

20. RETOS DE LA COMUNICACIÓN Y LA CREDIBILIDAD EN LA POLÍTICA MONETARIA

Bibiana Taboada Arango
Mauricio Villamizar-Villegas

El trabajo que se realiza en los bancos centrales no solo es complejo sino sumamente técnico. La política monetaria es un área especializada de la economía en la que abundan ecuaciones, modelos y conceptos difíciles de comprender a simple vista. Sin embargo, los bancos centrales deben hacer un esfuerzo por comunicar y hacer accesible el objetivo de su trabajo y la manera en la cual este se lleva a cabo. Una comunicación clara, completa y transparente permite que los bancos centrales gocen de mayores niveles de credibilidad entre los diferentes actores económicos. La credibilidad, por su parte, es uno de los activos más importantes para los bancos centrales, ya que les permite implementar la política monetaria de manera más efectiva. En Colombia, el Banco de la República ha logrado incrementar sus niveles de credibilidad en las últimas décadas, aunque presentó cierto deterioro durante los años pospandemia. Esta credibilidad es un activo que el Banco debe cuidar y proteger, tanto en sus decisiones de política monetaria como en la manera en que las comunica.

Para abrir la discusión, es clave entender a qué se refiere el concepto de “credibilidad” en este contexto. Pues bien, la credibilidad de los bancos centrales se relaciona, principalmente, con su compromiso con unos objetivos previamente definidos y su idoneidad para cumplirlos. Gran parte de los bancos centrales tiene objetivos de estabilidad de precios y, por consiguiente, su credibilidad está asociada a la institucionalidad y los procesos bajo los cuales se implementa la política monetaria, así como con sus resultados y capacidad de mantener la inflación bajo control. Con la adopción del régimen de inflación objetivo en muchos países, la credibilidad también se puede entender como la confianza por parte del público en que los bancos centrales cumplan con las metas de inflación anunciadas.

La credibilidad de los bancos centrales es importante porque, en cierta medida, permite que la política monetaria funcione como una profecía autocumplida y con bajos costos para la economía. Veamos: si el banco central anuncia una meta de inflación y el público le cree, entonces los fijadores de precios van a incrementarlos con base en el valor anunciado. De esta manera, en un caso extremo de credibilidad absoluta, la política monetaria podría no hacer nada (dejar la tasa de interés constante) y el simple anuncio de la meta de inflación llevaría a que esta se cumpliera. Lo contrario ocurriría si el banco central no tuviera credibilidad. Ante el anuncio de una meta de inflación, el público sería escéptico y los fijadores de precios los incrementarían en un valor mayor que la meta según sus prejuicios sobre los incentivos del banco, incluso cuando su objetivo es mantener el precio relativo constante. En este caso la política monetaria (ajustes en la tasa de interés) resulta insuficiente para alcanzar la meta de inflación.

Otro escenario en el que se ve la importancia de la credibilidad para los bancos centrales es en relación con los efectos de segunda ronda en la economía. Cuando hay credibilidad perfecta, los choques de oferta a los que nos referimos en el capítulo 1, por ejemplo, pueden tener efectos limitados y contenidos en el sector o región donde ocurren. Los agentes reconocen que el origen del cambio en precios relativos es localizado y mantienen sus expectativas generales de inflación ancladas a la meta, lo que impide que el choque se propague a otros ámbitos de la economía. En este escenario, no hay necesidad de que la política monetaria reaccione. En contraste, cuando la credibilidad es nula, el choque de oferta se contagia rápidamente y ocasiona un aumento generalizado de precios que exige una respuesta contundente de la política monetaria.

Naturalmente, estos casos extremos no son el mejor reflejo de la realidad, pero ayudan a ilustrar cómo la magnitud de los ajustes de la política monetaria depende del nivel de credibilidad. Ante un choque, para asegurar el cumplimiento de su meta de inflación, los bancos con alta credibilidad pueden hacer ajustes más moderados, mientras que los que tienen baja credibilidad encuentran necesario ser más agresivos.

La credibilidad de los bancos centrales está asociada a varios factores, desde arreglos institucionales (incluso constitucionales) hasta consideraciones más subjetivas relacionadas con la percepción del público sobre la organización y el actuar de la política monetaria. Hay tres medidas que se utilizan con frecuencia en la literatura para medir la credibilidad de los bancos centrales. La primera es la independencia, que se asocia con los arreglos legales existentes para blindar al banco

central de otros objetivos e intereses, aparte de la estabilidad de precios. Esta garantiza que prevalezcan los incentivos correctos para mantener la inflación bajo control, lo que se percibe como un mayor compromiso del banco central con su mandato. La segunda es la transparencia, que se refiere a la manera en la que un banco central hace pública la información sobre su proceso de toma de decisiones. La tercera son las expectativas de inflación, que corresponden al grado en que el público efectivamente cree que el banco central podrá mantener la inflación bajo control y cumplir su meta.

De cierta manera, estas tres medidas se mueven desde una concepción más teórica hacia una más práctica de lo que es la credibilidad de los bancos centrales. En teoría, se requerirían arreglos institucionales que permitieran al banco central concentrarse en su misión de estabilidad de precios sin dejarse llevar de “tentaciones” de corto plazo (como sobreestimar la economía en un momento dado a costo de tener más inflación en el futuro); en la práctica, puede bastar con que el banco central tenga un historial de cumplimiento favorable para creer que este continuará entregando buenos resultados. En el medio, está la posibilidad de que conocer la manera en que el banco central realiza sus análisis y pronósticos y toma sus decisiones, sea suficiente para hacer un juicio positivo sobre su compromiso e idoneidad.

Cepeda, Taboada-Arango y Villamizar-Villegas (2023) toman diferentes índices de estas tres medidas de credibilidad para un grupo de 59 países para entender qué tanto contribuyen a la efectividad de la política monetaria de acuerdo con la literatura existente. En un metaanálisis en el que revisan unos 1.200 efectos tomados de 241 estudios encuentran que la transparencia, seguida del nivel de anclaje de las expectativas de inflación a mediano y largo plazo, son las medidas de credibilidad que más impactan la efectividad de la política monetaria. Por su parte, la independencia y el anclaje de las expectativas de inflación de corto plazo son las que menos contribuyen.

El hallazgo empírico de un efecto significativo de la credibilidad en la efectividad de la política monetaria es un hecho importante pues, a pesar de que generalmente se asume credibilidad perfecta y expectativas racionales en los modelos de los bancos centrales, los beneficios de la credibilidad se han estudiado más bien poco. El hecho de que la medida de credibilidad con mayores ganancias en efectividad sea la transparencia, es también algo afortunado. Mientras que la independencia puede ser difícil de obtener para un banco central que no la tenga, pues seguramente requeriría de reformas legales e institucionales significativas

que dependen de otros actores del poder público, la transparencia se puede conseguir más fácilmente. El banco central puede hacer ajustes organizacionales internos para adoptar buenas prácticas en materia de publicaciones, comunicaciones y reporte que garanticen la disponibilidad de información relevante de forma clara y oportuna. Obviamente, para que esto genere credibilidad es necesario que el banco central tenga análisis y procesos robustos para la toma de sus decisiones, de manera que una vez estos sean de conocimiento público generen una impresión positiva en los distintos actores económicos. Si bien el proceso de ajuste puede tomar algo de tiempo, es un cambio que está en las manos del banco central si este decide llevarlo a cabo.

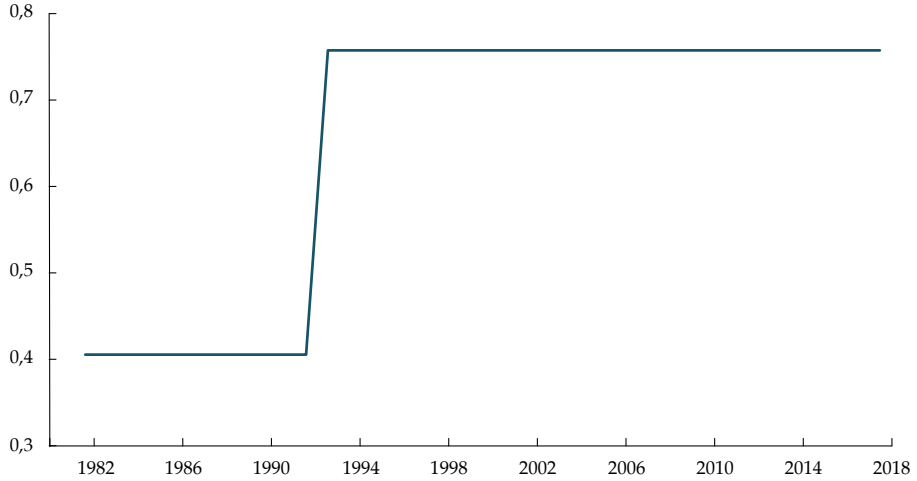
Para alcanzar mayores niveles de transparencia los bancos centrales deben estar en un proceso de mejoramiento continuo que les permita ajustar sus comunicaciones ante diferentes coyunturas y etapas del ciclo económico, así como tener el objetivo de llegar a audiencias diversas y con intereses variados en torno a las decisiones de política monetaria. Tradicionalmente, los bancos centrales se han esforzado por comunicar de manera asertiva a las audiencias especializadas, pero han sido menos determinados en sus acciones hacia el público general, en el que se incluyen los fijadores precios que deberían ser uno de sus públicos de mayor interés.

También podría cuestionarse qué tan exitosos han sido los bancos centrales en comunicar y explicar sus decisiones en momentos de ajuste de la política monetaria, siendo tal vez el ejemplo más emblemático lo ocurrido durante el episodio conocido como *taper tantrum* en el año 2013. En esta ocasión, ante un anuncio por parte de la Reserva Federal sobre eventuales reducciones en su programa de expansión cuantitativa (*quantitative easing*), que se venía implementado desde la crisis financiera de 2008 para apoyar la recuperación de la economía, los mercados reaccionaron de manera agresiva con incrementos sustanciales en las tasas de los bonos de deuda pública y afectaciones generalizadas de los mercados financieros globales. La comunicación realizada alteró drásticamente las expectativas del mercado sobre los tiempos en los que se recogerían los excedentes de liquidez y causó un pánico que, visto en retrospectiva, resultó innecesario. Al final, la Reserva Federal no hizo los ajustes que el mercado se había imaginado y, en cambio, sí realizó comunicaciones recurrentes para gestionar las expectativas de los agentes, lo que permitió que retornara la tranquilidad al mercado.

Analicemos ahora la credibilidad del Banco de la República a la luz de algunas de estas medidas. El Gráfico 20.1 presenta la información para Colombia de los índices de independencia de Romelli (2022), transparencia de Dincer, Eichengreen y Geraats (2022) y anclaje de expectativas de inflación

Gráfico 20.1
Medidas de credibilidad para Colombia

A. Índice de independencia



B. Índice de transparencia

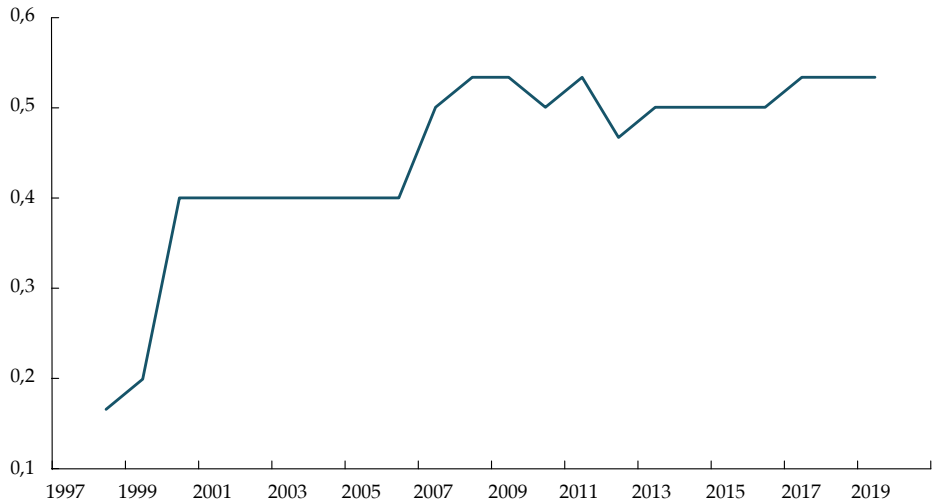
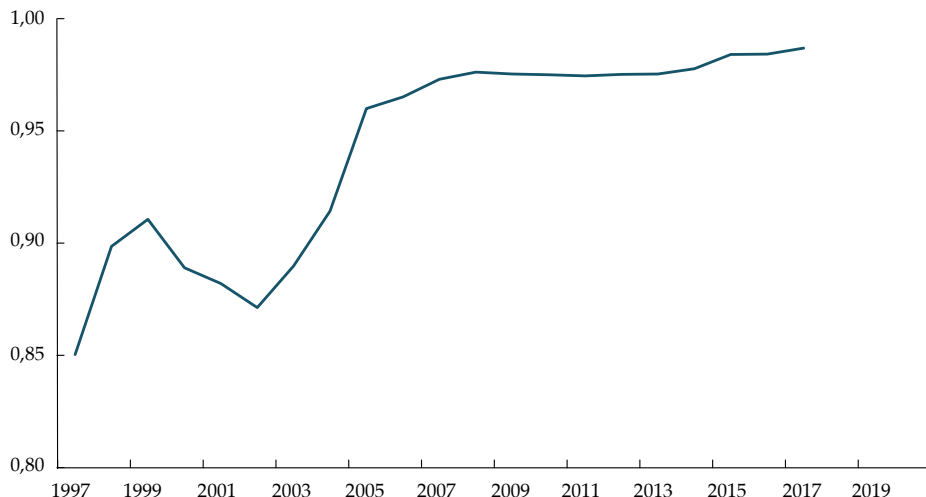


Gráfico 20.1 (continuación) Medidas de credibilidad para Colombia

C. Índice de anclaje de expectativas de inflación a 5 años



Nota: para facilitar la comparación de los tres índices, el índice de expectativas de inflación a 5 años se normalizó entre 0 y 1. Para los tres índices valores más altos representan mayor credibilidad.

Fuente: Cepeda, Taboada Arango y Villamizar-Villegas (2023).

a largo plazo (5 años) de Bems *et al.* (2020). Los periodos presentados para cada uno de los índices corresponden a los datos estimados y publicados por sus respectivos autores. El índice de independencia muestra una clara discontinuidad después de la reforma constitucional de 1991 en donde se le otorgó al Banco plena autonomía técnica, administrativa y patrimonial. El índice de transparencia muestra un salto importante a finales de la década de los noventa que coincide con la adopción del esquema de inflación objetivo por parte del Banco. Más adelante se observan mejoras adicionales que podrían estar relacionadas con la implementación de políticas de divulgación más amplias y detalladas.

Por ejemplo, en 2007 se tomó la decisión de hacer públicas las minutas de las reuniones de política monetaria de la Junta, lo cual representó un paso significativo hacia una mayor transparencia y rendición de cuentas. Además, la expansión de la estrategia de comunicación del Banco, que abarca diversos instrumentos como la publicación de comunicados de prensa, el *Informe de Política Monetaria*, el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, presentaciones públicas y ruedas de prensa, entre otros, también pudieron contribuir a estas mejoras adicionales en el índice de transparencia. El índice de expectativas de inflación a cinco

años también muestra un incremento inicial al final de la década de los noventa, pero vuelve a caer unos años después; posteriormente, se incrementa de manera acentuada, posiblemente como respuesta a una inflación que se mantiene cerca de su meta, y continúa en niveles elevados de ahí en adelante. En general, los tres índices reflejan una mejora sustancial en la credibilidad del Banco a partir de la reforma constitucional y la posterior adopción del régimen de inflación objetivo.

Sin embargo, una mirada más reciente que tiene en cuenta el periodo pospandemia evidencia retos de credibilidad para el Banco. Como es bien sabido, después de la pandemia la economía global enfrentó importantes desajustes en las cadenas de suministro que condujeron a fuertes brotes inflacionarios. Aunado a esto, la intensidad de la recuperación económica, con altos niveles de ahorro acumulados durante los tiempos de confinamiento, generó un exceso de demanda que, a su vez, impulsó la propagación de las presiones de precios a todos los bienes y servicios de la economía. Como resultado de esta situación y de niveles de incertidumbre que permanecieron elevados durante muchos meses, aun pasada la pandemia, tanto la inflación como las expectativas a diferentes plazos se incrementaron de manera importante en Colombia y en el mundo. Esta situación se ilustra en el Gráfico 20.2.

Gráfico 20.2
Inflación y expectativas de inflación pospandemia

A. Inflación anual total observada

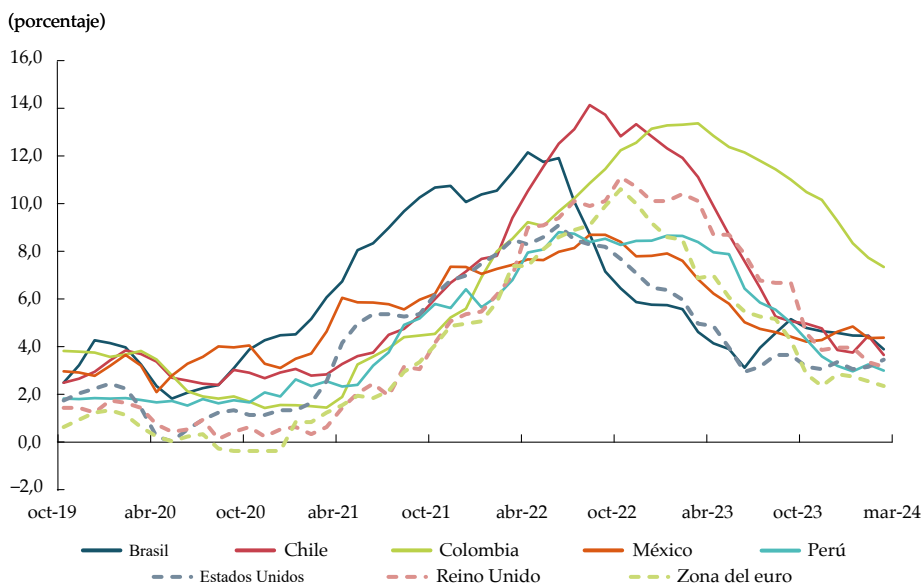
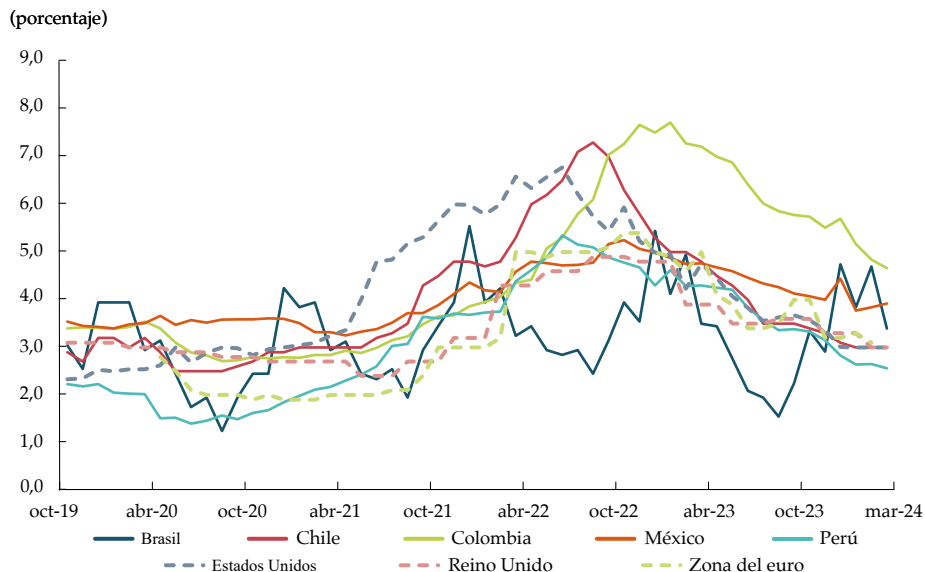


Gráfico 20.2 (continuación)
Inflación y expectativas de inflación pospandemia

B. Expectativas de inflación a 12 meses

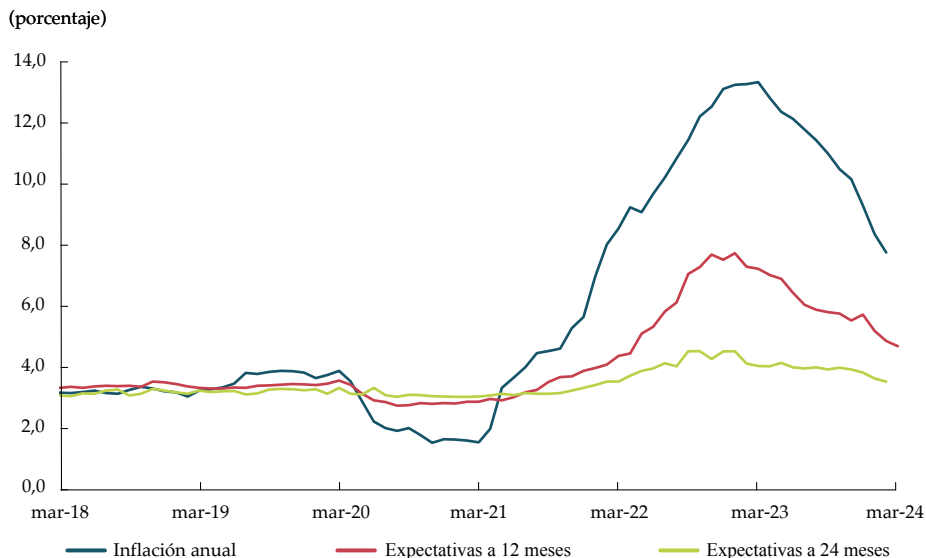


Nota: el panel A presenta la inflación observada y el panel B la inflación esperada 12 meses hacia adelante.
 Fuente: banco central de cada país.

En particular, para Colombia, como se observa en el Gráfico 20.3, la inflación se elevó hasta niveles superiores al 13% a inicios de 2023, fecha a partir de la cual comenzó a ceder. En línea con esto, las expectativas de inflación a 12 meses también se incrementaron de manera importante, hasta 7,72% en enero de 2023, reflejando la percepción de que la política monetaria implementada podría ser insuficiente para lograr la convergencia de la inflación a la meta en el corto plazo bajo las circunstancias prevalecientes en ese momento. Las expectativas a dos años, por su parte, aunque presentaron un leve incremento, se mantuvieron relativamente bien ancladas. Este último resultado seguramente está asociado a la percepción por parte de los agentes de que los desbalances que surgieron con la pandemia tarde o temprano se iban a corregir. Sin embargo, también tienen que ver con la credibilidad que ha cultivado el Banco en las últimas tres décadas en relación con su compromiso con la estabilidad de precios y su capacidad de implementar una política monetaria consistente con su meta de inflación.

Una comunicación fundamental para el anclaje de expectativas de los agentes y, en general, para la credibilidad del Banco, es el anuncio de la meta de inflación que se hace en el mes de noviembre. Desde 2010 la meta

Gráfico 20.3
Inflación y expectativas de inflación en Colombia



Nota: para cada momento se presentan la inflación observada, la inflación esperada 12 meses hacia adelante y la inflación esperada 24 meses hacia adelante.

Fuente: Banco de la República.

se ha mantenido en 3% con un rango de tolerancia de más o menos 1 punto porcentual (pp), buscando generar un referente claro entre el público sobre cuál debe ser la inflación en Colombia. No obstante, en los años 2022 y 2023, ante una inflación elevada y persistente y una incertidumbre aún elevada, la Junta Directiva anunció la meta en este mismo valor, pero reconoció un posible rezago para el momento de su convergencia.

A pesar de esto, sin duda el hecho de haber tenido niveles de inflación superiores a la meta por tres años consecutivos (2021-2023) ha deteriorado la credibilidad del Banco, lo que ha requerido un mayor ajuste de la política monetaria. Hacia adelante, es fundamental lograr la convergencia de la inflación a la meta a mediados de 2025, de acuerdo con el último anuncio de noviembre de 2023. Esto no solo traerá los beneficios macroeconómicos asociados a una inflación baja y estable y a un crecimiento sostenible y consistente con el potencial de la economía, sino que redundará en una recuperación de la credibilidad del Banco y en menores costos de la política monetaria a futuro.

Junto con esto, el Banco debe continuar trabajando en sus comunicaciones de cara al público para asegurar que estas se ajustan a lo que necesita cada momento en particular. Desde la adopción del esquema de inflación objetivo, junto con la publicación de la meta de inflación

anual, la entidad ha desarrollado modelos de pronóstico para guiar sus decisiones de política y comunicarlas consistentemente a través de diferentes productos. Actualmente, se pone a disposición del público un calendario que incluye las fechas de las reuniones de la Junta, las minutas y el informe y la presentación de política monetaria, entre otros. Además de los canales tradicionales, se aprovecha la tecnología para llegar a una audiencia más amplia con diferentes tipos de contenido, a través de la página web y las redes sociales. Además, en cumplimiento del mecanismo de rendición de cuentas provisto en la ley, se presenta semestralmente un reporte al Congreso de la República en donde se explica y describe en detalle la política monetaria y el contexto en la que ocurre.

En conclusión, aunque a primera vista podría parecer que las comunicaciones son algo secundario en la labor de los bancos centrales, un análisis más profundo revela que son un elemento de la mayor importancia para el cumplimiento de su mandato. En la medida en que los bancos centrales ponen a disposición del público información sobre sus procesos y toma de decisiones, aumenta su credibilidad y con ella la efectividad de la política monetaria. El Banco goza de niveles de credibilidad elevados, pero que se deterioraron con la pandemia a raíz de la incertidumbre y el choque inflacionario global. Es fundamental que el Banco proteja y siga incrementado su credibilidad para que pueda continuar implementando una política monetaria cada vez más efectiva.

REFERENCIAS

- Banco de la República (2019). “Cambios en el esquema de comunicación de las decisiones de política monetaria”, [comunicado de prensa].
- Banco de la República (2018-2024). *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos*, [datos recopilados de 2018 a 2024].
- Banco de la República (2007). “Junta Directiva del Banco de la República publicará las minutas de sus reuniones de política monetaria”, [comunicado de prensa].
- Bems, R.; Caselli, F.; Grigoli, F.; Gruss, B. (2020). “Gains from anchoring inflation expectations: Evidence from the taper tantrum shock”, *Economics Letters*, vol. 188, art. 108820.
- Cepeda, V.; Taboada-Arango, B.; Villamizar-Villegas, M. (2023). “Can Central Bank Credibility Improve Monetary Policy? A Meta-Analysis”, *Borradores de Economía*, núm. 1239, Banco de la República.
- Dincer, N.; Eichengreen, B.; Geraats, P. (2022): “Trends in Monetary Policy Transparency: Further Updates”, *International Journal of Central Banking*, núm. 18, pp. 331–348.
- Romelli, D. (2022): “The political economy of reforms in Central Bank design: evidence from a new dataset”, *Economic Policy*.