



## **Mitos y realidades de la política monetaria**

La reacción óptima de la política monetaria ante choques de oferta y la coordinación entre la política monetaria y el desempeño de la economía general



**Bibiana Taboada**



**Mauricio Villamizar**

# La reacción óptima de la política monetaria ante choques de oferta y la coordinación entre la política monetaria y el desempeño de la economía general

---

*Nota de los codirectores Bibiana Taboada y Mauricio Villamizar.*

---

*\*\*\* Las opiniones plasmadas en esta nota no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.*

Las decisiones de política monetaria son difíciles y nada obvias. Evidentemente, hay multiplicidad de factores que influyen en el nivel y crecimiento de los precios, y solo algunos de ellos se pueden afectar a través de la tasa de interés. Además, aun cuando es claro que se requieren ajustes en la tasa de interés para controlar ciertos desbalances en la economía, existe la disyuntiva relacionada con el horizonte temporal para el cual se deben maximizar los beneficios de la sociedad. Esta nota tiene como objetivo profundizar, precisamente, en estos dos temas que se abordan de manera recurrente en el debate público y que se relacionan con aspectos fundamentales y misionales del Banco de la República ("El Banco"), a saber: la reacción óptima de la política monetaria ante choques de oferta y la coordinación entre la política monetaria y el desempeño de la economía general.

Puesto de manera simple, **el primero de estos temas** consiste en cuestionar si el Banco debe tomar medidas –y cuáles– ante choques inflacionarios que provienen exclusivamente desde la oferta. Los choques de oferta son causados por factores exógenos, pero generan una contracción en la producción – una escasez en la oferta – que puede resultar en incrementos de precios. Algunos ejemplos de estos choques son los derrumbes, fenómenos climáticos y bloqueos de vías. Los choques de oferta pueden originarse en diferentes regiones o sectores, o incluso en factores externos que afectan al país a través de sus diferentes eslabones y actividades comerciales.

El impacto de los choques de oferta en los precios de la economía puede ser muy variado. Cuando estos choques son temporales, es decir, cuando se diluyen rápidamente, y además se mantienen focalizados en unas pocas industrias o regiones, se incrementan temporalmente los precios de los productos afectados frente a los demás y se generan cambios en precios relativos. En estos casos, los ajustes en la tasa de interés tienen efectos limitados, dado que la política monetaria no tiene incidencia sobre la oferta de sectores particulares, ni puede transmitirse de manera focalizada para afectar la demanda en áreas específicas de la actividad económica. Esta dinámica se ajusta a la definición más pura de lo que se denomina choques de oferta según los libros de texto.

No obstante, cuando se acumulan *múltiples* choques de oferta y estos además *persisten* en el tiempo, se producen aumentos generalizados en los precios y la noción de cambios en precios relativos pierde relevancia. Lo que ha ocurrido en Colombia durante los últimos cuatro años es ilustrativo de esta situación. El país ha experimentado: una pandemia, efectos de políticas fiscales externas expansivas, disrupciones en las cadenas de suministro, bloqueos y afectaciones en carreteras, fenómenos climáticos adversos como La Niña y El Niño y la pérdida del grado de inversión por parte de dos agencias de calificación de riesgo, entre otros. En esta situación sin precedentes en la historia económica reciente del

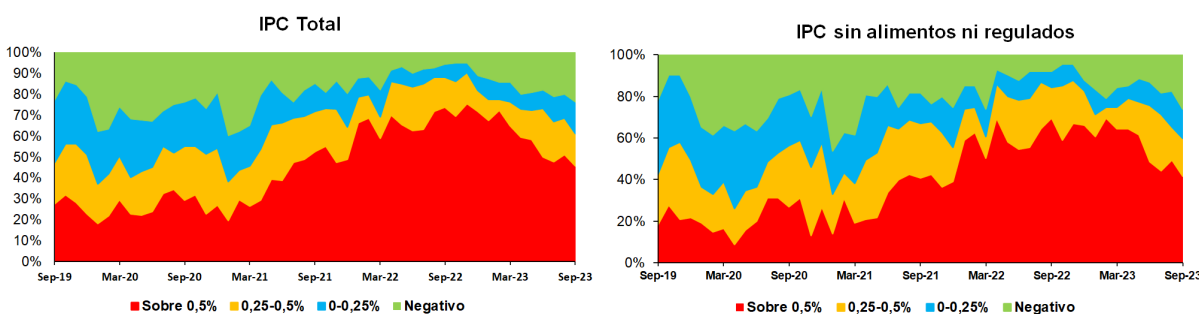
país, no solo han aumentado los precios de algunos bienes puntuales, sino que se ha afectado la totalidad de la canasta de bienes con la que se estima el índice de precios al consumidor, como se observa en el Gráfico 1 (a la fecha, el porcentaje de rubros que igualan o superan la meta es del 88%). Aún si el origen de la inflación actual estuviera relacionado únicamente en estos choques de oferta – que no lo está – su efecto amplio en la economía amerita consideración y acción por parte de la política monetaria.

De manera más intuitiva, cuando los choques se acumulan y perduran en el tiempo, permean toda la economía, especialmente a través de la indexación de precios y expectativas de una inflación más alta<sup>1</sup>. Entonces, comienzan a surgir efectos de "segunda ronda", por ejemplo, cuando los productores trasladan a los precios finales de sus productos los mayores costos de los insumos, o cuando los trabajadores demandan ajustes salariales para mantener la capacidad adquisitiva de su ingreso. En estos casos, la situación empeora y lo que originalmente era un choque de oferta conlleva a expectativas de mayores precios en todos los actores de la economía y pasa a ser lo que se conoce como un desanclaje nominal generalizado. En estas condiciones, la política monetaria debe actuar para restablecer las expectativas de inflación y controlar el aumento de los precios.

En este contexto, es de crucial importancia es la credibilidad que los diferentes actores de la economía tengan en la capacidad del Banco para hacer retornar la inflación a su meta. En la medida en que los agentes consideran creíble la promesa del Banco de cumplir su meta de inflación, ajustan sus expectativas correspondientemente y el esfuerzo requerido de la política monetaria es menor. Por el contrario, si los agentes no ven factible la convergencia de la inflación a la meta, el esfuerzo de la política monetaria debe ser mayor para lograr que los diferentes actores de la economía vuelvan a creer que los precios se van a mantener estables, es decir, para lograr el reanclaje de las expectativas de inflación.

Así las cosas, si bien la naturaleza de los choques importa, también lo hace su magnitud y persistencia, así como el contexto en el que ocurren. Igual de relevante es el nivel de credibilidad que logre cultivar y mantener el Banco, ya que de ello depende la magnitud requerida de los ajustes de tasas para mantener alineadas las expectativas de inflación con la meta.

Gráfico 1: Porcentaje de rubros del IPC que superan ciertos niveles de crecimiento mensuales



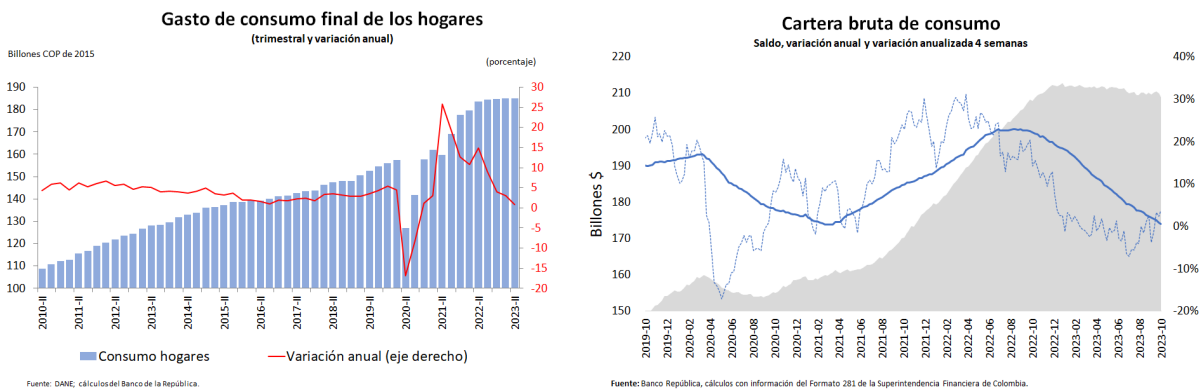
Un **segundo tema** que también hace retadoras las decisiones de política monetaria y que es objeto de la siguiente parte de esta nota se refiere al mandato del Banco. Al respecto, la Corte Constitucional, en una

<sup>1</sup> Países con una historia de alta inflación suelen desarrollar más procesos de indexación que se pueden considerar como mecanismos de adaptación o defensa ante precios altos y volátiles.

sentencia de 1999, precisó que su obligación de preservar el poder adquisitivo de la moneda debe considerar otros objetivos económicos, como el crecimiento y el empleo. Estos objetivos están estrechamente relacionados, ya que los costos inflacionarios a corto plazo se traducen en costos de producción y empleo a mediano y largo plazo.

Un buen punto de partida para iniciar esta discusión es definir el objetivo principal de la política monetaria que, en nuestra opinión, radica en lograr el mayor crecimiento sostenible posible y al mismo tiempo mitigar la volatilidad de los ciclos económicos reales. Es importante entender que un crecimiento por encima de lo sostenible puede generar un sobrecalentamiento de la economía, lo que a su vez conlleva a un mayor riesgo de crisis futuras y a una reducción en la producción a largo plazo. Asimismo, un crecimiento superior al potencial puede resultar en un mercado laboral más apretado que conlleve a salarios nominales más altos que repercutan en precios más elevados. Justamente, lo que ocurrió en el caso colombiano después de la pandemia y en especial en el año 2022, fue que la producción superó su nivel potencial (según estimaciones del equipo técnico del Banco) lo que generó un desbalance o brecha de producto históricamente alta, en gran parte debido al alto nivel de consumo de los hogares. Esto se puede observar en el Gráfico 2, donde en el primer panel se observa la dinámica del gasto de consumo de los hogares y en el segundo panel se muestra el saldo y crecimiento de la cartera de consumo.

Gráfico 2: Primer panel: Gasto de consumo de los hogares. Segundo panel: Cartera de consumo



Entonces, ¿cómo se relaciona el objetivo del crecimiento económico y el empleo con la meta de inflación? Principalmente porque el crecimiento sostenible solo es compatible con la estabilidad de precios. Para ilustrar, las economías con altas y prolongadas tasas de inflación experimentan costos elevados en términos de crecimiento y equidad, enfrentan dificultades en el financiamiento a largo plazo para los sectores público y privado, tienen distorsiones en la asignación de recursos y generan redistribuciones desfavorables para los estratos de ingresos bajos de la población. En cambio, cuando la inflación es baja, los precios futuros son más predecibles, lo que se refleja en tasas de interés reales más bajas que facilitan el desarrollo y la permanencia de mercados de financiamiento a largo plazo. Esto también conduce a una mayor eficiencia económica, ya que los recursos se dirigen hacia donde son más productivos.

Sin embargo, especialmente en el corto plazo, surgen tensiones entre los objetivos de estabilidad de precios y crecimiento – o entre los objetivos de crecimiento de corto y largo plazo<sup>2</sup>. Un concepto útil para medir esta tensión es la "tasa de sacrificio" que se define como: cuánto del producto de corto plazo se debe sacrificar para reducir la inflación y generar un crecimiento sostenible en el largo plazo. De manera equivalente, también se puede interpretar como: la inflación adicional que se debe permitir para lograr un mayor crecimiento en el corto plazo a costa de un menor crecimiento en el largo plazo. Esta última interpretación puede ilustrar mejor la complejidad del debate, especialmente cuando se consideran diferentes horizontes temporales.

Así, la pregunta relevante es la siguiente. ¿Es mejor lograr un mayor crecimiento hoy y permitir una inflación más persistente y elevada y, a cambio, obtener un menor crecimiento en el futuro? Antes de dar una respuesta a esta pregunta hay que considerar al menos tres componentes que influyen en esta decisión. El primero tiene que ver con la credibilidad del Banco que, como se expuso anteriormente, aumenta la efectividad de la política monetaria y en ese sentido disminuye la tasa de sacrificio<sup>3</sup>. Cuando la política monetaria es creíble, las expectativas de precios de los agentes son consistentes con la meta de inflación, lo que permite ajustes más pequeños a la tasa de interés y menores costos en crecimiento de corto plazo. El segundo tiene que ver con el horizonte de tiempo relevante para el cual se deben maximizar los recursos de la sociedad. Para los bancos centrales, el horizonte de estos objetivos generalmente supera los mandatos de gobierno, lo que implica tasas de descuento intertemporal bajas, es decir, que valoran altamente los resultados del futuro. Bajo estas circunstancias, es posible que se realicen ajustes más rápidos (y a veces dolorosos) hacia una senda estable de crecimiento. Y el tercero, es la consideración de los amplios rezagos que tienen los impactos de la política monetaria sobre el producto (estimado en 9-12 meses) y la inflación (estimado en 12-18 meses). Esto hace necesario re-escalar constantemente los parámetros temporales que están al alcance de la política monetaria y diferenciarlos de aquellos que ya responden a las políticas adoptadas en el pasado.

Al final, las decisiones de política monetaria están encaminadas a lograr la estabilidad de precios y un nivel de crecimiento económico sostenible en el largo plazo, lo que se traduce en el mayor bienestar posible para los colombianos. En línea con este objetivo, los ajustes a las tasas de interés se calibran según la credibilidad que logre mantener el Banco y del cual depende la magnitud del ajuste monetario requerido y la correspondiente tasa de sacrificio. La temporalidad de la meta de inflación también permite ajustar las decisiones teniendo en cuenta los –amplios– rezagos con los que actúa la política monetaria.

Bibiana Taboada  
Co-Directora  
Banco de la Republica

Mauricio Villamizar  
Co-Director  
Banco de la Republica

---

<sup>2</sup> No es el caso, por ejemplo, en periodos donde las brechas de producto e inflación son ambas negativas o ambas positivas. Es decir, cuando ambas brechas son positivas, sería inequívocamente costoso no tener una postura monetaria contractiva. De forma similar, cuando ambas brechas son negativas, sería inequívocamente costoso no tener una postura monetaria expansiva.

<sup>3</sup> En un artículo reciente documentamos, para una muestra de 59 bancos centrales, como la credibilidad aumenta la efectividad para varios objetivos monetarios. Ver [Cepeda, Taboada y Villamizar \(2023\)](#).