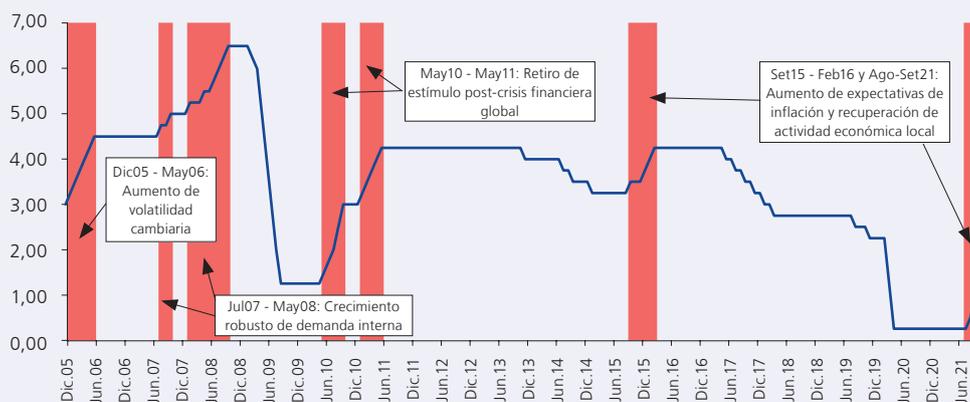


Recuadro 6 EL TONO DE COMUNICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÚ

La comunicación del banco central es un elemento clave de su política monetaria. Una adecuada comunicación contribuye a la efectividad de la política monetaria, al permitir a las autoridades monetarias explicar el objetivo de sus acciones y, con ello, influir en las expectativas de inflación, y reducir la incertidumbre, al disminuir la dispersión de información entre los agentes del mercado⁴⁴. Cuando el BCRP modifica la tasa de interés de referencia, las notas informativas proveen la justificación de dicha decisión. Por otro lado, cuando la tasa de interés de referencia se mantiene inalterada, las notas informativas de política monetaria reflejan las intenciones de la autoridad monetaria. En cualquier caso, la redacción de los comunicados sirve como guía para anticipar futuros cambios en la tasa (lo que se conoce como *forward guidance*).

En los últimos 15 años se han experimentado seis episodios de alzas de la tasa de interés de referencia, respondiendo a diferentes contextos de la economía local e internacional. Los incrementos sucesivos de la tasa de referencia corresponden a los siguientes episodios: (i) entre diciembre de 2005 y mayo de 2006, para retirar el estímulo monetario en un contexto de aceleración del crecimiento económico, alzas de tasas de interés internacionales y de volatilidad cambiaria; (ii) entre julio y setiembre de 2007 y entre enero y setiembre de 2008, como respuesta al fuerte incremento de la demanda interna y mayores expectativas inflacionarias; (iii) entre mayo y octubre de 2010 y entre enero y mayo de 2011, para retirar el estímulo monetario llevado a cabo para hacer frente a la crisis financiera global en 2009 y (iv) entre setiembre de 2015 y febrero de 2016, como respuesta al aumento de las expectativas de inflación y dada la recuperación de la actividad económica local. Los recientes incrementos de la tasa de interés en agosto y setiembre de 2021 representan el primer episodio de subida en seis años, en un contexto de aumento de las expectativas inflacionarias y tasas reales históricamente bajas.

TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA* (En porcentaje)



* Los episodios de subida de tasa de interés están sombreados.

Dado lo anterior, se puede analizar y cuantificar el tono de la comunicación de política monetaria. Para ello se calcula un indicador que captura el sentimiento de los comunicados de la autoridad monetaria. En

44 Castillo, P., Herrada, R., Montoro, C. y Pérez, F. (2019). "La comunicación de la política monetaria en los bancos centrales de América del Sur", Banco Central de Reserva del Perú.



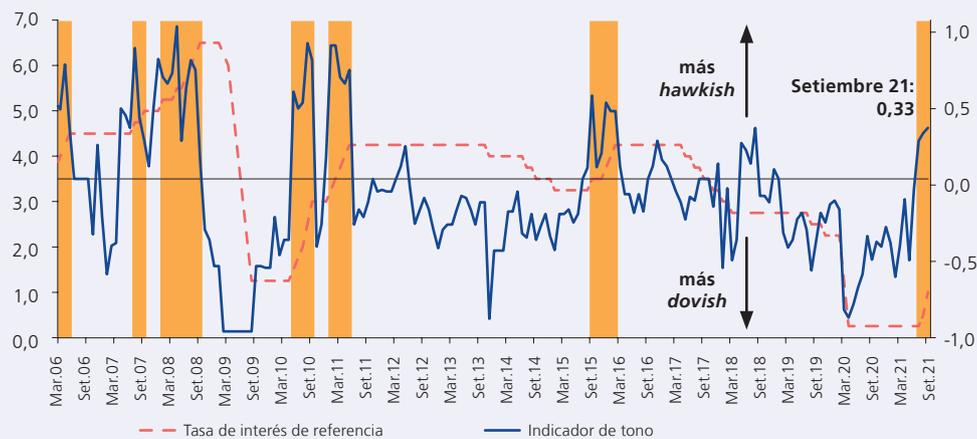
el trabajo de Lahura y Vega (2021), los autores construyen un diccionario de frases que indican posturas expansivas (*dovish*), contractivas (*hawkish*) y neutrales, a partir de las notas de prensa del Programa Monetario del BCRP⁴⁵. Para cada comunicado, se contabiliza el número de veces que aparecen frases *hawkish*, *dovish* y neutrales, y se calcula el siguiente indicador:

$$tono_t = \frac{H_t - D_t}{H_t + D_t + N_t}$$

Donde H_t representa el número de frases *hawkish*, D_t el de frases *dovish* y N_t el de frases neutrales. De esta forma, un valor positivo del indicador implica un tono a favor de una posición contractiva, mientras un valor negativo implicaría una comunicación con posición expansiva.

El indicador de tono de política monetaria se adecúa al evento de subida adoptando un valor positivo (*hawkish*), en algunos casos con anticipación a la decisión de subir la tasa de interés. Según el indicador calculado, el cambio de tono en los comunicados de política monetaria hacia una postura *hawkish* fue contemporáneo (es decir, no hubo anticipación) en los episodios de subida de 2005 y 2010, mientras en los periodos de 2011 y 2015 el cambio ocurrió con una anticipación de 1 mes y, en el periodo de 2007, con una anticipación de hasta 3 meses.

TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA E INDICADOR DE TONO DE POLÍTICA MONETARIA*
(En porcentaje y valor del índice)



* Para el indicador de tono de política monetaria, los valores positivos del índice indican un tono a favor de una posición contractiva, mientras los valores negativos implican una comunicación con posición expansiva. Las áreas sombreadas corresponden a periodos de subida de tasa de interés.

De acuerdo con el indicador de tono, la Nota Informativa del mes de julio de 2021 habría dado indicios de un tono *hawkish*, previendo las futuras acciones del BCRP. En comparación con el comunicado de junio, en el cual el Banco Central da a entender que aún está dispuesto a ampliar el estímulo monetario; en el comunicado de julio se hace especial énfasis en la información sobre expectativas de inflación y actividad económica, quitando la referencia a la ampliación del estímulo monetario. El indicador también implica que el comunicado ha tomado una postura más favorable al retiro del estímulo monetario en agosto y setiembre.

45 Vega, M. y Lahura, E. (2021). "Assessing central bank communication through monetary policy statements: Results for Colombia, Chile and Peru", Banco Central de Reserva del Perú.

FORWARD GUIDANCE EN COMUNICADOS DE POLÍTICA MONETARIA

Periodo de subida: Agosto 2021

Junio 2021	El Directorio considera apropiado mantener una postura monetaria fuertemente expansiva mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes. El Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía, y se encuentra atento para ampliar el estímulo monetario bajo diferentes modalidades.
Julio 2021	El Directorio considera apropiado mantener una postura expansiva mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes, y se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a las expectativas de inflación y a la evolución de la actividad económica. El Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía.
Agosto 2021	El Directorio considera apropiado mantener una postura expansiva mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes, y se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a las expectativas de inflación y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de la política monetaria. El Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía.
Setiembre 2021	El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a las expectativas de inflación y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de la política monetaria. El Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía.

El cambio en el tono de comunicación también tomó en cuenta la evolución de las variables de inflación, expectativas de inflación y recuperación de la actividad mundial. Cabe mencionar que el incremento en el nivel del tono *hawkish* de este último episodio es comparable con el registrado en el episodio anterior de alza de tasas de 2015.

A nivel internacional, los bancos centrales de Chile, Colombia y México empezaron desde fines del segundo trimestre de 2021 a adoptar una postura favorable al retiro del estímulo monetario en sus comunicados de política monetaria. Posteriormente, la tasa subió en el caso de Chile de 0,50 por ciento a 0,75 por ciento en julio y 1,50 por ciento en agosto, y en el caso de México, de 4,25 por ciento a 4,5 por ciento en agosto.

