

El «sentido y sensibilidad» de los mensajes del BCE

- La comunicación es una de las herramientas más potentes de la política monetaria. Por ello, CaixaBank Research ha desarrollado un índice que mide el sentimiento de las comunicaciones del BCE.
- Nuestro índice de sentimiento del BCE tiene una fuerte asociación con los indicadores de actividad de la eurozona y anticipa los cambios en el tipo de interés de referencia.
- El índice constata un fuerte deterioro del sentimiento del BCE entre finales de 2017 y el 3T 2019 y muestra cómo la incertidumbre geopolítica ha impactado en la visión del BCE acerca de la coyuntura económica.

Es una verdad (ya casi) universalmente reconocida que la comunicación es una de las herramientas más potentes de la política monetaria.¹ Así lo ilustra la reacción de mercado a la reunión del BCE del pasado septiembre, que muestra un marcado contraste entre el momento de la publicación de las decisiones de política monetaria (13:45 horas) y las reacciones a lo largo de la rueda de prensa (14:30-15:30 horas), en la que Mario Draghi contextualizó y valoró las decisiones con una visión detallada del escenario (incluyendo las nuevas previsiones económicas). ¿Podemos analizar cuantitativamente el sentimiento de esta y el resto de comunicaciones del BCE?

Índice CaixaBank Research de sentimiento: un análisis cuantitativo de la comunicación del BCE

El índice de sentimiento del BCE mide el pesimismo o el optimismo que desprenden los comunicados leídos por el presidente del BCE en la rueda de prensa posterior a cada reunión de política monetaria.² Estos comunicados, redactados para reflejar la visión consensuada del Consejo de Gobierno,³ presentan una valoración de los últimos indicadores (como los registros de actividad más recientes o la evolución de los mercados financieros), los principales riesgos y las perspectivas para la eurozona: es decir, sintetizan la visión del banco central acerca de la coyuntura económica.

Para valorar lo más objetivamente posible cuán optimistas o pesimistas son estos comunicados, utilizamos dos diccionarios económicos que clasifican cerca de 90.000 palabras en tres categorías: positiva, neutra o negativa.⁴ Por ejemplo, «sólido» es un término positivo y «débil» es negativo, pero «crecimiento» es neutro (puede ser «sólido» o «débil»). Así, calculamos el sentimiento de cada reunión del BCE como la diferencia entre el número de palabras positivas y negativas del comunicado en cuestión, normalizada por el total de palabras del comunicado:⁵

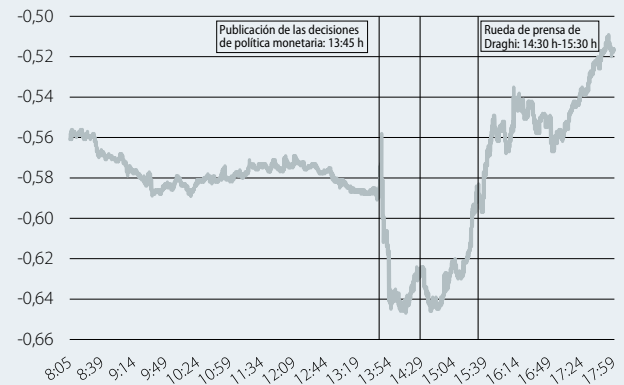
$$\text{Sentimiento} = \frac{\sum \text{palabras positivas} - \sum \text{palabras negativas}}{\text{Palabras totales}}$$

A pesar de la aparente sencillez de este cálculo, el segundo gráfico muestra que nuestro índice de sentimiento del BCE tiene una fuerte asociación con los indicadores de actividad de la eurozona (como el índice de sentimiento económico [ESI] elaborado por la Comisión Europea). Además, sus fluctuaciones precedían con antela-

1. El artículo «Mario Draghi y su 'parole, parole'» en el IM01/2018 analiza el poder de la comunicación como herramienta de política monetaria.
 2. El análisis empieza en enero del 2000 y alcanza a un total de 217 comunicados de prensa y 151.296 palabras.

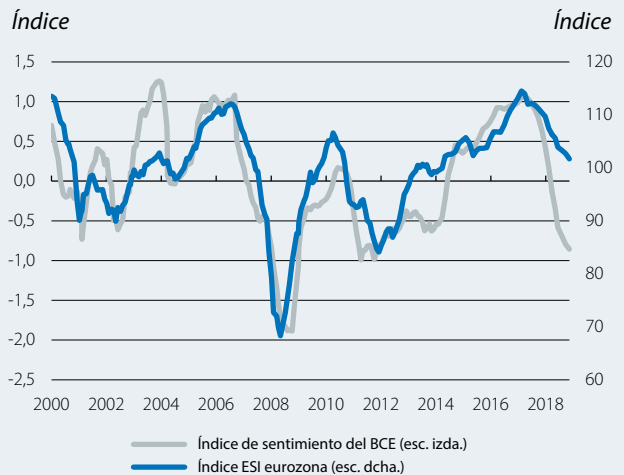
Alemania: tipo de interés a 10 años de la deuda soberana

Cotizaciones del 12 de septiembre de 2019 (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: sentimiento económico



Fuente: CaixaBank Research y Comisión Europea.

3. Excluimos del análisis la sección de preguntas de la prensa.

4. Las fuentes utilizadas son el Diccionario Loughran/McDonald (Loughran, T. y McDonald, B., 2011, «When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks». Journal of Finance, 66:1, 35-65) y el Diccionario para la Estabilidad Financiera de la Reserva Federal (Correa, R. et al. (2017). «Sentiment in Central Banks' Financial Stability Reports». International Finance Discussion Papers 1203). Es necesario utilizar estos diccionarios específicos dado que, en otros más generalistas, se asigna un carácter positivo o negativo a palabras que, desde el punto de vista económico, son neutras (como «impuesto»).

5. El índice de sentimiento del BCE es una versión estandarizada de la media móvil de 12 meses de este indicador, con unos pesos decrecientes (asignan más importancia a los comunicados más recientes).

ción los cambios en el tipo de interés de referencia (antes de que este se estancara en el 0%).⁶

El giro de 180 grados del BCE desde una óptica comunicativa

Además de ofrecernos un indicador del sentimiento, el índice nos permite entender mejor el giro de 180 grados que ha dado el BCE en el último año y medio, durante el cual ha pasado de preparar la primera subida de tipos a lanzar un nuevo paquete de estímulo. De hecho, en el segundo gráfico, se observa un fuerte deterioro del sentimiento del BCE entre finales de 2017 (cuando se había recuperado hasta máximos de los últimos 10 años) y el 3T 2019. Es más, la caída del sentimiento del BCE ha sido mucho más fuerte que la de otros indicadores y abre el interrogante de si el pesimismo del banco central es una sobre-reacción o anticipa un mayor declive de los indicadores.

Este deterioro refleja un cambio en la descripción del entorno económico, con una reducción de las palabras positivas (han caído un 30%) y, especialmente, un fuerte incremento de los términos negativos (se han triplicado): como muestra el tercer gráfico, estos últimos pasaron de 8 palabras con una frecuencia total de 25 ocurrencias a 21 palabras con una frecuencia total de 80 ocurrencias.

Es más, el tercer gráfico también muestra un deterioro de la «calidad» de los términos negativos: aparecen referencias a «debilidad» (*weak*), «prolongación» (*prolong*, *persist*, que reflejan la persistencia de lo que inicialmente era una moderación puntual de la actividad o un aumento temporal de la incertidumbre), «amenazas» y «proteccionismo» (*threat*, *protection*, en clara referencia a las tensiones comerciales). De hecho, la pérdida de optimismo (disminución de palabras positivas) y el aumento del pesimismo (intensificación de los términos negativos) responden a patrones distintos, como recoge el cuarto gráfico: mientras que el BCE da continuidad a su descripción de las dinámicas positivas del escenario económico (es decir, usa las mismas palabras positivas, aunque con menor intensidad), el incremento del pesimismo responde a la emergencia de una nueva narrativa (el 90% del aumento de palabras negativas se debe a la aparición de nuevos vocablos).

¿Cuáles son estos nuevos términos? Incluso si el lector sigue solo tangencialmente las coyunturas de este *Informe Mensual*, no habrá sido ninguna sorpresa observar la aparición de palabras relacionadas con el proteccionismo en el tercer gráfico. De la mano de las tensiones comerciales entre China y EE. UU., la geopolítica y, en particular, la incertidumbre que genera se han convertido en el condicionante de moda de la coyuntura económica. Y la visión del BCE no es una excepción: como muestra el último gráfico, el uso de la palabra «incertidumbre» se ha intensificado en todas sus comunicaciones públicas.

Gabriel L. Ramos y Adrià Morron Salmeron

6. Para el periodo 2000-2014, el índice de sentimiento del BCE explica, significativamente y por sí solo, cerca del 50% de la varianza del tipo de interés refi a dos años vista.

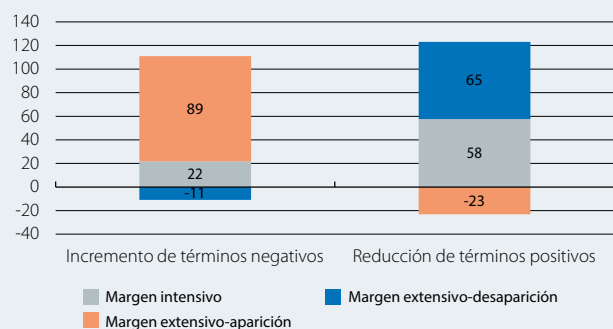
Comunicados de prensa del BCE: principales palabras negativas



Nota: Comparativa entre los comunicados de prensa de septiembre, octubre y diciembre de 2017 con los de junio, julio y septiembre de 2019. Fuente: CaixaBank Research.

Cambio en el sentimiento del BCE: 4T 2017-3T 2019 *

Contribución a la variación de términos positivos y negativos (%)



Nota: * Comparativa entre los comunicados de prensa de septiembre, octubre y diciembre de 2017 con los de junio, julio y septiembre de 2019. Fuente: CaixaBank Research.

Discursos del BCE: incidencia del término «incertidumbre»

Índice (mín. 0 - máx. 100) *



Nota: * Se construye a partir de un promedio ponderado móvil de 12 meses de la frecuencia con la que aparece el término «incertidumbre». Se utilizan todos los discursos de los miembros del Comité Ejecutivo del BCE disponibles en <https://www.ecb.europa.eu/> Fuente: CaixaBank Research.