

## Recuadro 1

# El papel de la credibilidad en las acciones de política monetaria del banco central

La política monetaria desempeña un papel fundamental en la búsqueda de la estabilidad económica y su eficacia está estrechamente ligada a su credibilidad. En el contexto de la política monetaria, la credibilidad se refiere al grado de confianza que tienen los agentes económicos en que el banco central cumplirá sus objetivos de estabilidad de precios, apoyo al crecimiento económico sostenido y contribución a la estabilidad financiera, actuando de manera coherente y transparente. La credibilidad es, por tanto, ingrediente clave para el éxito de la política monetaria, ya que influye en las expectativas de los agentes sobre el comportamiento futuro de la inflación. Una política monetaria transparente y creíble facilita la toma de decisiones predecibles por parte de los agentes económicos.

En Colombia, donde se sigue un esquema de inflación objetivo, el cumplimiento de la meta de inflación depende en gran medida de la confianza del público en el compromiso del Banco de la República con dicho objetivo. Una mayor credibilidad permite al banco central alcanzar su meta de estabilidad de precios con más facilidad, mientras que una menor credibilidad implica mayores costos económicos y sociales asociados con la implementación de la política monetaria. Una alta credibilidad en la política monetaria y en el banco central contribuye a un entorno económico estable, facilitando al público la planificación de decisiones futuras. Como señala Blinder (2000), la autoridad monetaria es creíble cuando la gente confía en que logrará lo que dice que hará.

En este recuadro se analiza el concepto de credibilidad en la política monetaria, sus determinantes y sus efectos macroeconómicos. También se analiza brevemente la dinámica de la credibilidad en Colombia.

### 1. La credibilidad de la política monetaria y sus determinantes

Existe un amplio consenso en la literatura económica sobre la importancia de la credibilidad de la política monetaria y, por extensión, en la autoridad que la ejecuta. Esa credibilidad en el banco central ha ganado protagonismo gracias a la modelación económica basada en expectativas racionales. Según este enfoque, los agentes toman decisiones teniendo en cuenta toda la información disponible, pasada, presente y futura, y no incurrir en sesgos sistemáticos en sus errores de pronóstico. En este contexto, la credibilidad del banco central se convierte en un factor crucial. Si los agentes confían en que la autoridad monetaria alcanzará sistemáticamente sus objetivos de política, sus expectativas se alinean con las acciones de la entidad<sup>1</sup>.

Se han identificado varios factores que contribuyen a la credibilidad en el banco central; entre ellos se destacan:

- **Independencia:** la independencia de la autoridad monetaria reduce el sesgo inflacionario, al permitirle enfocarse en mantener la estabilidad de precios sin interferencias externas ni presiones de corto plazo (Rogoff 1985).
- **Historial de cumplimiento:** la credibilidad en el banco central se basa en su historial de cumplimiento de la promesa de combatir la inflación. Mantener la inflación dentro de los límites establecidos fortalece su credibilidad.
- **Transparencia:** la comunicación clara de los objetivos y estrategias de la autoridad monetaria permite al sector privado deducir sus intenciones. La transparencia influye en las expectativas de los agentes económicos, haciéndolos más sensibles a las acciones del banco central (Faust y Svensson 2001).

<sup>1</sup> Aunque no se cumpla el supuesto de expectativas racionales, la credibilidad sigue siendo relevante porque las expectativas siguen siendo determinantes en las decisiones de consumo e inversión. Aunque los agentes no siempre acierten en sus predicciones, sus decisiones se ven afectadas por lo que esperan de la política monetaria.

- **Reglas de política predefinidas:** seguir una regla de política predefinida, como la estrategia de inflación objetivo, aumenta la credibilidad. Los objetivos del banco central deben expresarse de manera clara y coherente.
- **Rendición de cuentas:** explicar las decisiones y los resultados mediante informes al parlamento o al congreso y al público en general refuerza la credibilidad de la autoridad monetaria (Walsh 1995).
- **Disciplina fiscal:** la credibilidad de la política monetaria está vinculada a la disciplina fiscal del gobierno. En la medida en que la política fiscal afecta la demanda agregada, esta puede generar presiones inflacionarias y dificultar el control de la inflación por parte del banco central (Sargent y Wallace 1981, Woodford 1998, Cochrane 2001). Es importante señalar que la disciplina fiscal, aunque afecta a la credibilidad, está fuera del control directo de la política monetaria y del banco central.

Consciente de los determinantes teóricos de la credibilidad de la política monetaria, el Banco de la República considera y comunica que, para ser efectiva, la política monetaria debe basarse en ciertos principios fundamentales: 1) determinar objetivos claros y bien definidos; 2) tener independencia operativa, para que sus decisiones sean coherentes con los resultados de sus análisis y proyecciones, sin interferencias externas; 3) adoptar un esquema operativo claro, y un mecanismo de rendición de cuentas, para que la sociedad conozca las actuaciones del Banco; 4) tener un horizonte de política de mediano plazo, acorde con la capacidad de sus instrumentos para influir sobre las variables económicas, y 5) tener políticas de comunicación transparentes.

## 2. Efectos de la credibilidad de la política monetaria

La literatura económica ha identificado varios efectos macroeconómicos positivos asociados con la credibilidad de la política monetaria<sup>2</sup>. A continuación, se analizan algunos:

- **Reducción de los costos desinflacionarios:** la credibilidad de la política monetaria es crucial para un control efectivo de la inflación. De acuerdo con los modelos utilizados por los bancos centrales y la teoría económica, la inflación está determinada no solo por factores como la brecha del producto o el precio del petróleo, sino también por la inflación pasada y las expectativas de inflación. Por tanto, la credibilidad permite que se reduzca la inflación, al anclar sus expectativas, sin necesidad de requerir de una brecha del producto negativa<sup>3</sup>.
- **Mantenimiento de una inflación baja:** una alta credibilidad en el banco central tiene un efecto directo en las expectativas de inflación. Cuando esta entidad es creíble, los choques inflacionarios tienen menos impacto en las expectativas. Esto significa que las fluctuaciones temporales en la inflación no alteran significativamente las expectativas a largo plazo, lo que contribuye a mantener la inflación baja y estable.
- **Función de prestamista de última instancia:** durante las crisis financieras, un banco central creíble puede actuar como prestamista de última instancia sin alterar las expectativas de inflación. Aunque prestar en tiempos de crisis puede considerarse una política monetaria expansiva, la credibilidad facilita que las expectativas de inflación permanezcan estables.
- **Honestidad y apoyo público:** la credibilidad de los bancos centrales es fundamental porque los banqueros centrales son servidores públicos. La sociedad espera que actúen con honestidad y transparencia. Además, la credibilidad refuerza el apoyo público hacia una institución independiente y responsable.

La credibilidad de la política monetaria no es solo un concepto teórico, también ha demostrado tener efectos empíricos positivos. Un estudio de Cepeda, Taboada-Arango, y

2 Los determinantes de la credibilidad están basados en la encuesta que Blinder (2000) realizó a banqueros centrales y economistas.

3 La curva de Phillips nekeynesiana se define mediante la función  $\pi_t = \pi_t^e + \beta(y_t - \bar{y}_t) + \gamma z_t + \epsilon_t$ , donde  $\pi_t$  representa la inflación,  $\pi_t^e$  denota las expectativas de inflación,  $(y_t - \bar{y}_t)$  refleja la brecha del producto,  $z_t$  engloba otros factores que pueden afectar la inflación, como los precios del petróleo; y  $\epsilon_t$  representa los choques a la inflación. En esta versión de la curva de Phillips, es posible que la inflación disminuya como respuesta a caídas en las expectativas de inflación, sin que se alteren ni la brecha del producto ni los factores incluidos en  $z_t$ .

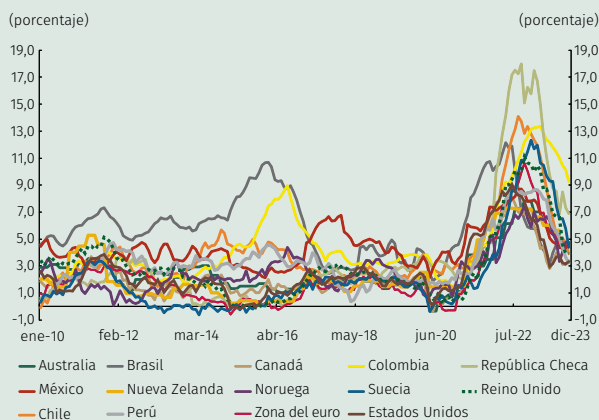
Villamizar-Villegas (2023) concluye que el aumento de la credibilidad beneficia a los bancos centrales, al mejorar significativamente la eficacia de la política monetaria. Sus resultados indican que la transparencia y el anclaje de las expectativas de inflación en el mediano y largo plazos son las estrategias que generan mayores beneficios de credibilidad. Es importante tener en cuenta que aumentar o mantener la credibilidad no siempre es sencillo. Especialmente cuando la credibilidad se vincula con los principios de independencia o transparencia del banco central, el proceso de aumentar o mantener la credibilidad puede ser costoso, dado que suele demandar modificaciones institucionales que toman tiempo en implementarse. En contraste, el anclaje de las expectativas puede autorreforzarse. A medida que los agentes adquieren una mayor confianza en que la autoridad monetaria cumplirá con la meta de inflación, sus expectativas se anclan a dicha meta y, a su vez, la credibilidad aumenta.

En el contexto colombiano, González y Hamann (2011) encuentran que la falta de credibilidad es una fuente importante de persistencia de la inflación. Cuando los agentes económicos dudan de la capacidad del banco central para mantener la estabilidad de precios, la inflación tiende a persistir.

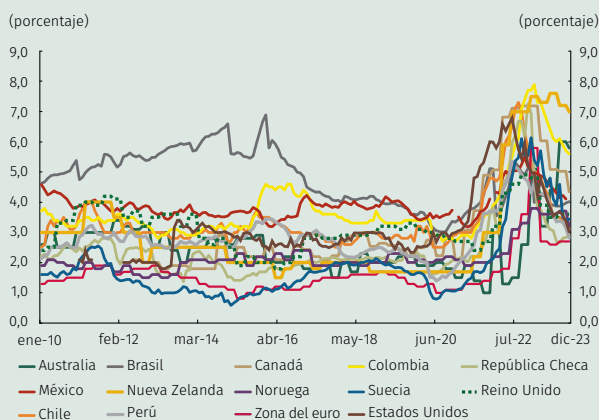
Finalmente, es importante recordar que la credibilidad no es un activo permanente y constante. Se gana lentamente, a través de acciones coherentes y consistentes; sin embargo, también es frágil y puede evaporarse repentinamente, como señalan Bordo y Siklos (2015).

Gráfico R.1.1  
Inflación total y expectativas de inflación para un conjunto de países

A. Inflación total anual



B. Expectativas de inflación anual total a doce meses



Nota: el panel A muestra la inflación total anual para el conjunto de países. El panel B muestra las expectativas de inflación anual a doce meses.  
Fuente: banco central de cada país.

3. El caso colombiano reciente<sup>4</sup>

Como concepto cualitativo, la credibilidad no es directamente observable. Sin embargo, en el contexto de la inflación objetivo, donde el banco central fija una meta de inflación numéricamente clara, medible y fácilmente observable, la literatura ha confluído en definir la credibilidad de la política monetaria en función de la desviación de las expectativas de inflación respecto a la meta. En otras palabras, cualquier desviación de las expectativas de inflación con respecto a la meta implica una pérdida de credibilidad. La inflación observada también tiene un impacto significativo en la credibilidad. Cuando la inflación se desvía de la meta establecida, puede erosionar la confianza en la capacidad del banco central para mantener la estabilidad de precios.

Los resultados que se presentan a continuación siguen esta definición de credibilidad en la meta de inflación y se basan en el análisis de Grajales-Olarte *et al.* (2024) sobre la dinámica reciente de la credibilidad en Colombia.

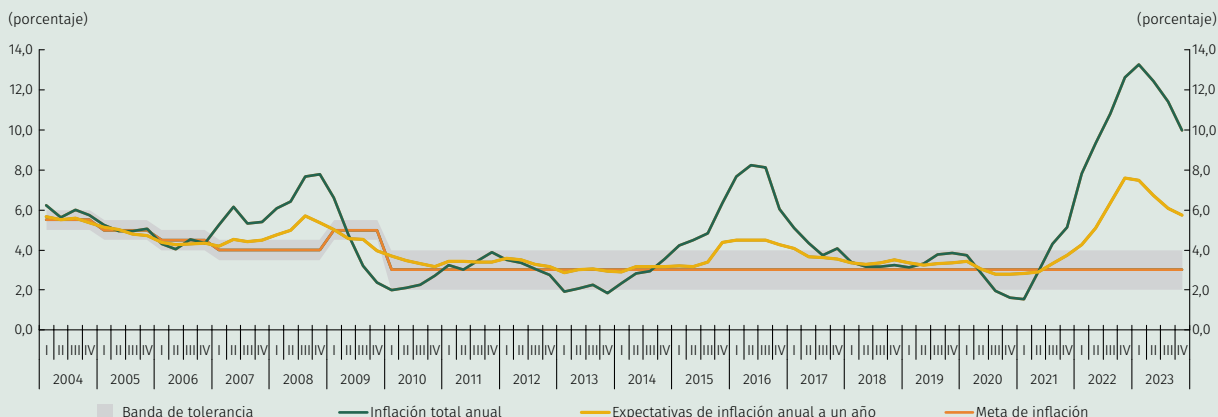
El impacto de la pandemia del covid-19 en la economía global ha renovado el interés por el estudio de la credibilidad de la política monetaria, lo que se deriva del notable aumento tanto de la inflación observada como de las expectativas de inflación en el mundo tras la pandemia. El Gráfico R.1.1 muestra que, para el grupo de países representados, tanto la inflación total como las expectativas de inflación han alcanzado niveles históricamente altos. Aunque ambas han aumentado, las expectativas de inflación lo han hecho en menor medida que la inflación total<sup>5</sup>.

Colombia no ha sido ajena a esta tendencia global (Gráfico R.1.2). En el primer trimestre de 2023, la inflación en Colombia alcanzó el 13,3%, superando los picos de inflación observados en 2008 y 2016. Además, tanto la inflación total como las expectativas de inflación se mantienen por encima de la banda de tolerancia desde mediados de 2021.

4 Esta sección está basada en Grajales-Olarte *et al.* (2024).

5 Véase, por ejemplo, Schmitt-Grohé y Uribe (2022) y Verbrugge y Zaman (2023).

**Gráfico R1.2**  
Inflación total, expectativas de inflación y meta para Colombia



Nota: la línea verde representa la inflación total anual, la línea amarilla representa las expectativas de inflación anual a doce meses, la línea naranja es la meta de inflación. La banda gris representa la banda de tolerancia.  
Fuentes: Banco de la República y Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos.

Como resultado de la política monetaria implementada por el Banco de la República, se ha observado una disminución significativa tanto de la inflación total como de las expectativas de inflación desde el primer trimestre de 2023; no obstante, el comportamiento reciente de estas variables sugiere una reducción en la credibilidad. Para evaluar con precisión esta disminución, se requiere una medida formal del nivel de credibilidad. Grajales-Olarte *et al.* (2024) presentan una medida de credibilidad basada en la metodología propuesta por Bomfim y Rudebusch (2000), en la cual se estima un nivel de credibilidad que varía en el tiempo, utilizando información tanto de las expectativas de inflación como de la inflación observada<sup>6</sup>.

El Gráfico R1.3 muestra los resultados de la estimación de la credibilidad para Colombia, para el periodo de 2004 a 2023. En esta medida, 1 representa credibilidad perfecta y 0 significa credibilidad nula. Los resultados muestran que, como encontró Bordo (2015) en su estudio de once países, los cambios en la credibilidad son frecuentes y significativos, tal como lo han sido en el contexto colombiano.

**Gráfico R1.3**  
Estimación del stock de credibilidad para Colombia



Nota: la línea verde representa la estimación del stock de credibilidad. La banda gris representa el horizonte de pronóstico.  
Fuente: Cálculos con base en Grajales-Olarte (2024).

A lo largo del periodo de estudio la credibilidad en Colombia se mantuvo alta. Con excepción del reciente episodio de la pandemia del covid-19, solo se observaron dos disminuciones notables: en 2008 y 2016. En esos años la inflación fue alta debido a los precios internacionales de los alimentos y el petróleo, y al fenómeno de El Niño, respectivamente. A pesar de la crisis del covid-19, la credibilidad se mantuvo en niveles relativamente altos, aunque la inflación observada y las expectativas alcanzaran su valor máximo. Además, según los pronósticos de inflación más recientes, se espera que la credibilidad continúe recuperándose a un ritmo similar al observado tras los descensos de 2008 y 2016. Al final del horizonte de pronóstico, en 2025, se espera que la credibilidad se sitúe muy cerca de su media histórica<sup>7</sup>.

6 Las expectativas de inflación a doce meses provienen de la Encuesta mensual de expectativas a analistas económicos.

7 Es importante reconocer que las medidas de credibilidad utilizadas en la literatura tienen limitaciones. Aunque son útiles para el análisis, siempre cuentan una historia incompleta porque no capturan todos los matices y factores que influyen en la percepción de la credibilidad. Además, las medidas de credibilidad pueden ser sensibles a la metodología de parametrización y estimación utilizadas. Por tanto, es crucial interpretar estos indicadores con cautela y tener en cuenta su contexto. Por último, como ya se ha mencionado, la credibilidad de un banco central puede verse afectada por acontecimientos fuera de su control. La medida que evalúa la credibilidad a través de las desviaciones con respecto a la meta es solo una aproximación, la realidad es más compleja y dinámica de lo que esta medida puede capturar por sí sola.

#### 4. Conclusiones

La credibilidad en la política monetaria es un activo valioso para el Banco de la República. Permite alcanzar los objetivos de estabilidad de precios, crecimiento económico y estabilidad financiera de manera eficiente y a un menor costo. Una alta credibilidad en la política monetaria fortalece la confianza de los agentes económicos en el banco central y facilita la planeación de sus decisiones de consumo e inversión futuras.

Aunque la credibilidad no es constante, se gana lentamente a través de acciones consistentes y coherentes; sin embargo, también puede perderse rápidamente. Por ello, es crucial que los bancos centrales mantengan una comunicación clara y efectiva con el público, explicando sus decisiones y resultados.

En Colombia, la credibilidad del banco central se ha mantenido alta, a pesar de algunos episodios de alta inflación. Aunque la pandemia del covid-19 y sus secuelas han supuesto un desafío, la credibilidad se está recuperando rápidamente y se acercaría a su nivel promedio histórico al finalizar el horizonte de pronóstico (2025).

#### Referencias

- Blinder, Alan S. 2000. «Central-bank Credibility: Why do we Care? How do we Build it?» *American Economic Review* (American Economic Association) 590: 1421-1431.
- Bomfim, Antulio N., y Glenn D. Rudebusch. 2000. «Opportunistic and Deliberate Disinflation Under Imperfect Credibility.» *Journal of Money, Credit and Banking* 707-721.
- Bordo, Michael D., y Pierre L. Siklos. 2015. «Central Bank Credibility: An Historical and Quantitative Exploration.» *NBER Working Paper* 20824.
- Cepeda, Valentina, Bibiana Taboada-Arango, y Mauricio Villamizar-Villegas. 2023. «Can Central Bank Credibility Improve Monetary Policy? A Meta-Analysis.» *Borradores de Economía* (Banco de la República de Colombia).
- Cochrane, John H. 2001. «Long-term Debt and Optimal Policy in the Fiscal Theory of the Price Level.» *Econometrica* (Wiley Online Library) 69 (1): 69-116.
- Faust, Jon, y Lars Svensson. 2001. «Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals.» *International Economic Review* (Wiley Online Library) 42 (2): 369-397.
- González, Andrés, y Franz Hamann. 2011. «Lack of Credibility, Inflation Persistence and Disinflation in Colombia.» *Desarrollo y Sociedad* (Universidad de los Andes) 67: 61-97.
- Grajales-Olarte, Anderson, Franz Alonso Hamann-Salcedo, Sara Naranjo-Saldarriaga, y José David Pulido-Pescador. 2024. «Policy Implications of Losing Credibility: Lessons from Colombia's Post-Pandemic Inflationary Surge.» *Manuscrito no publicado*.
- Rogoff, Kenneth. 1985. «The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target.» *The Quarterly Journal of Economics* (MIT Press) 100 (4): 1169-1189.
- Sargent, Thomas J., y Neil Wallace. 1981. «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic.» *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5 (3): 1-17.
- Schmitt-Grohé, Stephanie, y Martín Uribe. 2022. «What Do Long Data Tell Us About the Inflation Hike Post COVID-19 Pandemic?» *National Bureau of Economic Research. Working Paper Series* (30357).
- Verbrugge, Randal J., y Saeed Zaman. 2023. «Post-COVID Inflation Dynamics: Higher for Longer.» *Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper*.
- Walsh, Carl E. 1995. «Optimal Contracts for Central Bankers.» *The American Economic Review* 150-167.
- Woodford, Michael. 1998. «Control of the Public Debt: a Requirement for Price Stability?» En *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy: Proceedings of a Conference held by the International Economic Association at the Deutsche Bundesbank*, 117-158. Frankfurt: Springer.