

# Comunicados del Banco Central: de lo local a lo externo

Cristóbal Gamboni / Hermann González / Jorge Selaive

- Pese a los cambios que ha tenido nuestra economía y los mercados financieros en los últimos 20 años, los Comunicados han tenido cambios acotados de forma pero sí de fondo, las que resultan relevantes para entender el futuro de la política monetaria.
- Las palabras “crecimiento” y “actividad” se repiten con alta frecuencia y en magnitudes similares en todos los periodos. En consecuencia, se observa que más allá del mandato específico sobre inflación, ha existido una permanente atención a la evolución de la actividad económica, atendible por sus efectos sobre los precios.
- Después de la crisis, para el Banco Central han cobrado importancia relativa otros elementos adicionales más ligados a expectativas y sector externo.
- En lo más reciente, palabras como “expectativas”, “externo” y “perspectivas” han tomado mayor preponderancia, dando cuenta de la relevancia que han ganado las condiciones externas para las decisiones de política monetaria. En esa dimensión, no debería sorprender el reciente cambio hacia una política monetaria que retira menos estímulo y la discusión de llevar a neutralidad el sesgo, a pesar de tener la inflación marcadamente sobre el techo del rango meta.

Nos centraremos en la información contenida en los Comunicados que se liberan mensualmente una vez concluidas las Reuniones de Política Monetaria. Es sabido que las palabras en dichos comunicados son elegidas con cautela, e intentan entregar la información relevante que determinó la decisión de política monetaria y el *forward guidance*. Por eso, con motivo de ahondar en la eficacia del Banco Central en la comunicación de sus decisiones, el presente informe se centra en analizar los cambios que han tenido los Comunicados luego de 20 años de historia.<sup>1</sup>

## Comparación histórica de los Comunicados del Banco Central de Chile

Los Comunicados están disponibles desde el 2 de septiembre de 1997 hasta marzo del presente año. Dividimos el análisis de la evolución de los comunicados por presidente del Banco Central. Así, los periodos considerados van desde 1997 a abril de 2003 (Carlos Massad), mayo de 2003 a noviembre de 2007 (Vittorio Corbo), diciembre de 2007 a noviembre de 2011 (José de Gregorio) y diciembre de 2011 hasta la actualidad (Rodrigo Vergara). La Tabla 1 resume los periodos considerados, el número de comunicados que abarcan y algunas características adicionales.

<sup>1</sup> Ya en un estudio anterior ([ver link](#)) analizamos las herramientas que posee el Banco Central de Chile para informar al público la información disponible relevante para la política monetaria. Aquel informe se centraba en evaluar la transparencia en la comunicación del Banco Central tomando como *benchmark* lo que hacen algunos países líderes en la materia.

Tabla 1

**Indicadores descriptivos comunicados Banco Central por período**

Presidente	Inicio	Término	Número	Palabras	Párrafos	Pal. Prom.	Párr. prom.
C. Massad	02-09-1997	01-05-2003	58	16.997	300	293.1	5.2
V. Corbo	01-05-2003	06-12-2007	55	14.422	240	262.2	4.4
J. De Gregorio	07-12-2007	07-12-2011	48	12.846	247	267.6	5.1
R. Vergara	10-12-2011	17-03-2016	52	14.056	210	270.3	4.0

Fuente: BCCh, BBVA Research

**Pese a los grandes cambios que ha tenido nuestra economía y los mercados financieros en los últimos 20 años, los Comunicados han tenido cambios de forma muy menores.** Obviando que los primeros comunicados disponibles coinciden con el tiempo de la crisis asiática, donde por lo demás el BC apuntaba a controlar la tasa real en vez de la nominal, desde aproximadamente mediados de 2001 el Comunicado tiene la forma estándar que mantiene en gran parte hasta el día de hoy: un párrafo con la decisión de política, otro con un análisis de la economía internacional, el siguiente con un análisis de la situación interna y la inflación, y un último párrafo con el sesgo. Durante la presidencia de Carlos Massad, un mayor número de palabras promedio por comunicado y un promedio de 5,2 párrafos, esta última cifra similar al promedio de 2007-2011. En el período del estallido la crisis financiera internacional, durante el cual el Banco Central era liderado por José De Gregorio, no se observa un aumento del número promedio de palabras de los comunicados, el cual podría esperarse a priori dada la complejidad de los eventos que sucedían en el ámbito internacional y los efectos que estos ocasionaron en la economía chilena, aunque sí se constata un aumento del número promedio de párrafos, algo que se normaliza durante la presidencia de Rodrigo Vergara.

Observamos algunos periodos en donde hubo variaciones que se abandonaron al poco andar. Por ejemplo, durante la presidencia de Vittorio Corbo hubo una oportunidad en la que el Comunicado informó de un voto minoritario dentro del Consejo. Esta pieza de información migró hacia las minutas de las reuniones, en vez de ser parte del Comunicado.

Durante el año 2007, se introdujo en algunas oportunidades un párrafo apuntando a lo “coherente” o “necesaria” que era la decisión para alcanzar la meta de 3% de inflación, acompañado de alzas de tasas. Durante el periodo de De Gregorio se separó en dos párrafos el análisis de la economía local y la inflación, situación que fue revertida al segundo comunicado del periodo de Vergara. Estos cambios, aunque leves entre un periodo y otro, dan a entender que hubo distintos énfasis por parte de cada Consejo.

**En una línea de análisis más formal, tomamos como base parte del estudio realizado por Hansen y McMahon (2005)<sup>2</sup>.** Utilizando la herramienta gratuita *Wordclouds* ([wordclouds.com](http://wordclouds.com)), la cual hace factible realizar nubes de palabras en base a un texto, analizamos las palabras más repetidas en todos los comunicados que se pueden descargar del sitio web del Banco Central. Para este análisis hemos eliminado palabras que sirven como conectores (“que”, “han”, “los” y un largo etc.). Además, hemos descartado palabras que se repiten con frecuencia, pero que no representan a un concepto económico en específico, es decir, no ayudan a percibir cuáles fueron las variables económicas más evaluadas por el Consejo en su momento. Estas palabras son Consejo, Banco, Central, Política, Monetaria, etc. Los resultados se observan en los gráficos 1 a 4.

<sup>2</sup> Hansen, Stephen y Michael McMahon, 2005, *Shocking language: Understanding the macroeconomic effects of central bank communication*. CAMA Working Paper 4/2016.



internacional de 2009. Como dato anecdótico, la palabra “crisis” solo ha aparecido cinco veces en todos estos años.

Tabla 2

**Comparación ranking de palabras período Vergara vs resto**

	Vergara	De Gregorio	Corbo	Massad
Inflación	1	1	1	1
Condiciones	2	15	9	81
Tasa	3	4	2	2
Crecimiento	4	23	5	4
Inflacionarias	5	29	198	29
Economías	6	5	338	191
Perspectivas	7	13	131	16
Expectativas	8	9	19	137
Actividad	9	3	6	15
Interés	10	6	4	7

Fuente: BCCCh, BBVA Research

Es también importante notar el alza relativa que ha tenido “condiciones” y “expectativas”, lo cual da señales de la mayor preocupación sobre estos temas dentro de la agenda del Banco central. La tabla 2 toma como *benchmark* las diez palabras más utilizadas en los Comunicados desde que Rodrigo Vergara es Presidente del Consejo, comparándolas con el ranking relativo que tuvieron dichas palabras en los periodos anteriores. Dentro de los patrones observables se encuentra un uso sistemático en palabras tales como “tasa” e “interés” dentro de 3 periodos. La palabra “crecimiento” también ha sido importante, exceptuando el periodo de De Gregorio donde, de todas formas, se utilizó con mayor frecuencia la palabra “actividad”.

¿Es posible inferir mayor preocupación por el crecimiento y el desempleo por parte del Consejo en algunos periodos? Las palabras “crecimiento” y “actividad” se repiten con alta frecuencia y en magnitudes similares en todos los periodos. En otras palabras, se observa que más allá del mandato específico del Banco Central, existe una permanente atención a la evolución de la actividad económica local y externa, posiblemente por sus efectos sobre la inflación. Por otra parte, la palabra **desempleo** se utilizó muy poco, con excepción del periodo De Gregorio, dejando en claro que fue una fuente de preocupación para el Consejo durante la crisis.

¿Ha habido algún cambio en los Comunicados después de la crisis de 2009?. En un mundo donde la Fed estuvo varios años con una tasa de prácticamente cero, la comunicación de los bancos centrales se volvió clave. ¿Tuvo eso un símil en Chile? Los gráficos 5 y 6 comparan las palabras utilizadas en los periodos pre-crisis (2003-2008) y post-crisis (2010-2015), bajo los mismos criterios expuestos anteriormente. La ventaja de una comparación de este tipo es que comparamos dos periodos con el mismo número de años, donde existe plena información de los comunicados a nivel mensual, ya estaba internalizada la meta de inflación en torno a 3% anual y se hacía política monetaria sobre la tasa nominal, dejando solo fuera de la muestra el año de crisis (2009) donde las medidas excepcionales hicieron que los Comunicados tuvieran un formato transitoriamente distinto.

Gráfico 5  
Palabras más utilizadas en periodo pre-crisis



Fuente: BBVA Research con Wordclouds.com

Gráfico 6  
Palabras más utilizadas en periodo post-crisis



Fuente: BBVA Research con Wordclouds.com

Después de la crisis, para el Banco Central han cobrado mayor importancia relativa otros elementos adicionales a la inflación al momento de comunicar sus pasos en política monetaria mensualmente, más ligados a expectativas y a lo que ocurre en el exterior. En los gráficos se observa claramente que la palabra inflación ha perdido peso relativo en el período post crisis. De ser mencionada más de 340 veces en los seis años pre-crisis, en los años post-crisis fue utilizada 240 veces. Esto coincide con el fuerte aumento de la inflación que hubo previo a la crisis, coincidiendo con una significativa alza del precio del petróleo y de los alimentos, que localmente se tradujo en un incremento de la inflación a cerca de 10% a fines de 2008. Antes de la crisis, la segunda palabra más utilizada fue “precios”, mientras que en los últimos 6 años la palabra más usada ha sido “condiciones”. En lo reciente, palabras como “expectativas”, “interés”, “externo” o “perspectivas” han tomado mayor preponderancia dando cuenta de la mayor relevancia que han ganado las expectativas de las condiciones externas para las decisiones de política monetaria.

Mirando hacia adelante, nos parece consistente con los nuevos énfasis de la política monetaria local el reciente ajuste del mensaje de menor retiro de estímulo monetario, de mantención de la política monetaria en niveles estimulativos y la discusión reciente sobre moderar el sesgo a pesar de tener la inflación anual marcadamente sobre el techo del rango meta. La economía local es importante, pero los acontecimiento y perspectivas de la economía externa se habrían transformado en un elemento crucial para entender el próximo paso de la política monetaria en Chile.

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (highyieldsecurities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente

se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán “personas relevantes”). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**“BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo”.**

**BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.**