecuada comunicación y transparencia son características fundamentales de una estrategia efectiva de política monetaria. Mayor transparencia favorece además una adecuada rendición de cuentas, y con ello se legitima la independencia de los bancos centrales ante la sociedad.

Los bancos centrales de la región no han sido ajenos a este proceso de mejoramiento en las estrategias de comunicación. Durante las últimas décadas, a la vez que se han venido consolidando los esquemas de política monetaria³, los bancos centrales de América del Sur han tomado medidas destinadas a mejorar la comunicación y la transparencia de la política monetaria. De esta forma, el mejor manejo de la política monetaria y su mayor credibilidad han contribuido a tasas de inflación (y expectativas de inflación) más bajas y menos volátiles. Para este mejor desempeño macroeconómico, el rol de la comunicación en la formación de expectativas de los agentes económicos ha jugado un rol muy importante. Este documento analiza el impacto de las mejoras en comunicación y transparencia en la implementación de la política monetaria, y se discuten los retos futuros que en materia de comunicación enfrentan los bancos centrales de la región. El análisis sido realizado en base a 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).

El principal canal de comunicación de política monetaria de la región 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. El 38 por ciento además acompaña la nota de prensa con una conferencia de prensa en la que se explican la racionalidad de la decisión, y se responden preguntas sobre la misma. Para facilitar este proceso de comunicación, la mayoría de bancos centrales publican con anticipación la fecha de las reuniones de política monetaria. La comunicación activa de las acciones de política monetaria incrementa el impacto de estas acciones sobre los mercados financieros.

² Este año la FED ha realizado una revisión profunda de su esquema de política monetaria, con énfasis especial en su estrategia de comunicación (Conference on Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices (A Fed Listens Event), June 4-5, 2019, Federal Reserve Bank of Chicago).

³ Ver anexo 1 para una descripción de los esquemas de política monetaria en la región.

Los bancos centrales han desarrollado protocolos que minimizan el impacto sobre las expectativas de contar con diferentes voceros informales. Por ejemplo, algunos bancos centrales tienen un periodo de “silencio” previo a la decisión de política monetaria, y/o se encuentra previamente pre-establecido qué miembros del comité de Política Monetaria o del personal técnico del banco central puede dar declaraciones públicas y cuándo.

La mayoría de los bancos centrales consultados ofrecen señales de futuros cambios en la política monetaria, las cuales interpretan como *forward guidance*. La mayoría considera su tipo de *forward guidance* como puramente cualitativo, es decir explican cualitativamente (pero no cuantitativamente) cómo cambiaría la posición del banco central ante distintos escenarios.

Sin embargo, la mayoría de los bancos centrales participantes consideran que la publicación de proyecciones internas tendría un impacto negativo sobre la manera en que forman expectativas los agentes económicos. Entre los impactos identificados están: (i) sobrerreacciones en los participantes del mercado, (ii) mayor incertidumbre sobre las acciones de política monetaria, y (iii) un límite a las acciones futuras de política monetaria. Sólo un banco central sostiene que podría ayudar a cumplir con los objetivos de política monetaria.

Las declaraciones públicas oficiales sobre el accionar de los bancos centrales usualmente son realizadas por los gobernadores o miembros del grupo encargado de la decisión de política monetaria. Sólo en Bolivia, Paraguay y Perú, el personal técnico de alto nivel también realiza ese tipo de declaraciones. El número promedio de declaraciones se ubica entre 1 y 2 al mes.

La forma en que se comunica la información a distintas audiencias constituye uno de los principales retos hacia el futuro de los bancos centrales. De hecho, los bancos centrales de la región describen, en sus respuestas del cuestionario, las estrategias con las que vienen enfrentando el reto de comunicarse con distintos tipos de receptores, principalmente con distintos grados de comprensión de temas económicos.

En particular, los principales retos a futuros en términos de comunicación para los bancos centrales de la región son:

- **Mejorar la comunicación con el público juvenil.** En algunos casos se enfatiza el tema de los nuevos medios de comunicación empleados por los más jóvenes, mientras que en otros la preocupación se basa en que la población joven no ha experimentado episodios de alta inflación, lo que podría reducir su valoración de mantener la inflación baja.
- **Contar con instrumentos formales para la evaluación y el diseño de la comunicación.** Se plantea que el banco central de Bolivia plantea que es necesario profundizar los avances en estudios empíricos sobre comunicación y optimizar las encuestas de expectativas económicas.
- **Mejorar la comunicación de la racionalidad de la implementación de medidas no convencionales y en el contexto de mayor innovación tecnológica y de una acelerada transformación digital,** lo cual generará mayores cambios tanto en los canales de difusión de la información como también en la estructura de la economía.

El resto del documento se divide de la siguiente manera. En la segunda sección se discute la importancia de la comunicación en la política monetaria. En la tercera sección se revisan los

canales de comunicación de la política monetaria en los países de América del Sur. En la cuarta sección se discute el tipo de información difundida y sus características. La quinta sección se dedica al tema de la efectividad de la estrategia de comunicación de la política monetaria. La sexta sección contiene la discusión sobre los principales retos hacia el futuro. Finalmente, en la séptima sección se exponen las conclusiones de este trabajo.

II. La importancia de la Comunicación en la Política Monetaria

Las estrategias de comunicación de la política monetaria, en particular en lo referente a los comunicados sobre las decisiones de política y la información contenida en los documentos publicados (estadísticas y proyecciones), varían entre bancos centrales en función a los distintos marcos de política monetaria implementados. Aquellos que han adoptado el esquema de metas de inflación, gradualmente han ido incorporando mayores elementos de comunicación en su estrategia de política monetaria con el objetivo de anclar las expectativas de inflación, y fortalecer el canal de transmisión de tasas de interés, mientras que aquellos bancos centrales que no implementan su política monetaria con el esquema de metas de inflación, han concentrado sus esfuerzos de comunicación no solo en el anclaje de expectativas de inflación, sino también en educar sobre cómo opera su estrategia de política monetaria⁴.

La literatura reciente resalta la importancia de la comunicación en la efectividad de la política monetaria, y en la reducción de la incertidumbre macroeconómica.

Mediante una comunicación adecuada los bancos centrales pueden explicar al público sus acciones y objetivos. De esta manera, se da mayor predictibilidad a sus decisiones de política y se puede influenciar en las expectativas de inflación del sector privado, potenciando así los canales de transmisión de la política monetaria.

Mediante la comunicación los bancos centrales brindan información pública al mercado, la cual reduce la incertidumbre de la economía. Cuando la información que brindan los bancos centrales es de mejor calidad o mayor precisión, los agentes económicos la valoran más y le dan mayor peso en su toma de decisiones (Morris y Shin, 2002), lo cual reduce la dispersión y la incertidumbre de información entre ellos. Así, la calidad de la información provista por los bancos centrales genera un mayor bienestar en la población⁵.

Sin embargo, existe un dilema (*trade-off*) respecto a cuánta información los bancos centrales deben dar al mercado. Al ser la comunicación un mecanismo de doble vía, en el que se informa, pero también se recibe información, demasiado de la primera puede distorsionar los mercados por el exceso de influencia del banco central (Shin, 2017). 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. Como menciona Shin, en estos casos los bancos centrales podrían estar escuchando su propio eco, en lugar de recibir señales de los mercados sobre la verdadera situación de la economía⁶.

⁴ Si bien existen varios instrumentos de política que puede utilizar los bancos centrales, se debe tener en cuenta que la comunicación de la política monetaria puede también ser considerada un instrumento adicional (Weidmann, 2018), dado que de esta manera es posible también afectar a los mercados financieros

⁵ Si bien el mensaje de este documento se interpretó inicialmente en contra de la transparencia de los bancos centrales, Svensson (2006) aclara que en realidad es pro-transparencia, y que sólo en casos de extrema precisión se podría perjudicar el efecto macroeconómico de dichas acciones. Finalmente, Morris, Shin y Tong (2006) le dan la razón a Svensson.

⁶ Morris y Shin (2005) refuerzan el argumento en donde la mayor transparencia incrementa el nivel de bienestar, aunque reconocen que existe un trade-off entre revelar mayor información sobre las proyecciones y, con ello,

Por esta razón, es necesario tener algunos criterios para determinar cuál es la cantidad óptima de información que deben dar los bancos centrales a los mercados. Por ejemplo, Cecchetti y Schoenholtz (2019) recomiendan que los bancos centrales deberían enfocarse a reducir la incertidumbre respecto a sus propias acciones: “cuando la política es transparente y efectiva, las personas en la economía y en los mercados financieros responden a los datos, no a los hacedores de política”.

Otros temas importantes en la discusión reciente son: (i) cómo enfrentar la necesidad de comunicar las acciones y proyecciones del banco central a diferentes audiencias, tomando en consideración el diferente grado de instrucción de los agentes del público para entender temas económicos; (ii) el impacto sobre las expectativas de contar con diferentes voceros informales del banco central (Vissing-Jorgensen (2019)); (iii) la discusión sobre la conveniencia del “forward guidance” para inducir el perfil de las expectativas de los agentes económicos, y (iv) cómo se debe afinar el aspecto comunicacional de la política monetaria cuando se está cerca del “zero effective lower bound” (ZELB) y los bancos centrales deben aplicar medidas no convencionales como parte de una respuesta anticíclica.

III. Canales de comunicación de los bancos centrales

La comunicación de las decisiones de política monetaria cumple un rol fundamental en la formación de las expectativas de los agentes económicos. La mejor comprensión de la decisión sobre el nivel del instrumento de política monetaria y de la postura de política de las autoridades, permite un mejor funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria y que el banco central sea más creíble en torno al cumplimiento de sus objetivos. El cuadro 3 resume los resultados de la Encuesta Mercosur 2019 en lo referente a los canales de comunicación de la política monetaria.

Cuadro 1
ENCUESTA MERCOSUR 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		
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 staff	0	<1		0	0	1 o 2	1 o 2	0

1/ En contexto de crisis, ha tenido 13 reuniones en 10 meses.

El principal canal 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. El 38 por ciento además acompaña la nota de prensa con una conferencia de prensa en la que se explican la racionalidad de la decisión, y se responden

quitarle valor a las señales privadas con las que cuentan los agentes económicos. Más adelante, Morris y Shin (2010) analizan el caso de comunicación óptima de la banca central, donde encuentran que existe también un trade-off entre la precisión y la fragmentación de la comunicación, teniendo en cuenta que los agentes económicos sólo acceden con precisión a un subconjunto de señales.

preguntas sobre la misma. Para facilitar este proceso de comunicación, la mayoría de bancos centrales publican con anticipación la fecha de las reuniones de política monetaria.

Salvo Argentina, todos los bancos centrales participantes anuncian con anticipación las fechas en las cuales se tomarán las decisiones de política monetaria. Los matices se dan en la forma en que se da la anticipación. Por ejemplo, Brasil anuncia el cronograma en junio del año previo, Chile hace lo propio en setiembre del año anterior. Perú y Colombia hacen el anuncio hacia el final de cada año, con la diferencia de que Colombia sólo publica el cronograma del primer semestre (el correspondiente al segundo semestre lo publica durante los dos primeros meses del año). Por su parte, Paraguay anuncia el cronograma al inicio del año calendario, mientras que Uruguay anuncia en cada comunicado trimestral la fecha genérica (mes/año) de la siguiente reunión (con el correr del trimestre se anuncia la fecha exacta).

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. En el caso de Chile, a partir de 2018 se redujo la frecuencia anual de las reuniones de política monetaria de 12 a 8, con lo que ahora 4 de ellas coinciden con la publicación del Informe de Política Monetaria (IoPM), y se aumentó la duración de la reunión de 1 día a 2, excepto cuando coincide con la publicación del IPoM. En los bancos centrales que no aplican el esquema de metas de inflación, se tienen consideraciones especiales:

- Argentina ha tenido 13 reuniones en los 10 meses que lleva vigente el nuevo régimen de política monetaria (meta de base monetaria desde octubre de 2018), en un periodo de alta volatilidad.
- En Bolivia, el régimen de política monetaria contempla una primera reunión a principios de cada año para la elaboración de un Programa Fiscal Financiero, donde se acuerdan las metas monetarias y fiscales entre el Banco Central de Bolivia y el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. Posteriormente, se realizan reuniones trimestrales para el seguimiento a dicho Programa y para establecer los lineamientos de política monetaria para el siguiente trimestre⁷.

Tres bancos centrales (Brasil, Chile y Colombia) tienen un “periodo de silencio”. Dentro de este periodo, 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. Este elemento constituye la característica más saltante en lo referente a la existencia de protocolos sobre las declaraciones en la prensa con antelación a la reunión de política monetaria.

La mayoría de los bancos centrales de la región no realiza una conferencia de prensa asociada a la decisión de política monetaria. Entre los países que sí lo hacen, Bolivia y Colombia realizan conferencias de prensa presenciales⁸, mientras que Perú desarrolla una conferencia telefónica. Por otra parte, **la mayoría de los bancos centrales participantes no responden a eventuales cuestionamientos públicos a las decisiones de política**

⁷ Asimismo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) realiza reuniones semanales (todos los miércoles, salvo aviso en contrario) donde se toman decisiones acerca de todas las operaciones monetarias (oferta, tasas, nuevos instrumentos, entre otros) enmarcadas en los lineamientos trimestrales de política monetaria.

⁸ Adicionalmente, Bolivia y Colombia difunden la conferencia vía *live streaming*.

monetaria. Bolivia, Paraguay y Perú tienen abierta la posibilidad de hacerlo vía notas de prensa o declaraciones orales.

En todos los casos el anuncio de la decisión es de tipo cuantitativo. La mayoría complementa el anuncio numérico con elementos cualitativos, los cuales están relacionados con la justificación de la postura de política monetaria, especialmente los indicadores macroeconómicos (y sus expectativas o proyecciones) que respaldan la decisión.

Únicamente dos bancos centrales (Paraguay y Uruguay) no realizan conferencias adicionales para comunicar el accionar del banco central. En todos los demás casos es común que se lleven a cabo conferencias para presentar el Reporte de Inflación (o Informe de Política Monetaria). No obstante, las conferencias de prensa que se realizan no se circunscriben únicamente a dicha presentación, pues los bancos centrales consultados reportan diversos fines relacionados con el quehacer del banco central (por ejemplo, en Argentina, la difusión de la inflación minorista o la presentación del informe de estabilidad financiera).

Las declaraciones públicas oficiales sobre el accionar de los bancos centrales usualmente son realizadas por los gobernadores o miembros del grupo encargado de la decisión de política monetaria. Sólo en Bolivia, Paraguay y Perú, el personal técnico de alto nivel también realiza ese tipo de declaraciones. El número promedio de declaraciones se ubica entre 1 y 2 al mes⁹.

Varios bancos centrales de la región publican minutas. Los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia y Paraguay publican minutas. La publicación de las minutas de la reunión en que se toma la decisión tiene un rezago de entre 1 semana (Brasil y Colombia) y 3 semanas (Chile) y tienen una extensión que va de 1 página (Colombia) a 6 páginas (Paraguay). Todos los bancos centrales participantes emiten comunicados sobre la decisión de política monetaria y publican reportes de inflación (o informes de política monetaria). Los países que no publican minutas utilizan otros medios (conferencias de prensa, reporte de inflación) para comunicar al público la racionalidad de sus decisiones.

Cuadro 2
INFORMACIÓN DIFUNDIRA DESPUÉS DE LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

	Conferencia de Prensa	Minuta	Reporte de inflación
Argentina	No	No	Sí
Bolivia	Sí	No	Sí
Brasil	No	Sí	Sí
Chile	No	Sí	Sí
Colombia	Si	Sí	Sí
Paraguay	No	Sí	Sí
Perú	Sí	No	Sí
Uruguay	No	Si	Sí

La mayoría de los bancos centrales consultados ofrecen señales de futuros cambios en la política monetaria, las cuales interpretan como *forward guidance*. Únicamente Colombia, Paraguay y Uruguay declaran no ofrecer señales de cambios futuros. Entre los que

⁹ Únicamente Bolivia reporta un promedio mensual inferior a 1.

sí lo hacen, la mayoría considera su tipo de *forward guidance* como puramente cualitativo, es decir explican cualitativamente (pero no cuantitativamente) como cambiaría la posición del banco central ante distintos escenarios. Sólo Argentina y Bolivia lo interpretan como dependiente del tiempo o dependiente de los datos.

Cuadro 3
FORWARD GUIDANCE EN EL COMUNICADO DE POLITICA MONETARIA

	Señales de futuros cambios	¿Considera esas señales <i>forward guidance</i> ?	Tipo de <i>forward guidance</i>		
			Puramente cualitativo	Dependiente del tiempo	Dependiente de los datos
Argentina	Sí	Sí		X	X
Bolivia	Sí	Sí			X
Brasil	Sí	Sí	X		
Chile	Sí	Sí	X		
Colombia	No	.-			
Paraguay	No	.-			
Perú	Sí	Sí	X		
Uruguay	No	.-			

Recuadro 1

Estilo de los Comunicados de Política Monetaria

Actualmente existen diversos índices para medir la legibilidad (facilidad para la lectura) de un documento. Dos de los más conocidos son los índices Flesch (1948, *Flesch Reading Ease*) y su variante Flesch-Kinkaid¹⁰. El problema de estos índices es que han sido diseñados para el idioma inglés, por lo que su aplicación a textos en otro idioma no es directa. Para evitar tener que traducir los textos e incurrir en sesgos, existen disponibles variantes del índice Flesch para su aplicación a textos en español. Los más populares son el índice Fernández-Huerta y el índice Flesch-Szigriszt.

El índice Fernández Huerta (1959) está basado en una fórmula similar a la del índice Flesch, pero con distintas ponderaciones:

$$\text{Índice Fernández-Huerta} = 206,84 - 60 (S/P) - 1,02 (P/F)$$

¹⁰ En 1976 la Marina de EUA convocó a un equipo liderado por John Kinkaid para perfeccionar el índice Flesch.

donde S es el número de sílabas, P es el número de palabras y F es el número de frases. Cuánto más alto el índice más fácil es la lectura del texto, mientras que cuanto más bajo el nivel indica una mayor dificultad. El índice también se puede asociar a un determinado grado de escolaridad (medido en años de estudios), según una tabla planteada Fernández-Huerta (1959).

El índice Flesch-Szigriszt (1993), también conocido como de perspicuidad, fue propuesto por Francisco Szigriszt Pazos. Tal como el de Fernández-Huerta, se basa en el índice Flesch y también contempla una tabla de grados de escolaridad para su interpretación.

$$\text{Índice Flesch-Szigriszt} = 206,835 - 62,3 (S/P) - (P/F)$$

La siguiente tabla presenta ambos índices¹¹ aplicados a los comunicados de política monetaria de cuatro bancos centrales (emitidos en lo que va de 2019): Chile, Colombia, México y Perú. Como puede apreciarse, los índices más altos se obtienen para Perú (equivalentes a 7 años de escolaridad), mientras que los más bajos corresponden a México (equivalentes hasta más de 13 años de escolaridad). Como referencia en la primera columna se indica el número de palabras promedio en cada comunicado. Tal como se observa, el comunicado de México es el más extenso.

**Índices de Legibilidad en español: promedio simple
(comunicados emitidos en lo que va de 2019)**

	Número de palabras promedio	Fernández-Huerta		Flesch-Szigriszt	
		Índice	Grado	Índice	Grado
Chile	812,4	64,7	8-9	60,7	8-9
Colombia	359,0	64,1	8-9	58,6	>=10
México	1634,3	52,8	>=10	48,7	>=13
Perú	436,4	75,7	7	71,51	7

En el Anexo 2 se incluye un análisis de los temas mencionados en la explicación de la decisión de cambios en la tasa de política monetaria en los comunicados de estos cuatro países.

Todos los bancos centrales consultados cuentan con un equipo profesional interdisciplinario especializado en comunicación. Los diferentes especialistas participan en las distintas etapas del proceso de comunicación de la política monetaria, aportando su experiencia en campos diversos como relaciones públicas y contacto con medios de prensa, la administración de páginas web y redes sociales y la elaboración de material audiovisual, entre otros.

Equipos especializados en comunicaciones

Argentina	El BCRA cuenta con un área específica para la comunicación y estrategia de la política monetaria (Gerencia Principal de Estrategia y Comunicación de la Política Monetaria) y con un área para cuestiones generales de comunicación (Gerencia Principal de Comunicación). La primera está integrada por economistas; la segunda, por distintos profesionales expertos en comunicación institucional.
Bolivia	El BCB cuenta con un área especializada en comunicación y relacionamiento institucional. Los integrantes de este equipo son personal técnico y ejecutivo con

¹¹ Calculados usando el portal de internet <https://ripley.psychology.hhu.de/koRpus/>

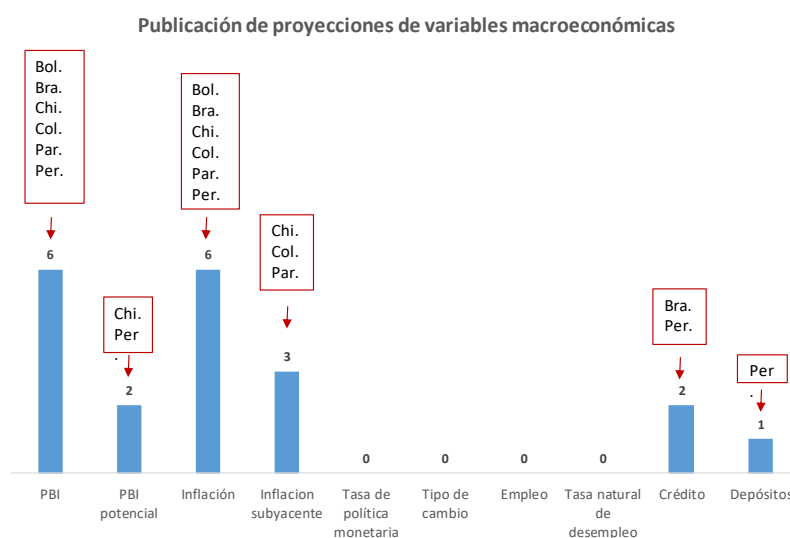
	formación en ciencias de la comunicación, en su mayoría, y con experiencia específica en: planificación, organización y ejecución de eventos institucionales; gestión de material informativo; monitoreo de noticias relevantes; administración de publicaciones institucionales; gestión de redes sociales; entre otras.
Brasil	El equipo cuenta con profesionales de relaciones públicas, periodistas, publicistas y diseñadores, analistas que escriben sobre el entorno económico (informes técnicos, reporte de inflación, etc.).
Chile	Las comunicaciones de las políticas del banco se realizan por un equipo que abarca principalmente a economistas pertenecientes a la gerencia de comunicación y estrategia de política monetaria, perteneciente a la División de Política Monetaria. El equipo se complementa con profesionales del área de comunicaciones de la División de Asuntos Institucionales (mayoritariamente periodistas).
Colombia	<p>El Departamento de Comunicación y Educación Económica del Banco de la República está compuesto por dos subdirecciones, una de Comunicaciones Externas y otra de la Relaciones Institucionales y Protocolo. A su vez cada una de estas secciones está compuesta por diversas secciones. La Subdirección de Comunicaciones externas es la encargada de manejar las redes sociales, los portales institucionales, de generar contenidos audiovisuales, del diseño de piezas gráficas para los distintos medios de comunicación, y de mantener relaciones estrechas con los periodistas económicos. Para ello cuenta con una sección de comunicación externa en la que se concentra el manejo de redes sociales y la generación de contenido audiovisual, y otra sección de Diseño y web, encargada de los portales institucionales y del diseño de piezas gráficas. El encargado de esta subdirección es responsable de las relaciones con los periodistas y con los medios de comunicación tradicionales.</p> <p>La Subdirección de Relaciones Institucionales y Protocolo por su parte, cuenta con la sección de relacionamiento institucional interno, encargada del manejo de las relaciones con los empleados y colaboradores del Banco; la sección de protocolo y Eventos encargada de la organización y planeación de eventos, y el manejo de las relaciones públicas de la Junta Monetaria y del Gobernador en el país. Y una sección cuyo fin es promover la educación económica, y explicar las funciones y el rol del banco Central en la economía al público colombiano en general.</p> <p>Dada la diversidad de actividades y funciones que hay al interior del Departamento, los perfiles de sus miembros varían dependiendo de su rol. La dirección está a cargo de una economista, lo que permite que la relación del departamento con las áreas técnicas del Banco y el cuerpo directivo sea mucho más fluida. El subdirector de Comunicación Externa es un comunicador social, y su equipo está compuesto por comunicadores, diseñadores, ingenieros y personas especializadas en el manejo de equipos audiovisuales. La Subdirectora de Relaciones Institucionales y Protocolo, es economista e internacionalista, lo que facilita la generación de contenidos para el área de educación económica, la comunicación de decisiones de política monetaria, y el manejo de las relaciones institucionales; su equipo está compuesto por economistas, comunicadores sociales y diseñadores.</p>
Paraguay	Los integrantes del equipo de comunicación cuentan con títulos de estudios relacionados a comunicación y diseño gráfico.
Perú	<ul style="list-style-type: none"> • Economistas: revisión de reportes técnicos y redacción de notas informativas. • Ingenieros de sistemas: gestión del portal de internet y de redes sociales. • Comunicador: elaboración de material audio visual, imágenes y textos. • Periodistas: revisión de contenidos, gestión con prensa y difusión de notas informativas. <p>La Subgerencia de Información, dentro de la Gerencia de Comunicaciones, supervisa el trabajo del Departamento de Publicaciones Económicas y del Departamento de Prensa para la difusión de la información económica proveniente de las áreas técnicas. El Departamento de Publicaciones Económicas elabora los</p>

	contenidos para difusión en formatos impresos, correos electrónicos, portal de internet y redes sociales. El Departamento de Prensa revisa y gestiona su difusión en medios escritos y digitales de diarios, radio y televisión.
Uruguay	El Equipo está integrado por 6 Licenciados en Comunicación, 2 Economistas y 2 Administrativos.

IV. Tipo de información difundida y sus características

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 variables macroeconómicas cuyas proyecciones son publicadas por los bancos centrales.

Gráfico 1



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 sólo un grupo reducido de países exhibe sus pronósticos de PBI potencial, crédito y depósitos.

Ningún banco central publica proyecciones de tasa de política, tipo de cambio, empleo ni tasa natural de desempleo. El documento más usado para hacer públicas estas proyecciones es el Reporte de Inflación (o Informe de Política Monetaria). En el cuadro siguiente se resumen las principales características de la publicación de proyecciones las 3 variables más difundidas entre los bancos centrales de la región (PBI, inflación e inflación subyacente).

Es interesante observar que 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.

Cuadro 4

Proyecciones de variables macroeconómicas más publicadas

		Bolivia	Brasil	Chile	Colombia	Paraguay	Perú
PBI	Frecuencia	Semestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
	Horizonte	1 año	Año calendario	Año calendario y 2 años más	9 trimestres	1 año	Año calendario y siguiente
	Tipo	Cuantitativa y cualitativa	Cuantitativa	Cuantitativa y cualitativa	fan chart	Cuantitativa	Cuantitativa
	Publicación	IPM	Rep. de Inflación	IPM	IPM	Informe de PIB e IPM	Rep. de Inflación
Inflación	Frecuencia	Semestral	La del comunicado de política monetaria	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
	Horizonte	2 años	Año calendario y siguiente	Año calendario y 2 años más	8 trimestres	2 años	Año calendario y siguiente
	Tipo	Cuantitativa y cualitativa	Cuantitativa	Cuantitativa y cualitativa	fan chart	Cuantitativa	Cuantitativa
	Publicación	IPM	Comunicado, minutas y Rep. de Inflación	IPM	IPM	IPM	Rep. de Inflación
Inflación subyacente	Frecuencia	n.a	n.a	Trimestral	Trimestral	Trimestral	n.a
	Horizonte	n.a	n.a	Año calendario y 2 años más	8 trimestres	2 años	n.a
	Tipo	n.a	n.a	Cuantitativa y cualitativa	fan chart	Cuantitativa	n.a
	Publicación	n.a	n.a	IPM	IPM	IPM	n.a

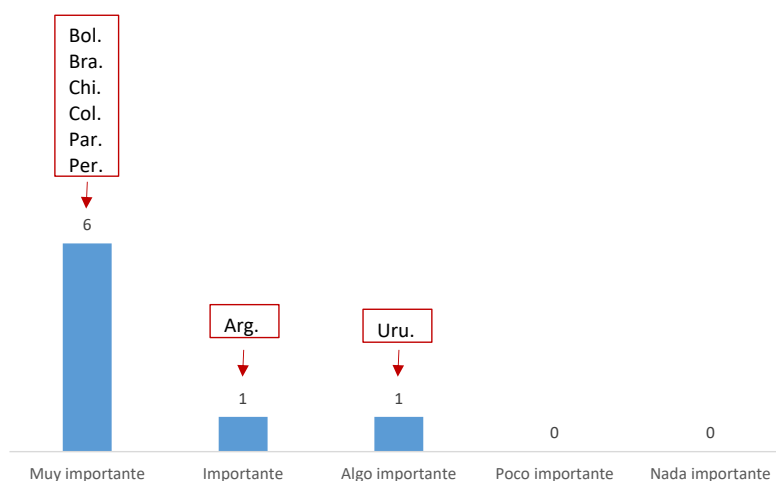
En cuanto a la métrica para el seguimiento del anclaje de la inflación esperada, todos los bancos centrales utilizan el promedio o mediana de la encuesta de expectativas. Adicionalmente, los bancos centrales de Argentina, Chile y Colombia calculan la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y de los indexados.

V. Efectividad y estrategia de la comunicación de la política monetaria

En general, existe consenso entre los bancos centrales de la región acerca de la importancia de la estrategia de comunicación para lograr los objetivos de la política monetaria. En general, la efectividad de la política monetaria depende de la capacidad de los bancos centrales de poder anclar las expectativas de los agentes económicos en torno a la meta de inflación. Esta capacidad de anclaje de expectativas depende, en gran medida, de la estrategia de comunicación.

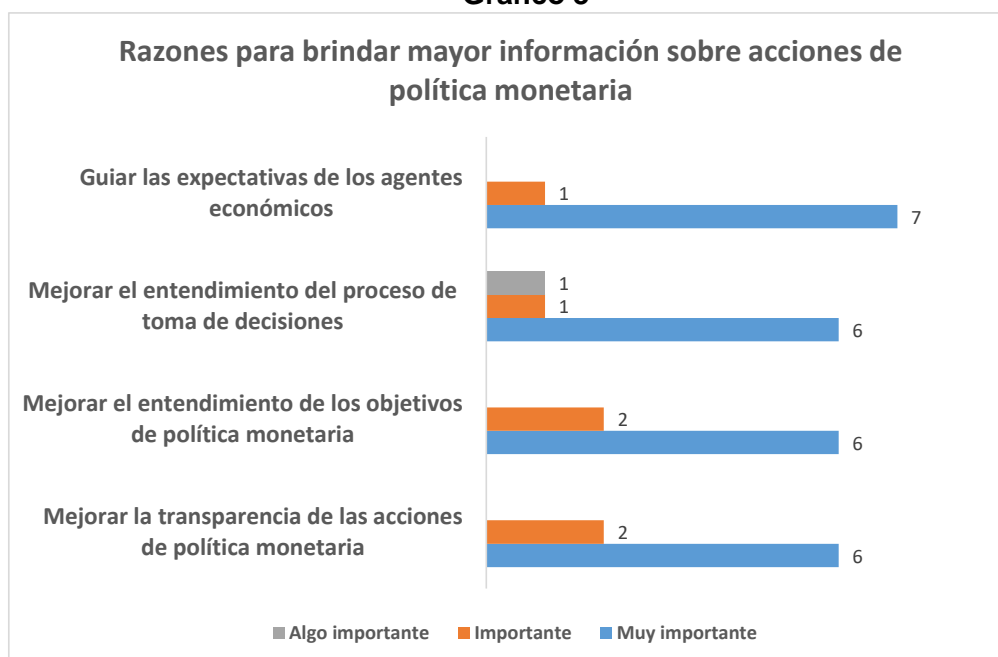
Gráfico 2

Importancia 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.

Gráfico 3



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 (para uso interno o para publicación) 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 en Brasil, el aumento de la frecuencia de publicación de informes de política monetaria en Chile, 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.

Cuadro 5

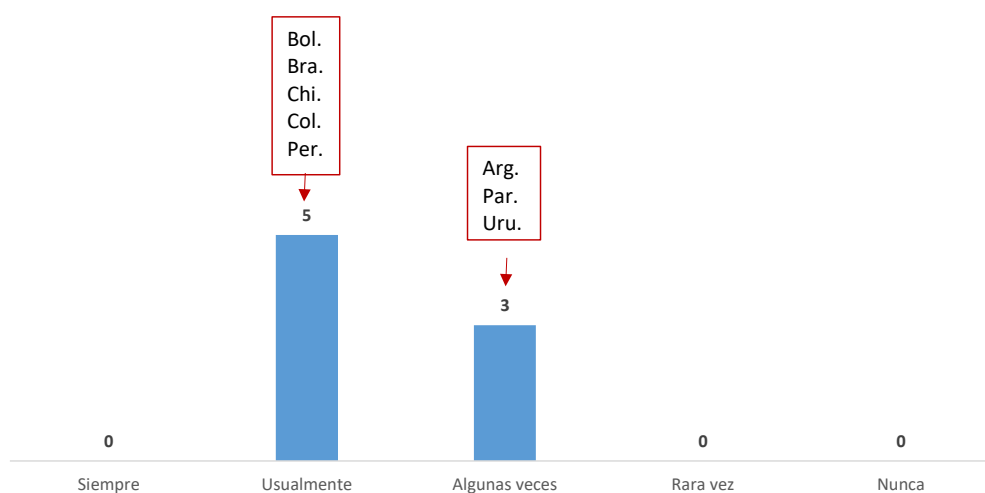
AUTOEVALUACIÓN DE LA EFECTIVIDAD DE LA COMUNICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

	Estudios	Mejora de transparencia en los últimos 10 años
Argentina	No	Sí, enfocando la estabilidad de precios como objetivo principal del BCRA; y transmitir el vínculo entre las acciones de política monetaria y ese objetivo.
Bolivia	Sí, periódicamente. Por ejemplo: Carmona, M.E. (2015) y Ticona, U. y D. Zeballos. (2019)	Sí, desarrollando audiencias de control social; divulgaciones nacionales del Informe de Política Monetaria; y eventos académicos, entre otras.
Brasil	Sí, aunque no hay una frecuencia definida.	Sí, estableciendo el "silencio del Copom", un calendario fijo anual para la publicación del "Relatório de Inflação" y con la redefinición de todo el mensaje en el texto de documentos oficiales.
Chile	Sí, ocho veces al año. Se realiza un seguimiento a las opiniones de mercado y prensa.	Sí, aumentando la frecuencia del IPOM de 3 a 4 veces por año; y se dejó de utilizar la minuta de antecedentes para la reunión de política monetaria.
Colombia	No	Se ha mantenido igual.
Paraguay	No	Sí, incrementado la frecuencia de las publicaciones de las principales variables y estadísticas económicas.
Perú	Sí, la recopilación de noticias sobre la decisión mensual de política monetaria, indicadores sobre satisfacción de publicaciones económicas e impacto de canales de comunicación del Banco Central.	Sí, se comunica a través de canales tanto tradicionales como digitales.
Uruguay	Sí, el Banco realiza un Estudio de Conocimiento y Reputación (cada 4 años). Anualmente se realiza una encuesta interna donde también se recoge información sobre los canales de comunicación. Paralelamente se monitorea diariamente los medios de comunicación y las redes. Mensualmente, de carácter restringido, se publica un Monitor de Prensa.	Sí, se aprobaron políticas y prácticas de comunicación que regulan el relacionamiento interno y externo.

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. Cinco bancos centrales declaran que tal predictibilidad se logra usualmente, mientras que dos manifiestan que se logra algunas veces. Como se ha comentado previamente, una de las vías por la cual la transparencia tiene efecto positivo sobre la efectividad de la política monetaria, es a través de una mayor predictibilidad.

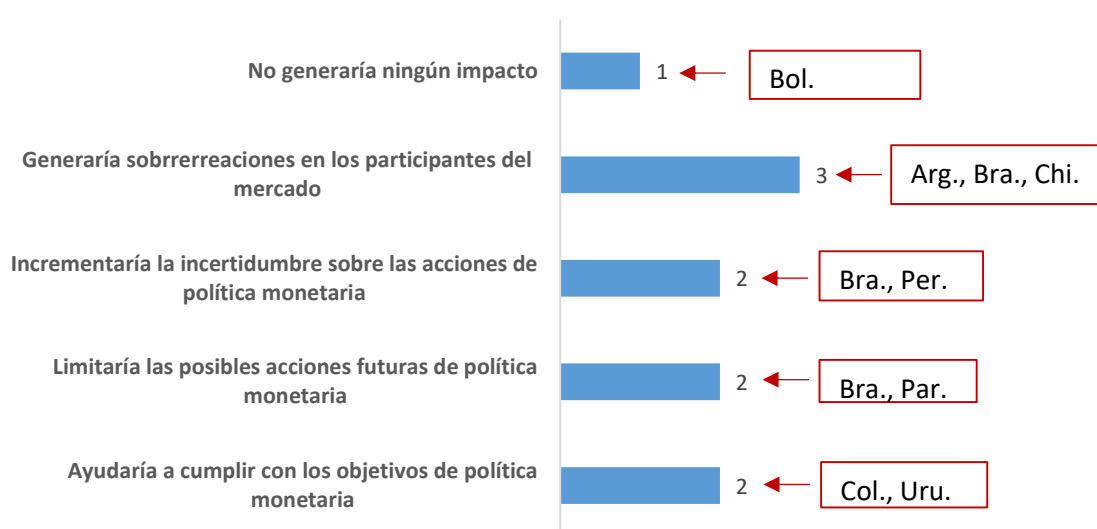
Gráfico 4

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



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 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 ayudaría a cumplir con los objetivos de política monetaria. Sólo un banco central sostiene que no generaría ningún impacto.

Gráfico 5
Impacto más probable de publicar las proyecciones internas



Recuadro 2

Tono de comunicación y cambios en la tasa de política monetaria¹²

Las comunicaciones o notas de prensa de política monetaria anuncian la posición de la política inmediatamente después de las reuniones de decisión de política. Estas comunicaciones por tanto son la primera fuente de información a los participantes del mercado sobre la posición de política monetaria.

Los comunicados suelen informar sobre el estado de la economía observada al momento de realizar la decisión. En particular, el estado de la actividad económica, la inflación o el escenario externo entre otras. También los comunicados contienen información sobre el juicio del banco de cómo se espera se desenvuelva el estado de la economía. Por ejemplo, se puede mencionar si las presiones inflacionarias que se están observando corrientemente pueden extenderse hacia el futuro.

Así mismo, los comunicados cada vez más tienden a incorporar elementos de *forward guidance*, es decir información sobre posibles acciones futuras. Esta información puede tener carácter “odiseano” si se explicita un compromiso con futuras acciones de política monetaria o puede tener carácter “délfico” si sólo se da información sobre predicciones futuras del estado de la economía y el accionar contingente de política monetaria (Campbell y otros, 2000).

¹² Recuadro elaborado por Erick Lahura y Marco Vega.

Para tener una idea de la información contenida en estos comunicados, Vega y Lahura (2019) construyen diccionarios de términos de política monetaria para Chile y Perú a partir de la lectura de cada uno de los comunicados de política monetaria desde 2003. Cada comunicado puede tener un número de expresiones textuales expansivas (E) o contractivas (C). A partir del conteo de dichas expresiones, se construye un indicador de tono del comunicado por medio de la fórmula $tono = (C - E)/(C + E)$ que oscila entre los valores de +1 (comunicado extremadamente contractivo) y -1 (considerablemente expansivo).

El tono encontrado está correlacionado con los movimientos de tasas de interés anunciados en los comunicados. El Gráfico 1 muestra figuras relativas a Perú y Chile. La primera columna muestra la evolución de los tonos calculados según la fórmula del párrafo anterior y la segunda columna muestra la asociación entre los tonos y los cambios en la tasa de interés de política. La primera fila muestra el caso de Perú y la segunda fila el caso de Chile.

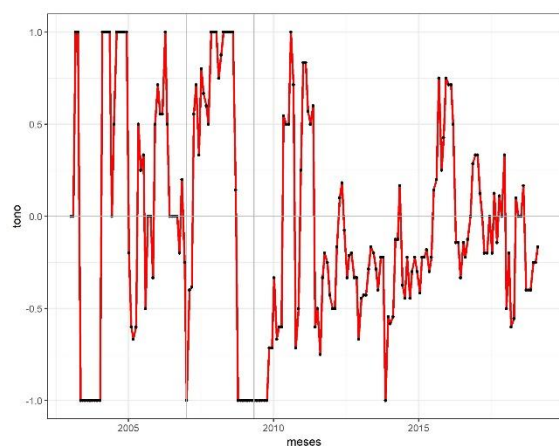
En cuanto al tono de los comunicados, se observa cómo los bancos centrales de Perú y Chile suben el tono de sus comunicados hacia posición contractiva durante el periodo de auge previo a la gran crisis financiera internacional. Luego, a lo largo de la crisis, hay una drástica caída en el tono para posteriormente subir el tono durante el periodo de entrada de capitales asociada a la expansión cuantitativa en EEUU.

Es notorio además la asociación entre el tono de los comunicados y el cambio en la posición de política monetaria mostrada en la segunda columna de los gráficos. Los puntos circulares representan periodos de reducción de tasas de interés, los cuales están principalmente asociados a tonos negativos. En cambio, los puntos cuadriláteros representan subidas de tasas de interés, los cuales están básicamente asociados a tonos positivos. Los puntos triangulares representan comunicados donde no se cambia la tasa de interés de referencia, dichos puntos están igualmente asociados a tonos expansivos o contractivos.

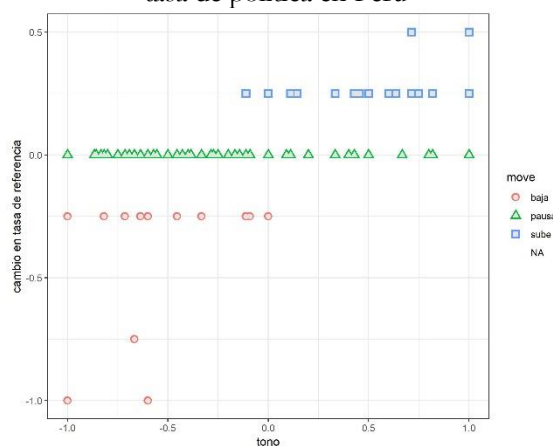
Lo anterior significa que hay variaciones en el tono de comunicación de la política que no están asociados a cambios corrientes en la tasa pero que sí pueden estar asociados a cambios futuros en la tasa de interés o a ser consistentes con proyecciones favorables o desfavorables del estado de la economía en algún plazo razonable futuro.

Gráfico: Tono de comunicados y política monetaria en Perú y Chile

A1: Tono de política monetaria de Perú

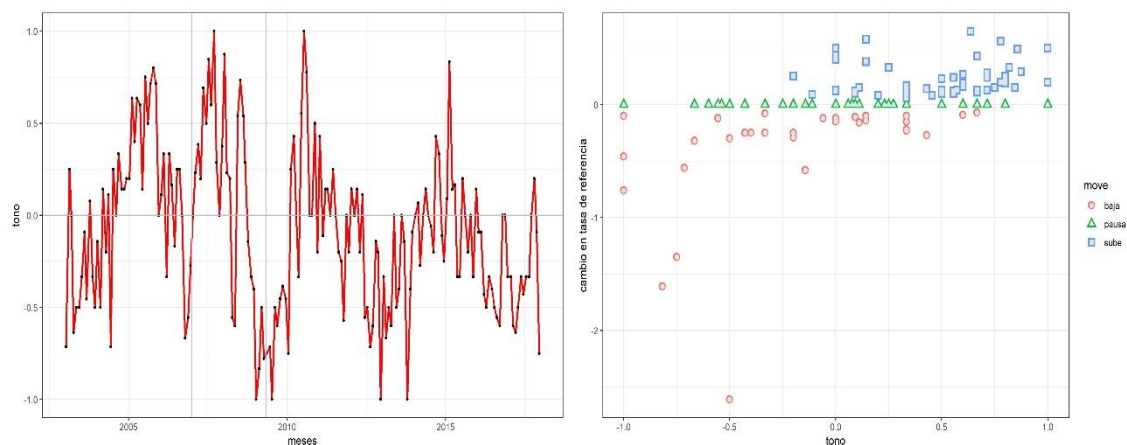


A2: Asociación entre el tono y el cambio en la tasa de política en Perú



B1: Tono de política monetaria de Chile

B2: Asociación entre el tono y el cambio en la tasa de política en Chile



Se puede por ello, estudiar el patrón de correlaciones entre el tono y los cambios en las tasas de interés. Los cuadros siguientes muestran los casos de Perú y Chile respectivamente. Se construyen dos tipos de correlaciones. Las a) correlaciones condicionales se calculan sólo en aquellas situaciones donde hay cambio de tasas y b) las correlaciones incondicionales se estiman con toda la secuencia de tonos y cambios en la tasa.

Ambos cuadros muestran que el tono no solamente está correlacionado con los cambios corrientes en las tasas de referencia sino también con los cambios que se producen en el comunicado del siguiente periodo. Es decir, el tono de los comunicados tiene cierto poder predictivo sobre la decisión futura de tasas de interés.

Sin embargo, se debe advertir que estas correlaciones sólo muestran una imagen parcial. Hacer *forward guidance* implica, más que la asociación del tono con cambios inmediatamente próximos de las tasas de política, una asociación del tono de comunicación con cambios en las tasas de interés de plazos más largos.

Cuadro: Tonos y cambios en la política monetaria en Perú

	a) Condicionales a cambio en la tasa		b) Incondicionales	
	$Corr(\text{tono}_t, \Delta i_t)$	$Corr(\text{tono}_t, \Delta i_{t+1})$	$Corr(\text{tono}_t, \Delta i_t)$	$Corr(\text{tono}_t, \Delta i_{t+1})$
Toda la muestra	0.89	0.70	0.56	0.44
Desde 2008	0.89	0.74	0.62	0.47
Desde 2010	0.90	0.80	0.69	0.36

Nota: La muestra comprende el periodo 2003:10 hasta 2018:12

Cuadro: Tonos y cambios en la política monetaria en Chile

	a) Condicionales a cambio en la tasa		b) Incondicionales	
	$Corr(\text{tono}_t, \Delta i_t)$	$Corr(\text{tono}_t, \Delta i_{t+1})$	$Corr(\text{tono}_t, \Delta i_t)$	$Corr(\text{tono}_t, \Delta i_{t+1})$
Toda la muestra	0.61	0.59	0.46	0.38
Desde 2008	0.62	0.60	0.46	0.39
Desde 2010	0.39	0.24	0.26	0.16

Nota: La muestra comprende el periodo 2003:01 hasta 2017:12

VI. Retos a futuro más importantes en términos de comunicación

A partir de las respuestas del cuestionario Mercosur 2019 en torno al tema de retos a futuros más importantes en términos de comunicación, se puede hacer la siguiente clasificación de los retos de los bancos centrales de la región.

- **Comunicar la información a distintas audiencias.** Los bancos centrales de la región aplican estrategias con las que vienen enfrentando el reto de comunicarse con distintos tipos de receptores, principalmente con distintos grados de comprensión de temas económicos.
- **Mejorar la comunicación con el público juvenil.** Esta preocupación es compartida por varios bancos centrales, pero con variantes en la justificación. En unos se enfatiza en el tema de los nuevos medios de comunicación empleados por los más jóvenes, mientras que en otros la preocupación se basa en que la población joven no ha experimentado episodios de alta inflación.
- **Contar con instrumentos formales para la evaluación y el diseño de la comunicación.** Se plantea que es necesario profundizar los avances en estudios empíricos sobre comunicación y optimizar las encuestas de expectativas económicas.
- **Poner mayor énfasis en las proyecciones macroeconómicas y en el *forward guidance*.** Esto implica un énfasis mayor en las proyecciones y pronósticos macroeconómicos, lo que puede implicar modificaciones al esquema de comunicación vigente para poder brindar más información a los mercados especializados. Esto a su vez significa que los mercados deben estar lo suficientemente desarrollados y el banco debe estar en la capacidad de explicar posibles cambios en las sendas de tasas y desviaciones de las decisiones de política en el futuro, lo cual requiere un proceso de educación a los mercados.
- **Adaptar el mensaje a medida que se migra de régimen.** En esos casos, la preocupación gira en torno a mantener el mensaje central de estabilidad de precios, por más que vayan cambiando los instrumentos o la meta explícita adoptada.
- **Explicar el uso y la racionalidad de medidas de instrumentos no convencionales para cumplir con los objetivos del banco central.** Para el caso del Perú el uso de otros instrumentos no convencionales, como la intervención cambiaria y los encajes, es importante para el control de la inflación, moderar el ciclo financiero y reducir vulnerabilidades asociadas a la dolarización parcial de la economía.

VII. 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 los mensajes, y acercarse a la población tanto a través de capacitación como también a través de 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. Por otro lado, los bancos centrales toman también en cuenta el dilema (*trade-*

off) respecto a la cantidad de información que brindan al público, considerando que demasiada información podría desestabilizar los mercados financieros. Al respecto, por ejemplo, ningún banco central encuestado publica sus proyecciones internas de tasas de interés, teniendo en cuenta el potencial impacto que esto podría tener en los mercados.

Uno de los principales retos de los bancos centrales de la región es el de comunicarse con distintos tipos de público o audiencia. 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. También existe una preocupación respecto a mejorar la comunicación con el público juvenil, por el uso de otros medios empleados por los más jóvenes y porque la población joven no ha experimentado episodios de alta inflación.

Los bancos centrales han desarrollado protocolos que minimizan el impacto sobre las expectativas de contar con diferentes voceros informales. Por ejemplo, algunos bancos centrales tienen un periodo de “silencio” previo a la decisión de política monetaria, y/o se encuentra previamente pre-establecido qué miembros del comité de Política Monetaria o del personal técnico del banco central puede dar declaraciones públicas y cuándo.

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 señales se enfocan a explicar cómo cambiaría la posición del banco central ante distintos escenarios, con el objetivo de guiar expectativas y reducir la incertidumbre 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,** lo cual generará mayores cambios tanto en los canales de difusión de la información como también en la estructura de la economía.

Referencias

- Campbell, J., Evans, C., Fisher, J., y Justiniano, A. (2012). Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance. *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 1-80.
- Cecchetti, S and Schoenholtz, K. (2019), “Improving U.S. Monetary Policy Communications”, prepared for the Federal Reserve’s Conference on Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices.
- Fernández Huerta J. (1959). “Medidas sencillas de lecturabilidad”, *Consigna* (revista pedagógica)
- Flesch, R. (1948) “A New Readability Yardstick”, *Journal of Applied Psychology*.
- Lahura, E. y Vega M. (2019). Central bank communication and inflation expectations. Manuscrito por publicar.
- Morris, S. and Shin, H. S. (2002) “Social Value of Public Information” *American Economic Review*, vol. 92, no. 5, December 2002, (pp. 1521-1534).
- Morris, S. and Shin, H. S. (2005). “Central Bank Transparency and the Signal Value of Prices.” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1–66.
- Morris, S, Shin, H. S. and Tong, H. (2006) “Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro-Transparency, Not Con: Reply” *American Economic Review* vol. 96, no. 1, March 2006 (pp. 453-455).
- Morris, S. and Shin, H. S. (2010). “Optimal Communication” *Journal of the European Economic Association* April–May 2007 5(2–3):594–602.
- Shin, H. (2017) “Can Central Banks talk too much?” Speech at the ECB conference on “Communication challenges for policy effectiveness, accountability and reputation” Frankfurt, 14 November 2017.
- Svensson, L. E. O. (2006) “Social Value of Public Information: Comment: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro Transparency, Not Con.” *American Economic Review*, 2006, 96(1), pp. 448–452.
- Szigriszt, F. (1993). “Sistemas predictivos de legibilidad del mensaje escrito: Fórmula de Perspicuidad” (tesis de doctorado). Universidad Complutense, Madrid.
- Vissing-Jorgensen, A. (2019), “Central Banking with Many Voices: The Communications Arms Race”, prepared for the Central Bank of Chile’s XXIII Annual Conference
- 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, 2 May 2018.

Anexo 1

Los marcos de política monetaria en América del Sur

La mayoría de los bancos centrales en América del Sur siguen un régimen de Metas Explícitas de Inflación (MEI). De acuerdo con los resultados obtenidos a partir de la encuesta Mercosur 2018¹³, existen diferencias en la implementación de la política monetaria en la región. Algunos bancos centrales participantes siguen otros marcos de política monetaria, como por ejemplo Bolivia que mantiene una meta de agregados monetarios y Ecuador que sigue un régimen de dolarización para el control de la inflación. Argentina abandonó el régimen de Metas Explícitas de Inflación en octubre de 2018¹⁴. Entre los países que adoptaron el régimen MEI, un primer grupo lo realizó hace más de quince años (Brasil, Chile, Colombia: 1999; Perú: 2002¹⁵) y en los demás la adopción ha sido más reciente (Uruguay: 2007, Paraguay: 2011).

Sin embargo, a pesar de los aspectos distintivos de cada país, se pueden establecer elementos que caracterizan a la mayoría de los bancos centrales de la región:

- Las metas de inflación han cambiado en el tiempo con el objetivo de fortalecer el régimen monetario.
- Se utiliza una tasa de interés de corto plazo como instrumento de política monetaria. La selección del instrumento específico depende de la estructura del sistema financiero de cada país.
- En todos los casos, las decisiones de política monetaria se realizan a través de un comité de política monetaria, con características que varían entre países.
- El principal instrumento de comunicación de los bancos centrales es el comunicado (o nota informativa) sobre la decisión de política monetaria, el cual incluye la racionalidad detrás de las decisiones de política monetaria e información sobre la evolución reciente y esperada de la inflación, y de otras variables macroeconómicas.
- Un elemento clave para la efectividad del régimen de metas de inflación es la independencia de la política monetaria, la cual permite el uso pleno de los instrumentos monetarios, sin presiones ajenas al mandato del banco central. De tal modo, la autoridad monetaria refuerza su credibilidad.
- La credibilidad y la efectividad de la política monetaria han permitido realizar políticas contra-cíclicas de manera efectiva.
- Los retos más importantes para la política monetaria en el futuro son mejorar la comunicación de los bancos centrales y fortalecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria.
- A pesar del avance en el control de la inflación, varios bancos centrales de la región señalan el retorno al cumplimiento de la meta de inflación y el mantenimiento de la expectativa de inflación dentro del rango meta, como otros retos importantes.

¹³ Encuesta “Retos de los Bancos Centrales de América Latina en la Implementación del Esquema de Metas de Inflación” de setiembre de 2018.

¹⁴ Argentina siguió el régimen de MEI entre 2016 y Setiembre 2018. Desde el 1 de octubre de 2018, el BCRA implementa un nuevo esquema de política monetaria basado en el compromiso de mantener un control estricto del crecimiento de la base monetaria. La meta de expansión de la base monetaria se logra mediante subastas diarias de letras de liquidez (LELIQ). La meta monetaria se complementa con la definición de zonas de referencia cambiaria (ZRC), cuyo objetivo consiste en moderar episodios de excesiva volatilidad del tipo de cambio.

¹⁵ En Perú el esquema de MEI se diseñó en 2001 y entró en vigencia en febrero de 2002.

Entre los países que aplican el régimen de Metas Explícitas de Inflación existen otras similitudes en aspectos específicos de su aplicación. Por ejemplo, si bien en algunos casos las metas de inflación se establecieron en forma puntual, todos los países que tienen activo el régimen mantienen un rango meta de amplitud entre 2 y 3 puntos porcentuales, y todos fijan la meta en términos de índice de precios al consumidor (IPC). En algunos casos, la frecuencia de evaluación de la meta es continua (Chile, Colombia, Paraguay y Perú), en otros relacionada a una frecuencia particular: trimestral (Uruguay) y anual (Brasil).

La mayoría de los bancos centrales de la región usan la tasa de interés de referencia como meta operativa de política monetaria, en particular entre los que cuentan con el esquema MEI. El instrumento utilizado depende de la estructura del sistema financiero de cada país. Chile, Paraguay y Perú utilizan la tasa de referencia para préstamos interbancarios a un día sin colateral, mientras que en Colombia y Brasil se usa una tasa de referencia para préstamos con colateral. En Uruguay se utilizó hasta junio de 2013 como referencia la tasa de interés para préstamos interbancarios, para luego retornar al control de agregados monetarios (M1 ampliado: circulante, depósitos a la vista y en cajas de ahorro). Similarmente, en Argentina existe una meta de expansión de la base monetaria. Finalmente, en Bolivia el instrumento operativo es el exceso de reservas (excedente de encaje legal).

Cuadro A

Esquemas de Política Monetaria

	Esquema de Política Monetaria/Año de Adopción	Índice de medida Objetivo	Meta Vigente/Tipo	Tipo de Instrumento	Frecuencia Evaluación Meta
Brasil	MEI /1999	IPC	4,25%±1,5pp/PR	SELIC	Anual
Chile	MEI / 1999	IPC	2%-4%/R	TPM	Continua
Colombia	MEI / 1999	IPC	2%-4%/R	REPO	Continua
Paraguay	MEI /2011	IPC	2%-6%/R	TPM	Continua
Perú	MEI / 2001	IPC	1%-3%/R	TPM	Continua
Uruguay	MEI/2007	IPC	3%-7%/R	M1	Trimestral
Bolivia	Agregados monetarios	IPC	2,5%-4%/R	M1	Continua
Argentina ^{1/}	Agregados monetarios	IPC		M0 ^{2/}	
Ecuador	Dolarización total	Otro			

MEI = Metas explícitas de Inflación

IPC = Índice de precios al consumidor

P= Punto ; R = Rango

^{1/} Abandonó el régimen MEI a fines de setiembre de 2018

^{2/} Meta intermedia de expansión de la base monetaria

Fuente: Elaboración propia en base a encuesta.

Las decisiones de política monetaria se toman en todos los casos de forma colectiva, a través de un Directorio o Comité, cuyas características varían entre países. La elección de los miembros de estos grupos de decisión depende en casi todos los casos del Poder Ejecutivo, con acuerdo y/o ratificación del Parlamento o a propuesta de esa institución. En el caso de Perú, 3 de los 7 miembros del Directorio son nombrados por el Congreso de la República. Estos grupos de decisión tienen entre 3 (Uruguay) y 9 (Brasil) miembros, cuya duración varía de 4 a 10 años y es indefinida en el caso de Brasil. En la mayoría de los países está permitida la reelección. Chile, Colombia, Paraguay y Bolivia tienen renovación progresiva, es decir que no todos los miembros son nombrados a la vez, lo que

aísla la elección de los miembros del ciclo político. En Perú y Uruguay la duración de los miembros coincide con el periodo presidencial.

En lo que se refiere al marco institucional, la mayoría de los bancos centrales de la región gozan de autonomía (de jure y/o de facto). Al no existir conflicto con la contraparte fiscal, se facilita el anclaje de las expectativas de inflación.

El principal instrumento de comunicación de los bancos centrales es el “Comunicado de Política Monetaria”. En estos comunicados se explica la racionalidad de la última decisión de política y generalmente contiene información de la evolución reciente y esperada de la inflación, de la actividad económica, y de las expectativas de inflación. Algunos bancos centrales suelen incluir también información sobre la evolución de la inflación subyacente, la demanda externa, y de los mercados financieros internacionales. Otros bancos centrales brindan también información acerca de la dirección futura de la política monetaria (*forward guidance*).

En general, hay consenso en que la estrategia de comunicación es un elemento clave para la implementación del régimen de metas de inflación. En las siguientes secciones, basadas en las respuestas de los bancos centrales a la Encuesta Mercosur 2019, se discute al detalle los diferentes aspectos relacionados con dicha estrategia de comunicación.

Cuadro B

Proceso de Decisiones de la Política Monetaria

	Comité de Política Monetaria								Decisión de Política Monetaria	
	Número de miembros	Nombramiento	Reelección	Miembros externos	Miembros internos	Reuniones de decisión por año	Renovación progresiva	Duración en consejo (años)	Minuta	Votos Publicados
Argentina	5	Ejecutivo	Sí	No	4	12	No	6	No	No
Brasil	9	Ejecutivo	Sí	No	9	8	No	Indefinido	Sí	No
Chile	5	Ejecutivo	Sí	No	5	8	Sí	Hasta 10	Sí	Sí
Colombia	7	Ejecutivo/Junta	Sí	Sí	6	8	Sí	4	Sí	No
Paraguay	5	Ejecutivo	Sí	No	5	12	Sí	5	Sí	No
Perú	7	Ejecutivo 4; Congreso 3	Sí	Sí	1(presidente)	12	No	5 (Duración del mandato presidencial)	No	No
Uruguay	3	Ejecutivo	Sí	No	3	4	No	5 (Duración del mandato presidencial)	Sí	No
Bolivia	6	Presidente escoge ternas	No	Sí	1 (presidente)		Sí	Presidente 6; directores 5	--	
Ecuador	4	Ejecutivo	--	Sí	No	12	--	--	No	No

