

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Comunicación de la Política Monetaria del BCCh: Evaluación y propuestas a la luz de la evidencia internacional

Jorge Selaive / Hermann González

1. Introducción

La crisis económica de 2008-2009 puso de relieve las limitaciones de la política monetaria convencional en casos extremos de recesión internacional e incremento de las tensiones en los mercados financieros. La historia es conocida, tras bajar prácticamente a cero sus tasas de instancia, los bancos centrales de diversas economías debieron comenzar a implementar medidas no convencionales de política monetaria o relajamiento cuantitativo, con el propósito de estimular sus economías por la vía de reducir las tasas de interés de largo plazo. El último en actuar en esta línea fue el Banco Central Europeo (BCE) que en el mes de enero anunció el inicio de un programa de compra de deuda por el equivalente a 60 mil millones de euros mensuales hasta septiembre de 2016 o hasta que la inflación retorne al objetivo de 2%. Por otra parte, EE.UU. se encuentra en una fase de salida de sus planes de estímulo extraordinario, discutiendo el momento propicio para iniciar el proceso de alzas de tasas de interés, lo cual ocurriría, en principio, durante el segundo semestre de este año.

La gravedad y profundidad de la crisis de 2008-2009 llevó a los bancos centrales a dar pasos en terrenos muchas veces desconocidos no solo para ellos, sino también para los agentes de mercado. Hoy, a más de seis años de iniciada la crisis, los efectos de esta se siguen sintiendo con diversas intensidades y, por cierto, siguen repercutiendo en la conducción de política monetaria de diversas economías, especialmente en aquéllas de países más desarrollados. En este contexto, es que la comunicación de la política monetaria se torna fundamental para dar claridad a los mercados, alinear las expectativas de los agentes y facilitar la toma de decisiones.

Diversos autores han estudiado los efectos de la comunicación de la política monetaria en distintas variables macroeconómicas, así como en la efectividad del instrumento. Por ejemplo, Bascand (2013) plantea que la comunicación de los bancos centrales tiene implicancia directa en las decisiones de inversión, gasto, ahorro, empleo y fijación de precios de los agentes económicos, lo cual supone que una comunicación con un mayor grado de transparencia, hace posible que las señalizaciones de una acción de política monetaria sea más efectiva, generando esta conducta muestras de credibilidad que disminuye los niveles de incertidumbre y reduce la posibilidad de construcciones de expectativas distorsionadas. En el mismo sentido, Dincer y Eichengreen (2009), señalan que la transparencia apunta a la eficacia de la política monetaria, y que ésta a su vez, es fundamental para lograr los objetivos que se propongan transmitir a los mercados, agregando también que la transparencia revela franqueza sobre la forma en que se toman las decisiones y provee señales a valorar para responder con más facilidad ante ellas. De Gregorio (2008) plantea que tanto por razones de efectividad como de legitimidad democrática, la transparencia es fundamental en la conducción de la política monetaria de bancos centrales autónomos.

Cabe mencionar que el año 2009 el Banco Central de Chile (BCCh) hizo algunas mejoras en la oportunidad de la publicación de la información relativa a la comunicación de la política monetaria. Estos incluyeron el aumento de la frecuencia de Informes de Política Monetaria de tres (3) a cuatro (4) al año; se adelantó la publicación de los antecedentes para el día previo a la RPM y se adelantó también la publicación de las minutas a dos semanas después de la reunión, en lugar de tres como se hacía hasta entonces.

A seis años de esos cambios, en este trabajo se evalúa la comunicación de la política monetaria del BCCh bajo una serie de criterios seleccionados y se compara con la evidencia de un grupo de países usualmente usados como referencia. En base a dicha evaluación, se realizan propuestas en la línea de continuar avanzando en la comunicación de las decisiones de política monetaria.

La sección 2 presenta la metodología utilizada para evaluar la comunicación de la política monetaria en Chile y realizar la comparación internacional, la sección 3 presenta los principales resultados de la evaluación realizada en base a la metodología propuesta; la sección 4 propone una serie de recomendaciones que permitirán avanzar en la línea de las mejores prácticas de comunicación de política monetaria y la sección 5, que forma parte integral de este trabajo, es un anexo con el detalle de los resultados por país de la revisión realizada.

2. Metodología

Escogidos tanto por su experiencia en la conducción de la política monetaria en el contexto de metas de inflación o por ser países considerados líderes en transparencia de la información, en este trabajo utilizamos como referencia a los bancos centrales de: Australia, Canadá, Colombia, Estados Unidos, Inglaterra, Israel, México, Noruega, Nueva Zelanda, Perú y Suecia.

La información fue recopilada desde los sitios web de dichos bancos centrales, considerando las publicaciones de los informes regulares de política monetaria, comunicados de prensa y otros documentos vinculados con la comunicación de la política monetaria durante los años 2013-2014. Las dimensiones y variables a evaluar se presentan en la Tabla 1.

Tabla 1

Dimensiones y variables a evaluar

a. Informes de Política Monetaria

- a. Número de informes al año
- b. Proyecciones de actividad: plazos y detalle (años, periodicidad, rango o proyección punto, etc.)
- c. Proyecciones de inflación: plazos y detalle (años, periodicidad, rango o proyección punto, etc.)
- d. Proyecciones de TPM: plazos y detalle (años, periodicidad, rango o proyección punto, etc.)
- e. Proyecciones de tipo de cambio
- f. Proyecciones del mercado laboral

b. Comunicaciones de Política Monetaria

- a. Número o frecuencias de reuniones
- b. Publicación de comunicado
- c. Publicación de la minuta
- d. Publicación de votos y argumentos de los Consejeros
- e. Proyecciones mensuales (o con frecuencia RPM) de las siguientes variables: PIB, Inflación, Tipo de Cambio, TPM, Desempleo/Empleo
- f. Proyecciones mensuales (o con frecuencia RPM) de Largo Plazo: PIB, Inflación, Tipo de Cambio, TPM, Desempleo/Empleo
- g. Otros

Fuente: BBVA Research

La evaluación se realiza en dos dimensiones. La primera de ellas corresponde a la información contenida en los Reportes de Inflación (símbolos de nuestro IPoM). En este caso, se compara el número de informes al año y la publicación de proyecciones de actividad económica, inflación, tasa de política monetaria (TPM), tipo de cambio y del mercado laboral. Vale la pena señalar que en este trabajo no se discute qué proyecciones de variables macroeconómicas debería publicar un Banco Central ni los efectos de hacerlo, lo que puede ser parte de futuros estudios, sino más bien se compara la situación actual de publicación de las proyecciones del BCCh con la situación de otros Bancos Centrales, sin hacer juicios *a priori*. En efecto, puede haber buenos argumentos de parte de la autoridad para no publicar la senda de TPM o de tipo de cambio, por ejemplo, sin embargo estos argumentos al menos debiesen ser conocidos. La selección de las variables macro usadas para la comparación en este estudio responde simplemente a las prácticas de algunos de los Bancos Centrales elegidos como referencia, que hacen públicas las proyecciones de estas variables.

En la segunda parte, se examinan el número o frecuencia de las reuniones de política monetaria, la publicación de los comunicados, de minutas, la publicación de votos y de los argumentos de los Consejeros, la publicación de proyecciones mensuales de las principales variables macroeconómicas (PIB, inflación, tipo de cambio, TPM y desempleo), así como también otros atributos comunicacionales, como por ejemplo, la existencia de conferencias de prensa posteriores a las reuniones de política monetaria.

3. Resultados

En esta sección presentamos los resultados de la revisión realizada en base a los criterios señalados previamente. Se optó por destacar las principales diferencias o similitudes en cada una de las dimensiones escogidas y dejar el detalle de los resultados en los Cuadros del anexo (sección 5).

a. Informes de Política Monetaria

La mayoría de los países publican cuatro (4) informes con frecuencia trimestral, al igual que Chile. Las excepciones son Estados Unidos que sólo publica dos (2), Israel que publica dos (2) informes y cuatro (4) reportes de proyecciones y Suecia, que publica tres (3) informes y tres (3) actualizaciones de dichos informes en el año.

Con respecto a las proyecciones de actividad económica, se observa que Australia, Canadá, Estados Unidos, México y Perú presentan éstas para el cierre de año y a dos (2) años plazo. Por su parte, Inglaterra, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia publican su proyección para el cierre de año y a tres (3) años plazo. Colombia, Israel y Chile solo lo hacen para el cierre de año y a un (1) año plazo (en el caso de Israel publican en sus estudios de proyecciones trimestrales para el cierre de año y a dos (2) años plazo). Además, en varios casos se publica una proyección puntual, en lugar de un rango como se hace en el caso de Chile (Canadá, Inglaterra, Israel, Noruega, Nueva Zelanda, Perú, Suecia). En algunos casos se presentan proyecciones con frecuencia mayor a un (1) año (trimestral o semestral) y por sector económico.

En lo referente a proyecciones de inflación contenida en los Informes de Política Monetaria, Australia, Canadá, Estados Unidos, México, Perú y Chile exponen cifras a cierre de año y a dos (2) años plazo para inflación total y subyacente (exceptuando Perú que sólo publica inflación total). Por su parte, Inglaterra, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia publican cifras a cierre de año y a tres (3) años plazo para la inflación total y subyacente (exceptuando Inglaterra que sólo publica inflación total), mientras que Colombia e Israel únicamente proyectan cifras para cierre de año y a un (1) año plazo para la inflación total y subyacente (mención especial para Israel, dado que publican cifras en sus estudios de proyecciones trimestrales para el cierre de año y a dos (2) años plazo, sólo para inflación total). Una dimensión en la que existen espacios para avanzar en el caso de Chile corresponde a la frecuencia de las proyecciones, debido a que en un amplio grupo de países estudiados presenta proyecciones trimestrales de inflación.

En relación con la tasa de política monetaria, observamos que la práctica mayoritaria es no presentar las proyecciones de los Bancos Centrales. Sin embargo, existen excepciones. Israel publica en sus Informes de Política Monetaria proyecciones para el cierre de año y a un (1) año plazo, además en los informes trimestrales publica proyecciones a dos (2) años plazo. Por su parte, Noruega y Suecia lo hacen para cierre

de año y a tres (3) años plazo. Nueva Zelanda no presenta proyecciones de tasa de política monetaria propiamente tal, no obstante, publica proyecciones para la tasa de interés a 90 días al cierre del año y a tres (3) años plazo.

Menos generalizado aún es la publicación de proyecciones de tipo de cambio, pero hay tres excepciones, estas son Noruega, Nueva Zelanda y Suecia, que publican en sus Reportes periódicos, proyecciones trimestrales y a tres (3) años plazo de un índice de tipo de cambio ponderado por participación en el comercio.

Por último, en el contexto de la publicación de los Informes de Política Monetaria de los países seleccionados, observamos un grupo amplio de países que proyectan variables relativas al mercado laboral. Efectivamente, Estados Unidos publica proyecciones de tasas de desempleo para el cierre de año y a dos (2) años plazo. México realiza proyecciones de empleo en el mismo horizonte de tiempo, mientras que Inglaterra, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia publican proyecciones de tasa de desempleo para el cierre de año y a tres (3) años plazo. En el caso de Israel, se presentan proyecciones trimestrales para la tasa de desempleo al cierre de año y a dos (2) años plazo.

b. Comunicación de Política Monetaria

En esta sección avanzamos a evaluar diversas dimensiones de la comunicación de la política monetaria, partiendo desde aspectos básicos como el número y frecuencia de las reuniones, pasando por la información presentada en los comunicados y la transparencia de la discusión de los miembros del Consejo.

En lo que respecta al número de reuniones, encontramos que las 12 reuniones anuales que realiza el BCCh se encuentran en la parte alta del rango entre 6 y 12 que realizan los Bancos Centrales analizados. La opción mayoritaria es precisamente hacer reuniones mensuales, pero también existen casos de reuniones cada dos meses y cada un mes y medio. Si bien en esta dimensión el BCCh está entre los países que realiza sus reuniones con mayor frecuencia, esto no quiere decir necesariamente que sea la mejor opción, sino que, el debate está abierto. En efecto, por ejemplo al interior del BCE se ha estado discutiendo la posibilidad de reducir el número de reuniones, de manera de disminuir la volatilidad de los mercados que se produce en torno a las fechas que se esperan anuncios importantes (i.e. en la fecha de las reuniones de política monetaria).

El BCCh al igual que la mayoría de los países analizados publica un comunicado de la decisión de política monetaria el mismo día de la reunión. Noruega y Suecia publican el comunicado al día siguiente.

Por su parte, la mayor parte de los países analizados publican las minutas de la reunión dos semanas después de realizada esta. Una excepción es EE.UU. que publica sus minutas tres semanas después y un grupo de Bancos Centrales que no publican minutas, dentro de los que se incluyen Canadá, Noruega, Nueva Zelanda y Perú. Nuevamente en esta dimensión el BCCh está en línea con las mejores prácticas internacionales.

La siguiente dimensión que se evaluó corresponde a la información contenida en las actas de las reuniones de política monetaria. Cabe recordar que en el caso de Chile, es posible conocer los votos de los Consejeros¹, pero no es posible identificar sus argumentos. A este respecto, observamos diferentes prácticas en los Bancos Centrales analizados. En un primer grupo se encuentran Australia, Colombia, Israel y México, en cuyo caso no se conocen los autores de los votos ni de los argumentos, por lo que se encuentran, en esta dimensión, en un nivel de transparencia inferior al BCCh. El Banco de Inglaterra, al igual que el BCCh, publica los autores de los votos, pero no es posible distinguir los argumentos individuales de cada Consejero. También encontramos dos niveles mayores de transparencia respecto de lo realiza el BCCh. El primero es lo que realiza la Reserva Federal de EE.UU. que en sus minutas da a conocer los autores de los votos y, aunque no es posible distinguir los argumentos individuales de cada miembro del *Board*, cuando hay votos minoritarios, se publica un párrafo explicando los principales argumentos del disenso. Luego está el caso del Banco Central de Suecia que, junto con publicar los argumentos de los votos de disenso, individualiza a los autores de los argumentos que respaldan la decisión de política monetaria.

1: La mayor parte de las decisiones del BCCh son unánimes, pero cuando algún Consejero vota en contra de la mayoría, su voto es transparentado en la minuta de la reunión.

Otra dimensión que se evaluó fue la publicación de proyecciones macroeconómicas en los comunicados y minutas de las reuniones de política monetaria. Sabemos que los bancos centrales hacen proyecciones de corto plazo y actualizaciones de sus proyecciones de mediano plazo que inciden en sus decisiones de política monetaria, pero que por lo general no las publican. De los países analizados, solo EE.UU. y Suecia publican sus proyecciones macro, con frecuencia trimestral y bimensual, respectivamente.

Finalmente encontramos poca evidencia de publicaciones de antecedentes el día previo a la reunión y de la publicación de los gráficos presentados por el *staff*, como lo hace el BCCh, lo que lo ubica a la vanguardia en esta dimensión, comparado con el conjunto de países de referencia. Sólo Colombia publica antecedentes y una presentación, similar a lo que hace el BCCh aunque con otra temporalidad, mientras que Noruega y Perú solo publican una presentación. Por otra parte, hay algunos Bancos Centrales que realizan una conferencia de prensa al final de cada reunión de política para explicar su decisión y responder dudas de la prensa especializada, estos países son Colombia, Noruega y Suecia. Esto último no lo hace actualmente el BCCh y podría ser una buena idea implementarlo.

4. Evaluación y recomendaciones

El número de informes de política monetaria que publica el Banco Central de Chile y su frecuencia parecen apropiados y acorde con las mejores prácticas internacionales. Sin embargo, se observan espacios para avanzar en la publicación de proyecciones en estos documentos.

En primer término, está el período de tiempo que abarcan las proyecciones de actividad. Chile junto con Colombia son los únicos países de la muestra que solo publican estimaciones para el cierre del año y para el año siguiente, mientras que el resto lo hace para plazos de dos y hasta tres años. Adicionalmente un número relevante de países publica proyecciones puntuales de actividad en lugar de un rango amplio como lo hace el BCCh. Si bien una proyección puntual es más imprecisa que un rango, los inconvenientes que pueda generar esta práctica se pueden subsanar mediante la publicación de intervalos de confianza y sesgos en torno a una proyección puntual². Por su parte, el horizonte de política monetaria, hace deseable disponer no solo de la visión de inflación a dos años plazo, sino también de la visión de actividad del Instituto Emisor en ese plazo.

En el caso de las proyecciones de inflación, si bien algunos países proyectan a tres años plazo, la mayoría lo hace igual que el BCCh a un plazo de dos años, período de tiempo que es consistente con el horizonte de política monetaria, por lo que en esta dimensión no vemos espacios para mejorar. Sí consideramos que existe un espacio para avanzar en la frecuencia de las proyecciones de inflación. En efecto, un amplio número de países publica proyecciones trimestrales de inflación, lo que permite tener una visión más clara de la trayectoria inflacionaria prevista, más allá de las proyecciones de cierre de año y promedio que actualmente publica el BCCh.

Respecto de las proyecciones de TPM, si bien la práctica mayoritaria es no presentar proyecciones, existen excepciones. Es el caso de los Bancos Centrales de Israel, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia, que proyectan esta variable con un horizonte de hasta tres años plazo. Mucho menos común es la presentación de proyecciones de tipo de cambio, sin embargo, en los países analizados existen tres excepciones, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia, que publican proyecciones trimestrales para un índice de tipo de cambio ponderado por participación en el comercio con un horizonte de tres años.

Es importante destacar que en el caso de las proyecciones de variables financieras, el BCCh podría tener buenas razones para no querer hacer públicas sus proyecciones, como por ejemplo, razones de efectividad de sus decisiones de política monetaria o de márgenes de maniobra. Sin embargo, queremos resaltar que esta práctica es distinta en otros países. Un debate sobre la conveniencia o no de publicar las proyecciones de estas variables sería bienvenido.

2: En el caso del BCCh, la publicación de las cifras utilizadas para construir el fan charts de las proyecciones del PIB, podría ayudar en esta dimensión.

Finalmente en lo que respecta a los Reportes de Inflación, observamos que la mayor parte de los Reportes analizados presentan proyecciones para el mercado laboral, lo que deja de manifiesto una brecha relevante respecto de lo que hace actualmente el BCCh, que no publica proyecciones para este mercado.

La realización de reuniones mensuales de política monetaria y la publicación de un comunicado el día de la reunión y del acta en un plazo de dos semanas están en línea con las mejores prácticas internacionales y por lo tanto, consideramos que debiese mantenerse sin cambios.

En relación con la información contenida en las actas de las reuniones, encontramos que existen algunos niveles superiores de entrega de información a los que exhibe el BCCh. En efecto, publicar los autores de los argumentos en la minuta y/o dar espacios para una argumentación especial de los votos de disenso pondrían al BCCh a la vanguardia en transparencia de sus decisiones de política monetaria. Esta mayor transparencia no está exenta de riesgos, por cierto. Uno de ellos sería, por ejemplo, perder franqueza en los argumentos al hacerlos públicos identificando a su autor.

Lo mismo ocurre con la publicación de la actualización de proyecciones en los comunicados y minutas de cada RPM. Sabemos que el BCCh realiza proyecciones de corto plazo de actividad e inflación, que hasta ahora no publica, pero que podría reevaluarlo. De los países analizados, EE.UU. publica proyecciones trimestrales y Suecia lo hace de forma bimensual en sus reuniones de política monetaria.

Finalmente, observamos que la publicación de los antecedentes de la reunión el día previo a esta, así como de los gráficos presentados por el staff al Consejo el día posterior, ubican al BCCh a la vanguardia respecto de los bancos centrales de referencia analizados. Sin embargo, una dimensión en la que se podría avanzar corresponde a la realización de una conferencia de prensa una vez finalizada la reunión, con el fin de explicar la decisión y aclarar las dudas de la prensa especializada. La tabla 2 a continuación resume las principales recomendaciones basadas en la comparación internacional realizada en este trabajo.

Cabe señalar que la evaluación considera como referencia a los Bancos Centrales más transparentes de la muestra en cada una de las dimensiones. En base a este análisis se observa que el BCCh pone a disposición del público menos información que otros BCs en algunas dimensiones, lo cual no quiere decir, necesariamente, que deba adoptar todas las prácticas de mayor transparencia. Sin embargo, el llamado es a no conformarse con la situación actual y a abrir el debate respecto de la información adicional que puede entregar al mercado, de manera de aportar una guía más clara para los agentes económicos respecto de la conducción de la política monetaria, sin poner en riesgo la efectividad de la política monetaria.

Tabla 2

Síntesis y propuestas

a. Informes de Política Monetaria	Evaluación	Propuestas
a. Número de informes al año		<ul style="list-style-type: none"> •Ampliar el horizonte de proyección de PIB a dos años, acotar el rango de la estimación. •Presentar proyecciones trimestrales de inflación. •Presentar nuevas proyecciones: TPM, tipo de cambio y mercado laboral en el horizonte de política monetaria.
b. Proyecciones de actividad económica		
c. Proyecciones de inflación		
d. Proyecciones de TPM		
e. Proyecciones de tipo de cambio		
f. Proyecciones del mercado laboral		

b. Comunicaciones de Política Monetaria

a. Número de reuniones		<ul style="list-style-type: none"> •Minutas de reuniones de política monetaria: identificar a los autores de los argumentos que respaldan la decisión de política monetaria y publicar la argumentación de los votos de minoría cuando existan. •Transparentar la actualización de proyecciones que se realizan con la frecuencia de las reuniones de política monetaria. •Implementar ruedas de prensa al final de cada reunión de política monetaria para explicar la decisión y aclarar dudas de la prensa especializada.
b. Publicación de comunicado		
c. Publicación de la minuta		
d. Publicación de votos y argumentos de los Consejeros		
e. Proyecciones mensuales de principales variables		
f. Proyecciones mensuales de principales variables a Largo Plazo		
g. Otros (Antecedentes, Ruedas de Prensa)		



: Acorde con la práctica internacional.



: No es congruente con la práctica internacional.



: Coherente con la práctica, pero con espacio para avanzar.

Fuente: BBVA Research

5. Anexos

Informes de Política Monetaria

País	Australia	Canadá	Colombia	Estados Unidos	Inglaterra	Israel	México	Noruega	Nueva Zelanda	Perú	Suecia	Chile
a. Número de informes al año	4, con frecuencia trimestral.	4, con frecuencia trimestral.	4, con frecuencia trimestral.	2, con frecuencia semestral.	4, con frecuencia trimestral.	2, con frecuencia semestral. Además 4 estudios de proyección trimestrales.	4, con frecuencia trimestral.	4, con frecuencia trimestral.	4, con frecuencia trimestral.	4, con frecuencia trimestral.	3, al año. Además realizan 3 publicaciones adicionales al año para actualizar sus informes.	4, con frecuencia trimestral.
b. Proyecciones de actividad: plazos y detalle (años, periodicidad rango o proyección punto, etc.)	Cifras de la actividad económica semestral a cierre de año y a dos años plazo. Rango variable.	Cifras de actividad económica trimestral a cierre de año y a dos años plazo. Cifra puntual.	Cifras de actividad económica anual para cierre de año y a un año plazo. Rango variable.	Cifras de actividad económica anual para cierre de año y a dos años plazo. Rango variable.	Cifras de actividad económica anual para cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual.	Cifras de actividad económica anual para cierre de año y a un año plazo. Cifra puntual.	Cifras de actividad económica anual para cierre de año y a dos años plazo. Rango variable.	Cifras de actividad económica anual para cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual.	Cifras de actividad económica trimestral de actividad económica para cierre de año y tres años plazo. Cifra puntual.	Cifras de actividad económica anual para cierre de año y a dos años plazo. Cifra puntual.	Cifras de actividad económica trimestral de actividad económica para cierre de año y tres años plazo. Cifra puntual. Desagregación por componentes de gastos de gasto anual a cierre de año y a tres años plazo.	Cifras de actividad económica anual para cierre de año y a un año plazo. Rango de un punto porcentual. Desagregación por componentes del gasto anual a cierre de año y a un año plazo.

	No presenta desagregación por componente e de gasto	Presenta desagregación por componente e de gasto anual para cierre de año y a dos años plazo. Cifra puntual.	No presenta desagregación por componente e de gasto.	No presenta desagregación por componente e de gasto	Desagrega-ción por componen-te de gasto anual a cierre de año y tres años plazo. Cifra puntual.	No presenta desagregación por componente de gasto. No presenta desagrega-ción por sector económico	No presenta desagrega-ción por componente e de gasto	Presenta desagrega-ción por componente e de gasto anual para cierre de año y a tres años plazo.	Presenta desagregació n por componente de gasto anual para cierre de año y a tres años plazo.	Desagrega-ción por componente e de gasto anual a cierre de año y a dos años plazo.	No presenta desagrega-ción por sector económico.	No presenta desagrega-ción por sector económico.
	No presenta desagrega-ción por sector económico	No presenta desagrega-ción por sector económico.	No presenta desagrega-ción por sector económico	No presenta desagrega-ción por sector económico	No presenta por desagrega-ción por sector económico.	Estudio de proyección presenta cifra puntual a cierre de año y a dos años plazo.	No presenta desagrega-ción por sector económico	No presenta desagrega-ción por sector económico.	No presenta desagrega-ción por sector económico.	Desagrega-ción por sector económico anual a cierre de año y a dos años plazo.		
c. Proyecciones de inflación: plazos y detalle (años, periodicidad rango o proyección punto, etc.)	Cifras de inflación semestral a cierre de año y a dos años plazo. Rango variable.	Cifras de inflación trimestral a cierre de año y a dos años plazo. Cifra puntual	Cifras de inflación anual a cierre de año y a un año plazo. Rango variable.	Cifras de inflación anual a cierre de año y a dos años plazo. Rango variable.	Cifras de inflación anual a cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual	Cifras de inflación anual a cierre de año y a un año plazo. Cifra puntual.	Cifras de inflación anual a cierre de año y a dos años plazo. Rango variable.	Cifras de inflación trimestral para cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual	Cifras de inflación trimestral a cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual	Cifras de inflación anual a cierre de año y a dos años plazo. Rango variable	Cifras de inflación trimestral a cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual	Cifras de inflación cierre de año y a dos años plazo.
	Inflación total y subyacente.	Inflación total y subyacente	Inflación total y subyacente.	Inflación total y subyacente.	Inflación total.	Inflación total	Inflación total y subyacente.	Inflación total y subyacente.	Inflación total y subyacente.	Inflación total.	Inflación total y subyacente.	Inflación total y subyacente.
	No presenta trayectoria por componentes del IPC.	No presenta trayectoria por componentes del IPC.	No presenta trayectoria por componentes del IPC.	No presenta trayectoria por componentes del IPC.	No presenta trayectoria por componentes del IPC.	No presenta trayectoria por componentes del IPC.	No presenta trayectoria por componentes del IPC.	No presenta trayectoria por componentes del IPC.	No presenta trayectoria por componentes del IPC.	No presenta trayectoria por componentes del IPC.	No presenta trayectoria por componentes del IPC.	No presenta trayectoria por componentes del IPC.

Estudio de proyección presenta cifra específica anual a cierre de año y a dos años plazo.

<p>d. Proyecciones de TPM: plazos y detalle (años, periodicidad rango o proyección punto, etc.)</p>	<p>No presenta a ningún plazo.</p>	<p>No presenta a ningún plazo.</p>	<p>No presenta a ningún plazo.</p>	<p>No presenta a ningún plazo.</p>	<p>No presenta a ningún plazo.</p>	<p>Presenta proyecciones a cierre de año y a un año plazo. Cifra puntual. Estudio de proyección presenta cifra puntual anual a cierre de año y a dos años plazo.</p>	<p>No presenta a ningún plazo.</p>	<p>Presenta proyecciones trimestrales a cierre de año y a tres años plazo.</p>	<p>Presenta proyecciones trimestrales a cierre de año y a tres años plazo de tasa de interés a 90 días. Cifra puntual.</p>	<p>No presenta a ningún plazo.</p>	<p>Presenta proyecciones trimestrales a cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual.</p>	<p>No presenta proyecciones a ningún plazo. Solo un supuesto de trabajo y una guía respecto de las expectativas de mercado.</p>
--	------------------------------------	------------------------------------	------------------------------------	------------------------------------	------------------------------------	--	------------------------------------	--	--	------------------------------------	---	---

e. Proyecciones de tipo de cambio	No presenta a ningún plazo.	No presenta a ningún plazo.	No presenta a ningún plazo.	No presenta a ningún plazo.	No presenta a ningún plazo.	No presenta a ningún plazo.	No presenta a ningún plazo.	No presenta a ningún plazo.	No presenta a ningún plazo.	Presenta proyecciones trimestrales a cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual.	No presenta a ningún plazo.	Presenta proyección trimestral a cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual.	No presenta proyecciones. Solo un supuesto de trabajo.
f. Proyecciones del mercado laboral	No presenta a ningún plazo.	No presenta a ningún plazo.	No presenta a ningún plazo.	Presenta proyección anual de tasa de desempleo para cierre de año y a dos años plazo. Rango variable.	Presenta proyección anual para tasa de desempleo de cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual.	No presentan en el informe de política monetaria, pero en sus estudios de proyección presenta cifra puntual anual de tasa de desempleo a cierre de año y a dos años plazo.	Presenta proyección anual de empleo para cierre de año y a dos años plazo. Rango variable.	Presenta proyección anual de tasa de desempleo a cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual.	Presenta proyección anual de tasa de desempleo a cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual.	No presenta a ningún plazo.	Presenta proyecciones trimestrales de tasa de desempleo a cierre de año y a tres años plazo. Cifra puntual.	No presenta a ningún plazo.	

Fuente: BBVA Research

Comunicaciones de Política Monetaria

País	Australia	Canadá	Colombia	Estados Unidos	Inglaterra	Israel	México	Noruega	Nueva Zelanda	Perú	Suecia	Chile
a. Número o frecuencias de reuniones	11 al año.	8 al año.	12 al año.	8 al año.	12 al año.	12 al año.	8 al año.	6 al año.	8 al año.	12 al año.	6 al año.	12 al año.
b. Publicación de comunicado	Sí, el mismo día de la reunión.	Sí, el mismo día de la reunión	Sí, el mismo día de la reunión.	Sí, el mismo día de la reunión.	Sí, el mismo día de la reunión.	Sí, el mismo día de la reunión.	Sí, el mismo día de la reunión.	Sí, un día después de la reunión.	Sí, el mismo día de la reunión.	Sí, el mismo día de la reunión como nota informativa.	Sí, un día después de la reunión.	Sí, el mismo día de la reunión.
c. Publicación de la minuta	Sí, dos semanas después de Reunión de Política Monetaria (RPM).	No publican	Sí, dos semanas después de la RPM.	Sí, tres semanas después de la RPM.	Sí, dos semanas después de la RPM.	Sí, dos semanas después de la RPM.	Sí, dos semanas después de la RPM.	No publican	No publican	No publican	Sí, dos semanas después de la RPM.	Sí, dos semanas después de la RPM.
d. Publicación de votos y argumentos de los Consejeros	No se conocen los autores de los votos ni los autores de los argumentos.	No publican	No se conocen los autores de los votos ni los autores de los argumentos.	Se conocen los autores de los votos. No se conocen los autores de los argumentos, pero si hay opinión contraria se publica tanto el autor de la oposición como sus argumentos.	Se conocen los autores de los votos, pero se desconocen los autores de los argumentos.	No se conocen los autores de los votos ni los argumentos.	No se conocen los autores de los votos ni los argumentos.	No publican	No publican	No publican	Se conocen los autores de los argumentos. Si hay un voto minoritario se identifica al autor y éste puede presentar los argumentos de su decisión.	Se conocen los autores de los votos, pero se desconocen los autores de los argumentos.

e. Proyecciones mensuales de las variables PIB, Inflación, Tipo de Cambio, TPM, Desempleo/Empleo	No publican	No publican	No publican	Sí publican. PIB, Inflación y Desempleo o a un año plazo. Rango variable.	No publican	No publican	No publican	No publican	No publican	No publican	Sí publican. PIB, Inflación, TPM y Desempleo a un año plazo.	No publican
f. Proyecciones mensuales (o con frecuencia RPM) de Largo Plazo: PIB, Inflación, Tipo de Cambio, TPM, Desempleo/Empleo	No publican	No publican	No publican	Sí publican. PIB, Inflación y Desempleo. Proyección anual a cierre de año y a tres años plazo. Utilizan rango variable.	No publican	No publican	No publican	No publican	No publican	No publican	Sí publican. PIB, Inflación, TPM y Desempleo. Proyección anual a tres años plazo.	No publican
g. Otros	No hay antecedentes, ni presentación publicada. No ofrecen ruedas de prensa terminada la RPM.	No hay antecedentes, ni presentación publicada. No ofrecen ruedas de prensa terminada la RPM.	No hay publicación de antecedentes. Publican la presentación el mismo día publicada la minuta. Ofrecen ruedas de prensa terminada la RPM.	No hay antecedentes, ni presentación publicada. No ofrecen ruedas de prensa terminada la RPM.	No hay antecedentes, ni presentación publicada. No ofrecen ruedas de prensa terminada la RPM.	No hay antecedentes, ni presentación publicada. No ofrecen ruedas de prensa terminada la RPM.	No hay antecedentes, ni presentación publicada. No ofrecen ruedas de prensa terminada la RPM.	No hay antecedentes, sí publican presentación. Ofrecen ruedas de prensa terminada la RPM.	No hay antecedentes, ni presentación publicada. No ofrecen ruedas de prensa terminada la RPM.	No hay antecedentes, sí publican presentación posterior de la sesión. No ofrecen ruedas de prensa terminada la RPM.	No hay antecedentes, sí publican presentación. Ofrecen ruedas de prensa terminada la RPM.	Publicación de antecedentes el día previo a la RPM y de la presentación el día posterior. No ofrecen ruedas de prensa terminada la RPM.

Fuente: BBVA Research

6. Bibliografía

Bascand, G. (2013), "Communication, understanding, and credibility". Discurso en el Admirals Breakfast Club, Nueva Zelanda.

De Gregorio, J. (2008). "Transparencia y Comunicaciones en la Banca Central Moderna". Documentos de Política Económica. Banco Central de Chile.

Dincer, N. N., B. Eichengreen, (2009), "Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates". National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, Estados Unidos.

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 / 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.