

El «sentit i sensibilitat» dels missatges del BCE

- La comunicació és una de les eines més potents de la política monetària. Per aquest motiu, CaixaBank Research ha desenvolupat un índex que mesura el sentiment de les comunicacions del BCE.
- El nostre índex de sentiment del BCE té una forta associació amb els indicadors d'activitat de la zona de l'euro i anticipa els canvis en el tipus d'interès de referència.
- L'índex constata un fort deteriorament del sentiment del BCE entre el final del 2017 i el 3T 2019 i mostra com la incertesa geopolítica ha impactat en la visió del BCE sobre la conjuntura econòmica.

És una veritat (ja gairebé) universalment reconeguda que la comunicació és una de les eines més potents de la política monetària.¹ Així ho il·lustra la reacció dels mercats a la reunió del BCE del passat mes de setembre, que mostra un contrast clar entre el moment de la publicació de les decisions de política monetària (13.45 hores) i les reaccions al llarg de la roda de premsa (14.30-15.30 hores), en què Mario Draghi va contextualitzar i va valorar les decisions amb una visió detallada de l'escenari (incloses les noves previsions econòmiques). Podem analitzar de forma quantitativa el sentiment d'aquesta comunicació i de la resta de comunicacions del BCE?

Índex CaixaBank Research de sentiment: una anàlisi quantitativa de la comunicació del BCE

L'índex de sentiment del BCE mesura el pessimisme o l'optimisme que desprenen els comunicats llegits pel president del BCE en la roda de premsa posterior a cada reunió de política monetària.² Aquests comunicats, redactats per reflectir la visió consensuada del Consell de Govern,³ presenten una valoració dels últims indicadors (com els registres d'activitat més recents o l'evolució dels mercats financers), dels principals riscos i de les perspectives per a la zona de l'euro: és a dir, sintetitzen la visió del banc central sobre la conjuntura econòmica.

Per valorar de la forma més objectiva possible fins a quin punt són optimistes o pessimistes aquests comunicats, utilitzem dos diccionaris econòmics que classifiquen gairebé 90.000 paraules en tres categories: positiva, neutra o negativa.⁴ Per exemple, «sòlid» és un terme positiu i «feble» és negatiu, però «creixement» és neutre (pot ser «sòlid» o «feble»). Així, calculem el sentiment de cada reunió del BCE com la diferència entre el nombre de paraules positives i negatives del comunicat en qüestió, normalitzada pel total de paraules del comunicat:⁵

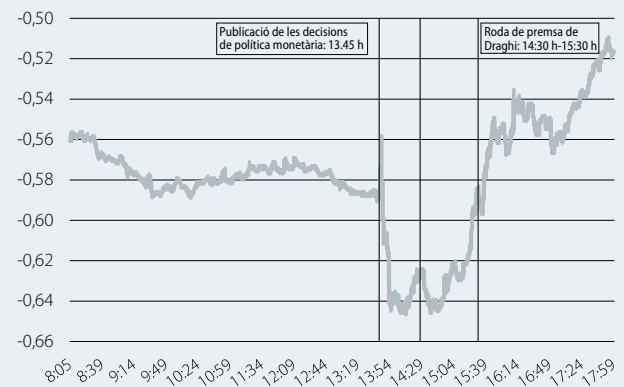
$$\text{Sentiment} = \frac{\sum \text{paraules positives} - \sum \text{paraules negatives}}{\text{Paraules totals}}$$

Malgrat la senzillesa aparent d'aquest càlcul, el segon gràfic mostra que el nostre índex de sentiment del BCE té una forta associació amb els indicadors d'activitat de la zona de l'euro (com l'índex de sentiment econòmic [ESI] elaborat per la Comissió Europea). A més a més, les seves fluctuacions predeien amb antelació els canvis en

1. L'article «Mario Draghi i el seu "parole, parole"», publicat a l'IM01/2018, analitza el poder de la comunicació com a eina de política monetària.
 2. L'anàlisi comença al gener del 2000 i recull un total de 217 comunicats de premsa i 151.296 paraules.

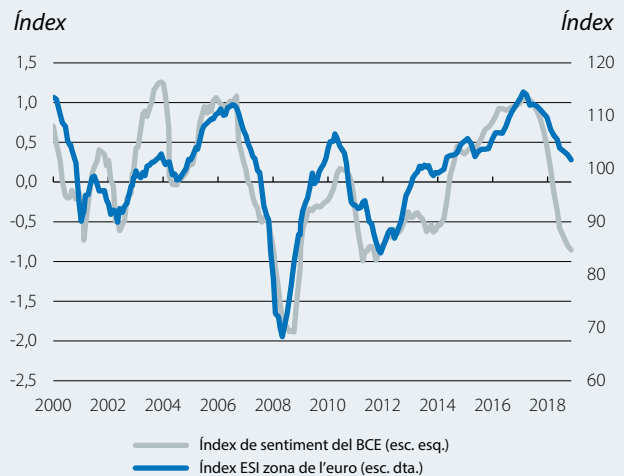
Alemanya: tipus d'interès a 10 anys del deute sobirà

Cotitzacions del 12 de setembre del 2019 (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Zona de l'euro: sentiment econòmic



Font: CaixaBank Research i Comissió Europea.

3. Excloem de l'anàlisi la secció de preguntes de la premsa.
 4. Les fonts utilitzades són el Diccionari Loughran/McDonald (Loughran, T. i McDonald, B. [2011], «When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks», Journal of Finance, 66:1, 35-65) i el Diccionari per a l'Estabilitat Financera de la Reserva Federal (Correa, R. et al. [2017], «Sentiment in Central Banks' Financial Stability Reports», International Finance Discussion Papers, 1.203). És necessari utilitzar aquests diccionaris específics, ja que, en altres diccionaris més generalistes, s'assigna un caràcter positiu o negatiu a paraules que, des del punt de vista econòmic, són neutres (com «impost»).
 5. L'índex de sentiment del BCE és una versió estandarditzada de la mitjana mòbil de 12 mesos d'aquest indicador, amb uns pesos decreixents (assignen més importància als comunicats més recents).

el tipus d'interès de referència (abans que s'estanqués en el 0%).⁶

El gir de 180 graus del BCE des d'una òptica comunicativa

A més d'oferir-nos un indicador del sentiment, l'índex ens permet entendre millor el gir de 180 graus que ha fet el BCE en l'últim any i mig, durant el qual ha passat de preparar la primera pujada de tipus a llançar un nou paquet d'estímul. De fet, al segon gràfic, s'observa un fort deteriorament del sentiment del BCE entre el final del 2017 (quan s'havia recuperat fins a màxims dels 10 últims anys) i el 3T 2019. És més, la caiguda del sentiment del BCE ha estat molt més intensa que la d'altres indicadors i obre l'interrogant de si el pessimisme del banc central és una sobreacció o anticipa un declivi més accentuat dels indicadors.

Aquest deteriorament reflecteix un canvi en la descripció de l'entorn econòmic, amb una reducció de les paraules positives (han caigut el 30%) i, en especial, amb un fort increment dels termes negatius (s'han triplicat): com ho mostra el tercer gràfic, els termes negatius van passar de 8 paraules amb una freqüència total de 25 aparicions a 21 paraules amb una freqüència total de 80 aparicions.

És més, el tercer gràfic també mostra un deteriorament de la «qualitat» dels termes negatius: apareixen referències a «feblesa» (*weak*), «prolongació» (*prolong*, *persist*, que reflecteixen la persistència del que, inicialment, era una moderació puntual de l'activitat o un augment temporal de la incertesa), «amenaces» i «proteccionisme» (*threat*, *protection*, en clara referència a les tensions comercials). De fet, la pèrdua d'optimisme (disminució de paraules positives) i l'augment del pessimisme (intensificació dels termes negatius) responen a patrons diferents, com ho recull el quart gràfic: mentre que el BCE dona continuïtat a la descripció de les dinàmiques positives de l'escenari econòmic (és a dir, utilitza les mateixes paraules positives, tot i que amb menys intensitat), l'increment del pessimisme respon a l'emergència d'una nova narrativa (el 90% de l'augment de paraules negatives és degut a l'aparició de nous mots).

Quins són aquests nous termes? Fins i tot si el lector segueix només de forma tangencial les conjuntures d'aquest Informe Mensual, no haurà estat cap sorpresa observar l'aparició, al tercer gràfic, de paraules relacionades amb el proteccionisme. Arran de les tensions comercials entre la Xina i els EUA, la geopolítica i, en particular, la incertesa que genera s'han convertit en el condicionant de moda de la conjuntura econòmica. I la visió del BCE no és una excepció: com ho mostra l'últim gràfic, l'ús de la paraula «incertesa» s'ha intensificat en totes les seves comunicacions públiques.

Gabriel L. Ramos i Adrià Morron Salmeron

6. Per al període 2000-2014, l'índex de sentiment del BCE explica, de forma significativa i per si sol, gairebé el 50% de la variància del tipus d'interès refi a dos anys vista.

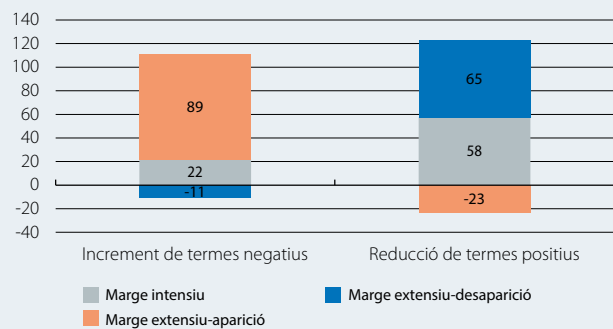
Comunicats de premsa del BCE: principals paraules negatives



Nota: Comparativa dels comunicats de premsa del setembre, octubre i desembre del 2017 amb els del juny, juliol i setembre del 2019.
Font: CaixaBank Research.

Canvi en el sentiment del BCE: 4T 2017-3T 2019 *

Contribució a la variació de termes positius i negatius (%)



Nota: * Comparativa dels comunicats de premsa del setembre, octubre i desembre del 2017 amb els del juny, juliol i setembre del 2019.
Font: CaixaBank Research.

Discursos del BCE: incidència del terme «incertesa»

Índex (mín. 0 - màx. 100) *



Nota: * Es construeix a partir d'una mitjana ponderada mòbil de 12 mesos de la freqüència amb què apareix el terme «incertesa». S'utilitzen tots els discursos dels membres del Comitè Executiu del BCE disponibles a <https://www.ecb.europa.eu>.
Font: CaixaBank Research.