

La comunicación de la política monetaria: UNA PRIMERA EVALUACIÓN

MARCO VEGA*

Este artículo realiza una primera evaluación empírica de la comunicación del BCRP a través del lenguaje utilizado en las notas informativas de política monetaria que se publican cada mes para anunciar la posición de la política en términos de la tasa de interés de referencia. El autor señala que el tono de la comunicación puede constituirse en un mecanismo adicional que contribuye a la efectividad de las acciones de política monetaria del BCRP.



* Subgerente, Investigación Económica
marco.vega@bcrp.gob.pe

Este artículo realiza una primera evaluación empírica de la comunicación del BCRP a través del lenguaje utilizado en las notas informativas de política monetaria que se publican cada mes para anunciar la posición de la política monetaria en términos de la tasa de interés de referencia.

El análisis parte de la construcción de un diccionario de términos y frases que califiquen la postura de la política monetaria en cada comunicado. El diccionario divide las palabras en dos categorías: primero, frases asociadas al retiro del estímulo monetario (frases *hawkish* o contractivas) y frases asociadas a la flexibilización de la política monetaria (frases *dovish* o expansivas).

El diccionario de términos contractivos está compuesto por cerca de 200 frases como “aceleración del crecimiento”, “encima de la meta”, “expansión del PBI”, “mayor crecimiento del crédito” o “presiones inflacionarias”. Estas frases denotan presiones inflacionarias directas o indirectas que pueden estar asociadas a aumentos de la tasa de interés de referencia y, por tanto, tienen connotación contractiva.

El diccionario de términos expansivos tiene un número similar de frases. Contiene frases como “apreciación de la moneda”, “continúa debajo de su potencial”, “debilidad de la inversión”, “expectativas de inflación permanecen ancladas”, “perspectivas de un menor crecimiento”, entre otras. A diferencia de las frases contractivas, las frases expansivas denotan presiones a la baja en la inflación y están por tanto asociadas a reducciones o pausas en la tasa de interés de referencia.

“La forma y el tono de la comunicación de la política monetaria son elementos claves para la efectividad del Banco Central.”

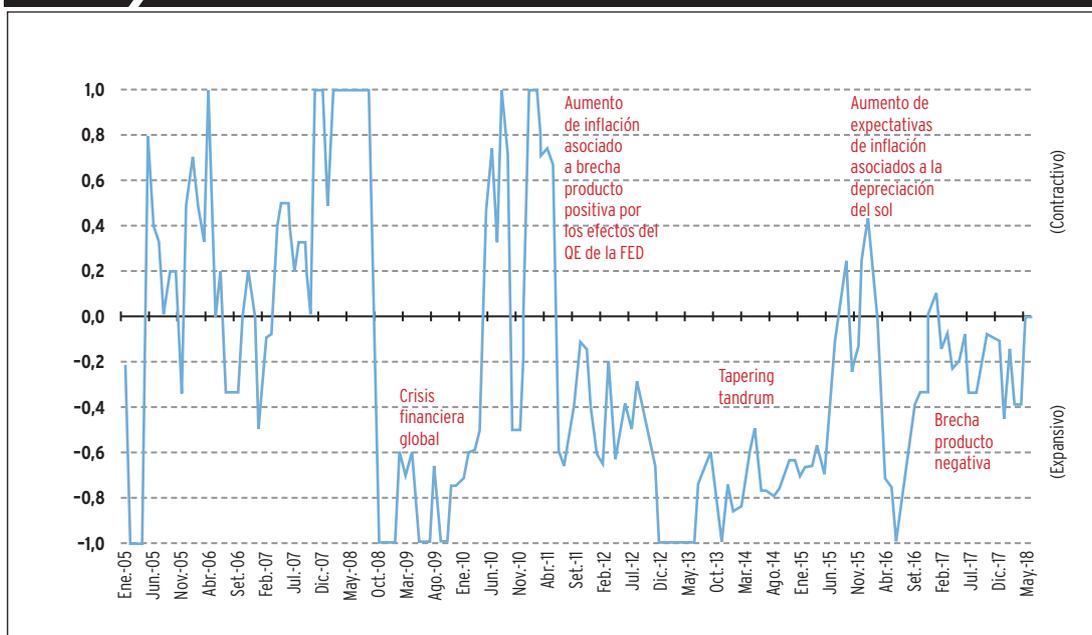
Para cada nota informativa de política monetaria, se cuenta el número de frases o términos asociados al retiro del estímulo monetario y las frases asociadas a la flexibilización de política. Luego, se construye un indicador de tono de la comunicación utilizando la siguiente fórmula:

$$tono_i = \frac{C_i - E_i}{C_i + E_i} \quad (1)$$

Donde $tono_i$ es el indicador de tonalidad del comunicado el mes i , C_i es el conteo de frases contractivas y E_i es el conteo de frases expansivas.

El Gráfico 1 muestra que el indicador de tono de los comunicados de política monetaria se

GRÁFICO 1 Evolución del Indicador de tono de comunicados de política monetaria



NOTA: RESTRICCIÓN DE POLÍTICA MONETARIA (TONO > 0), FLEXIBILIZACIÓN DE POLÍTICA MONETARIA (TONO < 0).

vuelve más informativo a partir de 2007. Desde principios de 2007 hasta agosto de 2008, los comunicados se vuelven contractivos debido a la presión inflacionaria imperante, pero en setiembre de 2008 cambian fuertemente a expansivos y permanecen así hasta mediados de 2010, lo que coincide con una rápida y persistente reducción de la tasa de referencia, en respuesta a la fuerte contracción de demanda agregada que generó la crisis financiera internacional. Así, entre febrero y setiembre de 2009, el BCRP redujo su tasa de referencia desde 6,25 por ciento hasta un mínimo histórico de 1,25 por ciento y la mantuvo en este nivel hasta la mitad de 2010. Entre mediados de 2010 y mediados de 2011, los comunicados tienen un tono contractivo. En este periodo, se elevó la tasa de referencia para prevenir aumentos en la inflación asociados a una brecha producto positiva generados por la recuperación de los precios de las materias primas, y mayores flujos de capitales, luego de las medidas de expansión cuantitativa que adoptó la FED.

El tono cambia a expansivo entre mediados de 2011 y mediados de 2015, periodo en el cual el BCRP mantuvo o redujo la tasa de interés. El BCRP redujo la tasa de referencia en 2013 en respuesta a la desaceleración de la actividad económica generada por una persistente caída de términos de intercambio. Por el contrario, a partir de la segunda mitad de 2015, el tono se vuelve contractivo otra vez y coincide con el periodo de subidas de tasas de interés, que se dieron para limitar el efecto de una persistente depreciación del sol en la inflación y sus expectativas, en un contexto de reversión de la política de estímulo de la FED. Posteriormente y hasta ahora, el tono ha sido más expansivo, lo que ha coincidido con un periodo de reducción de tasas de interés del BCRP desde 4,25 por ciento en mayo de 2017 hasta 2,75 por ciento en la actualidad. Esta evolución evidencia que los cambios en el tono de los comunicados de política monetaria tienen relación con los cambios explícitos en la tasa de interés de referencia, pero también pueden proveer información adicional que guíe el comportamiento de otras variables.

Una variable fundamental para la política monetaria es la expectativa de inflación. El obje-

“ (...) el tono de comunicación tiene una importancia fundamental para que el banco pueda afectar las expectativas de inflación. ”

tivo de inflación baja y estable se logra con mayor efectividad si las expectativas de inflación están bien ancladas.

Para estudiar la relación entre el tono de los comunicados y las expectativas de inflación, se plantea un modelo de vectores auto-regresivos (VAR) con tres variables: la expectativa de inflación a un año, el crecimiento del producto y el tono de los comunicados. De manera convencional, se utiliza este tipo de modelo para estudiar los efectos de la política monetaria. En este caso, se reemplaza la tasa de interés de referencia por el tono de la comunicación de política monetaria.

El reto de este modelo VAR es la identificación de un cambio exógeno en el tono de la comunicación. Cabe señalar que teóricamente, el tono de la comunicación es afectado por el estado en que se encuentre la economía al momento de tomar la decisión de política y redactar el comunicado. A su vez, el tono del comunicado puede afectar fuertemente al mismo estado de la economía. En otras palabras, existe fuerte causalidad simultánea en el corto plazo. Empíricamente, este hecho se ejemplifica con que las pruebas de causalidad a lo Granger sugieren que tanto el tono como la expectativa de inflación se causan entre sí en el corto plazo.

Por ello, se elige un esquema de identificación asociado a los efectos de largo plazo. Se utiliza la identificación Blanchard-Quah que asume que los cambios en el tono de los comunicados de política monetaria no tienen impactos en el largo plazo sobre el crecimiento del producto pero sí pueden tener impactos sobre la inflación.

El resultado del modelo se puede resumir en dos gráficos. En el Gráfico 2, se observa el comportamiento del tono de política monetaria luego de su propio choque. A manera de ejemplo, el cuadro 1 muestra que si en el periodo $t=-1$ hay 3 términos contractivos y 3 términos expansivos,

CUADRO 1 | Ejemplo de variación en el tono

Periodo	t=-1	t=0
Términos contractivos [C]	3	4
Términos expansivos [E]	3	3
(1) = C-E	0	1
(2) = C+E	6	7
Tono = (1)/(2)	0	0,14

entonces el tono de comunicación es neutral. Luego, asumamos que las autoridades incorporan un término contractivo adicional en el periodo $t=0$, ello lleva a que el tono aumente a 0,14 y por tanto el comunicado en general adquiere una connotación contractiva.

Se entiende que el aumento del tono de neutral a contractivo es producto de un choque de comunicación. Es decir, un choque que eleva el valor del tono debido a información que posee el banco central que no esté asociada al estado de economía en ese momento. El estado de la economía se resume en los valores corrientes de las variables del modelo VAR.

Un ejemplo de información adicional que podría tener el banco al momento de tomar la decisión de política es la información sobre los mercados financieros internacionales que potencialmente puede repercutir sobre las expectativas macroeconómicas locales.

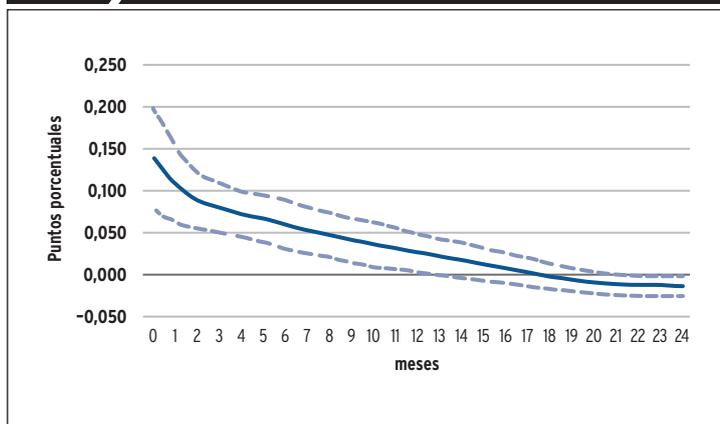
El gráfico 2 entonces resume la dinámica del tono luego del choque contractivo de comunicación. Se observa que el tono se mantiene en posición contractiva alrededor de un año. Es decir, la autoridad monetaria no revierte rápidamente la tonalidad frente a la información que la impulsó a cambiarla inicialmente.

Los efectos en las expectativas de inflación se observan en el gráfico 3. Se puede ver que, a raíz del choque comunicacional contractivo, las expectativas caen fuertemente durante los primeros meses. Esto constituye una primera evidencia de que el tono de comunicación tiene una importancia fundamental para que el banco pueda afectar las expectativas de inflación.

Si el Banco Central considera por ejemplo que las expectativas de inflación sobrepasan el límite permisible, entonces puede lograr la moderación de dichas expectativas al utilizar su instrumento de tasa de interés de referencia y reforzarla con el tono adecuado de comunicación.

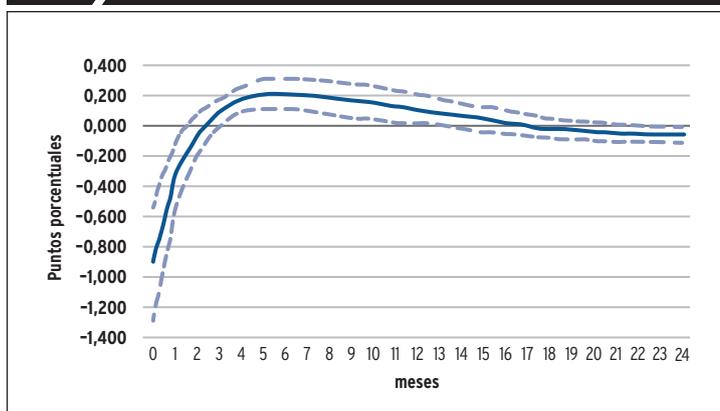
La reacción de las expectativas en el modelo resulta relativamente fuerte. Esto se puede deber a que el modelo omite algunas variables como la tasa de interés y la misma tasa de inflación.

GRÁFICO 2 ■ Impacto en el tono de los comunicados de política monetaria a partir de choques de comunicación



NOTA: BANDAS DE CONFIANZA AL 90%.

GRÁFICO 3 ■ Impacto en las expectativas de inflación a partir de un choque contractivo en el tono de los comunicados de política monetaria



NOTA: BANDAS DE CONFIANZA AL 90%.

La evidencia mostrada es congruente con los hallazgos de Gondo y Yetman (2018) en la que se muestra que los países que siguen esquemas de metas explícitas de inflación en América Latina en general y particularmente Perú han logrado anclar las expectativas de inflación. Ello indica que los instrumentos de política monetaria han sido efectivos (ver Cuadro 2).

CUADRO 2 ■ Ancla estimada y meta de inflación: 2009 – 2016

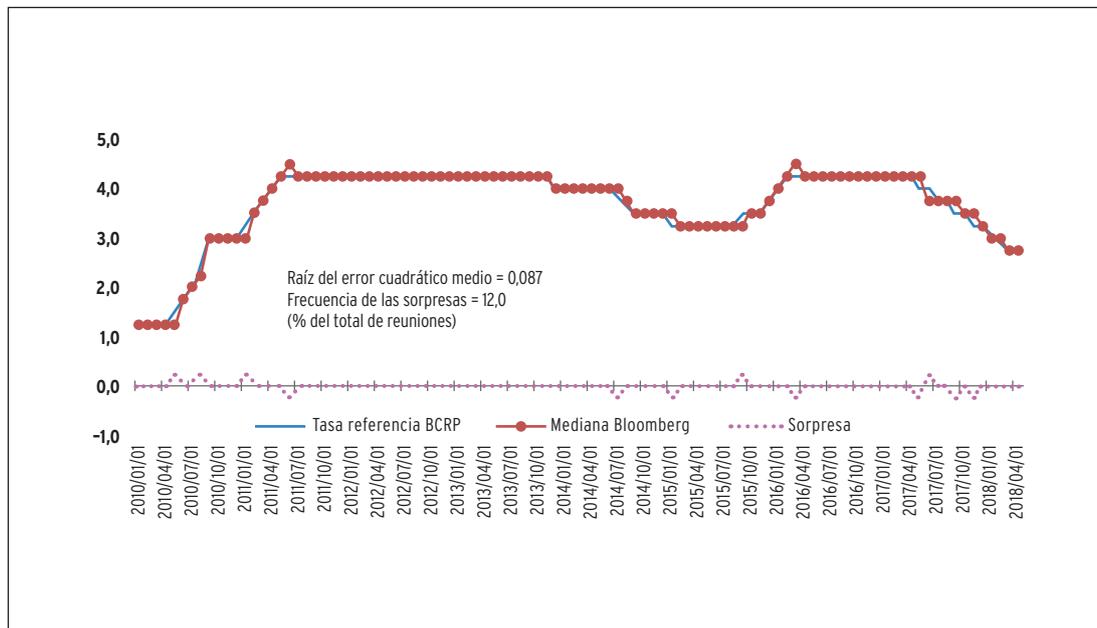
	Ancla estimada	Meta de inflación ¹		Ancla estimada	Meta de inflación ¹
Brasil	4,88	4,5	Guatemala	7,83	4,5
Chile	2,98	3,0	México	3,54	3,0
Colombia	3,45	3,3	Paraguay ²	5,10	4,8
Costa Rica	6,09	5,1	Perú	2,55	2,0
República Dominicana ²	5,84	4,6	Uruguay	6,67	5,0

¹ LA META DE INFLACIÓN ES EL PROMEDIO SIMPE DEL RANGO META.

² PARA LOS PAÍSES QUE ADOPTARON EL ESQUEMA DE METAS DE INFLACIÓN DESPUÉS DE 2009, COMO REPÚBLICA DOMINICANA Y PARAGUAY, LA MUESTRA COMIENZA EN 2012 Y 2011, RESPECTIVAMENTE.

FUENTE: GONDO Y YETMAN (2018).

GRÁFICO 4 ■ Tasa de referencia BCRP, Mediana de Bloomberg y Sorpresa de Política Monetaria: 2010–2018 (%)



NOTA: SORPRESA SE MIDE COMO LA DIFERENCIA ENTRE LA TASA DE REFERENCIA Y LA MEDIANA DE LOS PRONÓSTICOS DE LA ENCUESTA DE BLOOMBERG.

PREDICTIBILIDAD DE LA TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA

La efectividad en la comunicación del BCRP también se refleja en la predictibilidad de las decisiones de política monetaria. Los Gráficos 4 y 5 muestran qué tan predecibles han sido los pronósticos de los analistas encuestados por Bloomberg. Se observa que las sorpresas, definidas como la diferencia entre la tasa de referencia y su pronóstico han sido escasas. En general, la tasa de interés de referencia es predecible.

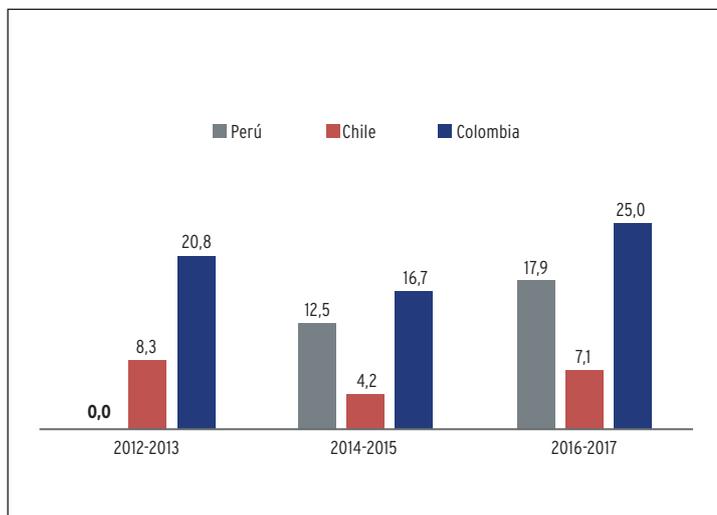
Desde 2010, los comunicados de política monetaria que han significado sorpresas de política monetaria equivalen a un 12 por ciento del total de reuniones de política monetaria. En general, la política monetaria en Perú ha sido bastante predecible, con unos porcentajes de sorpresas menores al 20 por ciento, incluso, para algunos periodos más predecibles que sus pares de Chile y Colombia, por ejemplo, en el periodo 2012-2013.

FORWARD GUIDANCE

Otro elemento importante de la comunicación de los bancos centrales es la presencia de *forward guidance* en los comunicados de política monetaria. Para el análisis en este artículo se consideran párrafos dentro de los comunicados de política monetaria que contengan información sobre la política monetaria futura a partir de 2007.

Es preciso calificar los distintos tipos de mensajes con contenido *forward guidance*. En el caso del BCRP, estos mensajes, bajo la clasificación de

GRÁFICO 5 ■ Evolución de la sorpresa de política monetaria: Chile, Perú y Colombia (% del total de reuniones)



Campbell y otros (2012), son principalmente del tipo délfico, es decir, se habla de probables rumbos de acción de la política futura condicional a lo que pueda ocurrir en el futuro¹.

Para el propósito de este artículo se construye un indicador de fuerza del mensaje *forward guidance*. Mientras más alto es el indicador, más explícito es el banco sobre sus intenciones futuras. El Cuadro 3 presenta una muestra de algunos párrafos ordenados de menor a mayor puntaje. Se observa que los puntajes oscilan entre 1 y 3,25

¹ Otro estilo de mensaje *forward guidance* es del tipo odiseano, es decir, cuando en el comunicado hay un compromiso más explícito sobre una acción futura.

CUADRO 3 ■ Muestra de puntajes otorgados a los párrafos *forward guidance*

COMUNICADO	TASA DE INTERÉS	PÁRRAFO DE <i>FORWARD GUIDANCE</i>	PUNTAJE
Ene. 2009	Se mantiene en 6,5%	El Directorio se mantiene atento al desarrollo de la demanda interna y de la situación económica y financiera nacional e internacional, así como de la evolución de la inflación y sus determinantes.	1,00
Oct. 2008	Se mantiene en 6,5%	El Directorio continuará evaluando el desarrollo de la situación económica y financiera nacional e internacional, así como la evolución de la inflación y sus determinantes, <u>para tomar las medidas necesarias para preservar la estabilidad monetaria, en un entorno de crecimiento sostenido.</u>	1,50
Ago. 2008	Sube de 6% a 6,25%	El Directorio continuará atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, en particular a los indicadores de presiones de demanda y de expectativas de inflación, <u>y reitera que adoptará los ajustes requeridos para asegurar la convergencia gradual de la inflación al rango meta.</u>	2,00
Abr. 2009	Se reduce de 6% a 5%	De mantenerse esta tendencia, el Banco <u>seguirá flexibilizando su política monetaria.</u>	2,00
Ago. 2009	Se reduce de 2% a 1,25%	Salvo modificaciones importantes en las proyecciones de inflación y sus determinantes, <u>no se prevé la necesidad de nuevos ajustes a la tasa de referencia.</u>	2,00
Mar. 2014	Se mantiene en 4%	El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes <u>para considerar, de ser necesario, medidas adicionales de política monetaria.</u>	2,00
Set. 2011	Se mantiene en 4,25%	El Directorio se encuentra atento a la proyección de inflación y sus determinantes internos y externos <u>para adoptar futuros ajustes en los instrumentos de política monetaria que garanticen la convergencia de la inflación al rango meta, en un entorno de crecimiento económico.</u> De continuar estas tendencias, el Banco Central <u>modificará su posición de política monetaria.</u>	3,00
Feb. 2014	Se mantiene en 4%	El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes <u>para considerar, de ser necesario, medidas adicionales de flexibilización de sus instrumentos de política monetaria.</u>	2,75
Nov. 2013	Baja de 4,25% a 4,0% (La tasa estuvo en 4,25% por 30 meses consecutivos)	El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes <u>para considerar, de ser necesario, medidas adicionales de flexibilización de sus instrumentos de política monetaria.</u> Esta decisión tiene un carácter preventivo y <u>no implica una secuencia de reducciones de la tasa de interés de referencia.</u>	3,00
Set. 2015	Sube de 3,25% a 3,5%	El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes <u>para considerar, de ser necesario, ajustes adicionales de la tasa de referencia que conduzcan a la inflación al rango meta, precisando que no se ha iniciado una secuencia de alzas de la tasa de referencia.</u>	3,00
Abr. 2017	Se mantiene en 4,25%	El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes, sobre todo a aquella referida a la reversión que se viene dando en los choques de oferta, <u>para flexibilizar en el corto plazo la posición de política monetaria.</u>	3,00
Jul. 2018	Se mantiene en 2,75%	El Directorio <u>considera apropiado mantener la posición expansiva de la política monetaria hasta que se asegure que dicha convergencia se dé junto a expectativas de inflación ancladas en un entorno en el que el nivel de actividad económica se encuentre cerca de su potencial.</u>	3,25

“ El banco ha usado más intensivamente su capacidad de guiar las expectativas sobre las tasas de interés futuras. ”

puntos. Se puede observar que un mensaje como el contenido en la nota informativa de enero 2009 solo tiene un punto. El párrafo solo menciona que el directorio se mantiene atento a la información relevante, sin ninguna alusión directa sobre qué podría hacer sobre su política monetaria.

Los mensajes con puntajes mayores a la unidad proveen alguna información sobre la política monetaria futura. El tipo de mensaje más explícito es el de la nota informativa de julio 2018 que menciona que el directorio considera apropiado mantener más estable la posición expansiva de la política monetaria hasta que logre su objetivo.

El objetivo de hacer *forward guidance* es guiar las expectativas sobre valores futuros del instrumento de política monetaria, de manera que

las tasas de interés a plazos más largos puedan moverse en la dirección deseada. Así, la política monetaria puede afectar la curva de rendimientos con mayor efectividad y asegurar una mejor transmisión de la política monetaria a la economía.

Se puede tomar las tasas de los CD BCRP a distintos plazos (hasta dos años) y calcular los *spreads* respecto a la tasa de interés de referencia para episodios de subidas o bajadas de tasas de interés. En el Gráfico 6 se observa primero que el puntaje promedio del indicador *forward guidance* viene subiendo desde 2007, lo que refleja que el banco central ha utilizado más intensivamente el lenguaje para guiar la política monetaria futura.

A su vez, se observa que en episodios de aumentos de la tasa de interés de referencia, jun 2007-sep 2008, abr 2010-may 2011, y ago 2015-feb 2016, los *spreads* de las tasas de interés de los CDs son positivos y se ubican por encima de los *spreads* considerados normales para periodos en donde no se esperan cambios en la tasa de referencia. Estos *spreads* para periodos normales se estiman en 15 pbs hasta 6 meses, 30 pbs para 12 meses y 60 pbs para 24 meses, respectivamente. Ello indica que el mercado ha anticipado correctamente la intención del BCRP de continuar subiendo su tasa de referencia en aquellos periodos y, por tanto, es evidencia de la efectividad en la comunicación del BCRP.

En cambio, durante periodos de reducciones de la tasa de interés de política del banco central, los *spreads* son negativos, lo que indica que el mercado anticipa correctamente que el BCRP continuará reduciendo su tasa de referencia, y por tanto, las tasas de plazos más largos se ubican por debajo de la tasa de referencia.

CONCLUSIÓN

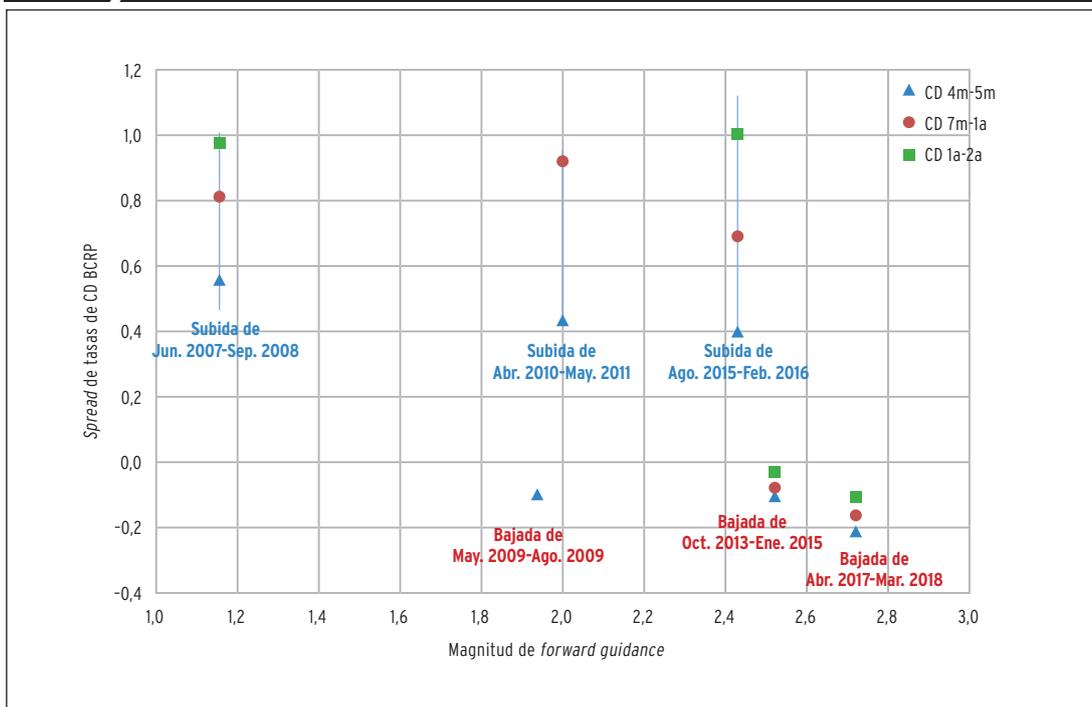
Se provee evidencia inicial de que el lenguaje en la comunicación de la política monetaria constituye un instrumento adicional de política monetaria que es usado para mejorar la transmisión de efectos macroeconómicos a partir de cambios en la tasa de interés clave del banco central.

Por un lado, el tono de la comunicación que varía entre lenguaje contractivo y expansivo puede afectar las expectativas de inflación de los agentes económicos en la dirección que la autoridad monetaria requiere imprimir. De otro lado, en los últimos años, el banco central ha usado más intensivamente su capacidad de guiar las expectativas sobre las tasas de interés futuras.

REFERENCIA:

- Campbell, J. R., Evans, C. L., Fisher, J. D., Justiniano (2012). Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1-80.
- Gondo y Yetman (2018). DT N° 2018-003: Anclaje de expectativas de inflación en América Latina, Banco Central de Reserva del Perú.

GRÁFICO 6 ■ *Spreads* de las tasas de interés de los CD BCRP a distintos plazos e indicador *forward guidance* para episodios de subidas y bajadas de tasas de interés de referencia



NOTA: PLAZOS DE LAS TASAS DE INTERÉS DE LOS CD BCRP (4M-5M= 4 A 5 MESES, 7M-1A = 7 MESES A UN AÑO, 1-2A= 1 A 2 AÑOS).