

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA Y COMUNICACIÓN SOBRE POLÍTICA MONETARIA

Andrés González, Carlos Huertas, Julián Parra y Hernando Vargas

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica

Gerencia Técnica

Noviembre 2019

Contenido

INTRODUCCIÓN	2
MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA	3
PROCESO DE TOMA DE DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA	5
Determinación del estado de la economía	5
El pronóstico macroeconómico y evolución futura de la economía.	6
Modelos mediano plazo	7
Modelos de corto plazo	8
La recomendación de política monetaria	9
EL PROCESO	9
Procesos en la fase preliminar del ciclo de pronóstico macroeconómico	11
Procesos en la fase definitiva:	14
COMUNICACIÓN DE POLÍTICA MONETARIA	15
Cambios en el contenido del Informe de Política Monetaria	16
Cambios en la comunicación	17
REFERENCIAS	18

Introducción

De acuerdo con el mandato constitucional, el objetivo de la política monetaria en Colombia es “velar por mantener el poder adquisitivo del peso, en coordinación con la política económica general”¹. Para cumplir con lo anterior, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) implementó un esquema flexible de inflación objetivo, en el cual las acciones de política monetaria (PM) están encaminadas a mantener la inflación en una meta predeterminada (actualmente 3%), y alcanzar el nivel máximo sostenible del producto y del empleo.

La flexibilidad del esquema le permite a la JDBR mantener un balance apropiado entre el logro de la meta de inflación y el propósito de suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de su senda de crecimiento sostenido. La meta del 3%, planteada sobre la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se anuncia junto con una banda de ± 1 punto porcentual (3 ± 1 pp.). Esta banda ilustra el hecho de que, en el corto plazo, la inflación puede ser afectada por factores que están fuera del control de la PM, por ejemplo, por cambios en los precios de los alimentos debidos a fenómenos climáticos. Por lo tanto, la banda no debe entenderse como un objetivo, sino más bien, refleja el hecho de que la inflación puede fluctuar alrededor de la meta sin pretender que sea siempre exactamente igual a ésta.

El principal instrumento monetario que tiene la JDBR para el control de la inflación es la tasa de interés de referencia (tasa Repo a 1 día²). El valor de esta tasa de interés, también llamada tasa de interés de política, es fijado por la JDBR teniendo en cuenta la evaluación del pronóstico y de las expectativas de la inflación frente a la meta, para lo cual examina el estado actual y las perspectivas de la economía. Posteriormente operan los canales de transmisión de la PM, es decir, las vías por las cuales los cambios en la tasa de interés de referencia afectan las principales variables macroeconómicas, principalmente el producto y la inflación³.

¹ Constitución Política de Colombia de 1991, Artículo 373 y Sentencia C-481/99 de la Corte Constitucional.

² Todos los días hábiles el Banco de la República suministra (o retira) liquidez mediante operaciones Repo que realiza con el sistema financiero, a un costo igual al de la tasa de interés de referencia. Con esto, induce a que la tasa de interés del mercado interbancario a un día converja a la tasa de interés de política y, además, garantiza la liquidez de la economía, que es otra función del Banco.

³ Para un mayor detalle de estos mecanismos ver *Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en Colombia*, Munir Jalil y Lavan Mahadeva, diciembre de 2010.

Para definir el valor de la tasa de interés de referencia el Banco sigue unos pasos que se conocen como el proceso de toma de decisiones de PM, el cual involucra distintos análisis de expertos sectoriales, el uso de modelos económicos y varias reuniones entre el equipo técnico del Banco y la JDBR. En las secciones 2 y 3 se describe este proceso.

En la sección 4 se muestran algunas características esenciales de la estrategia de comunicación del Banco. La JDBR se reúne una vez al mes, pero sólo en ocho meses (enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre) sesiona de forma ordinaria para tomar decisiones de política monetaria (PM). En los cuatro meses restantes (febrero, mayo, agosto y noviembre) no se toman, en principio, decisiones de este tipo. Al finalizar las Juntas donde se toman decisiones de PM, se publica un comunicado y se hace una rueda de prensa a cargo del gerente general del Banco y el ministro de Hacienda. El siguiente día hábil se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, en los meses de enero, abril, julio y octubre se publica, junto con las minutas, el Informe de Política Monetaria (IPM) realizado por el equipo técnico del Banco; el miércoles de la semana siguiente a la Junta, el gerente general aclara inquietudes sobre las minutas y el gerente técnico del Banco presenta el Informe de PM. En este último se muestran una evaluación del estado de la economía y los pronósticos de las variables macroeconómicas importantes, como la inflación y el producto. Las conclusiones del IPM no necesariamente representan la posición de los miembros de la JDBR. Este esquema de comunicación busca entregar información relevante y actualizada que contribuya a la toma de mejores decisiones por parte de los agentes de la economía⁴.

Marco institucional de la PM en Colombia

El sustento normativo de las decisiones de PM en Colombia parte de la Constitución Política del país. Según ésta, el Banco de la República debe ejercer las funciones de banca central y estar organizado como persona jurídica de derecho público, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sujeto a un régimen legal propio⁵. De esta forma, la ley le da la independencia a la JDBR para fijar la meta de inflación, determinar el instrumento operativo y establecer el valor de este.

La JDBR está conformada por siete miembros con un voto cada uno: el Ministro de Hacienda y Crédito Público, cinco miembros de dedicación exclusiva y el Gerente General del Banco, este último nombrado por los anteriores. Los miembros de dedicación exclusiva y el

⁴ El actual esquema de comunicación fue aprobado por la JDBR en la reunión de agosto de 2019.

⁵ Artículos: 371, 372, 373 de la Constitución Política de Colombia (1991) y Sentencia C-481/99 de la Corte Constitucional.

Gerente General tienen períodos fijos de cuatro años, prorrogables dos veces, con lo cual pueden permanecer hasta doce (12) años en el cargo. Dos de los cinco miembros de dedicación exclusiva son reemplazados por el Presidente de la República cada cuatro años, una vez transcurrida más de la mitad del período presidencial⁶. Esta conformación de la JBR y reglas de reemplazo de sus miembros le dan al Banco independencia política y a su vez permite la coordinación de la PM con la política económica general.

Previo a cada reunión de PM, el equipo técnico realiza varias reuniones con la JDBR, en donde se presentan y analizan la nueva información disponible y los cambios en los pronósticos macroeconómicos. Las conclusiones de estas reuniones, cuyos objetivos específicos y calendarios se describirán más adelante, se sintetizan en el IPM. Este Informe, realizado por el equipo técnico del Banco, contiene un análisis del estado actual y las perspectivas de la economía, y una evaluación de las posibles desviaciones de los pronósticos y las expectativas de la inflación frente a la meta. Con base en este análisis, el equipo técnico realiza una recomendación sobre el valor actual y la senda futura que debería tener la tasa de interés de referencia. Este valor recomendado permitiría, bajo los criterios de análisis del equipo técnico, llevar la inflación a la meta y contribuiría a que el producto converja a su nivel de largo plazo. La JDBR puede desviarse de esta recomendación atendiendo a su propia evaluación del pronóstico macroeconómico y a su valoración de los riesgos y costos económicos asociados al control de la inflación.

A las reuniones de política monetaria (PM) asisten los miembros de la JDBR y el Secretario de la misma. En éstas se analiza y se discuten los argumentos y recomendaciones del equipo técnico, así como la posición de sus miembros. La decisión final sobre el nivel de la tasa de interés de referencia se toma por mayoría y los principales factores y consideraciones que se tuvieron en cuenta para la decisión son informadas en un comunicado al finalizar la Junta. Al tiempo, mayores detalles se dan en una conferencia de prensa ofrecida por el Gerente General y el Ministro de Hacienda, quien preside la JDBR. El siguiente día hábil se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, en los meses de enero, abril, julio y octubre se publica, junto con las minutas, el Informe de Política Monetaria (IPM) realizado por el equipo técnico del Banco; el miércoles de la semana siguiente a la Junta, el gerente general aclara inquietudes sobre las minutas y el gerente técnico del Banco presenta el IPM.

⁶ Esta descripción de cómo se constituye la JDBR ha sido tomada de: <http://www.banrep.gov.co/es/gobierno-corporativo/junta-directiva> (consultada el 26 de mayo de 2019).

Proceso de toma de decisiones de PM

En el Banco de la República se sigue un proceso para llegar a una decisión sobre la acción de PM. En este proceso participan la JDBR, el Gerente Técnico, el Subgerente de Política Monetaria e Información Económica y los departamentos de esta Subgerencia. Durante este proceso se busca responder a las siguientes preguntas: ¿cómo está la economía?, ¿hacia dónde va la economía? y ¿cuál es la senda de la tasa de interés de referencia que llevaría la inflación a la meta y estabilizaría el producto en sus niveles de largo plazo y qué incertidumbre enfrenta dicha senda?

Determinación del estado de la economía

Este análisis se hace para identificar los factores que explican el comportamiento actual de la inflación, el producto, la tasa de cambio real, la tasa de interés real, y sus desviaciones con respecto a sus valores de no inflacionarios. Establecer el origen de estas brechas es fundamental para determinar su evolución futura y diseñar la respuesta de política monetaria. Por ejemplo, si el PIB observado es mayor que el PIB potencial, se dice que hay una brecha de producto positiva. Esta brecha de producto podría ser resultado de una demanda fuerte que supera el uso de la capacidad instalada de la economía, situación que podría estar ejerciendo presiones al alza sobre la inflación. Esto sucede porque una demanda agregada muy fuerte presiona el uso de la capacidad instalada de la economía y genera mayores incrementos de los costos de producción. En estos casos, el riesgo de que el producto exceda su nivel sostenible coincide con el riesgo de que la inflación se sitúe por encima de la meta. Por lo tanto, en este caso el Banco subiría la tasa de referencia para estabilizar el gasto y la producción alrededor de sus valores sostenibles y de esta forma llevaría la inflación a la meta.

Las presiones al alza sobre la inflación también pueden originarse por restricciones temporales en la oferta de la economía. En estos casos, los costos de producción aumentan, las firmas reducen la producción y el empleo, y existe el riesgo de que la inflación se desvíe de la meta por un periodo mayor a lo que dure la restricción transitoria de la oferta. No obstante, si la meta de inflación es creíble⁷ y las expectativas de inflación se mantienen ancladas a la meta, la JDBR puede garantizar el cumplimiento futuro de la meta sin generar efectos grandes en la producción y el empleo.

Para determinar el estado actual de la economía se evalúan las condiciones financieras internas y externas, la evolución de las variables externas más relevantes para la economía

⁷ Esto sucede cuando el público y los mercados anticipan que la JDBR no va a permitir una desviación persistente entre la inflación y la meta.

colombiana, su impacto sobre la balanza de pagos y la tasa de cambio real y nominal. Adicionalmente, se hace un análisis del comportamiento reciente del mercado laboral, del PIB por ramas de actividad y rubros de gasto y de la inflación y sus expectativas.

Con todo el anterior análisis, el uso de modelos económicos y el juicio del equipo técnico, se establecen los principales determinantes del comportamiento de la actividad económica y la inflación, y las principales razones de las desviaciones de esta última respecto a la meta. Algunas de estas razones podrían ser: variaciones en los términos de intercambio, cambios en las condiciones de financiamiento externo, choques transitorios en la oferta de bienes y servicios⁸, efectos de mecanismos de indexación de precios⁹, cambios en los costos de producción debido a excesos o defectos en el uso de la capacidad instalada de la economía, entre otras.

El pronóstico macroeconómico y evolución futura de la economía.

La necesidad de evaluar el pronóstico de la economía obedece a que los instrumentos de PM actúan sobre ésta de forma lenta y, por lo tanto, la JDBR actúa con anticipación, calibrando su instrumento para que la inflación alcance la meta y producto alcance su nivel de largo plazo en el horizonte de política.

En el Banco de la República el pronóstico macroeconómico se construye mediante un ejercicio iterativo que involucra reuniones dentro del equipo técnico y del equipo técnico con la JDBR. Los modelos macroeconómicos son indispensables en este proceso, pues ellos proveen un lenguaje común a la JDBR y el equipo técnico, mediante el cual se puede discutir la situación actual de la economía y sus implicaciones para la evolución futura de la inflación y el producto. Sin embargo, los pronósticos del equipo técnico no son el resultado de un solo modelo macroeconómico, sino que a este se le incorpora el juicio de expertos. Esta práctica es seguida también en el Banco Central de la República Checa y el Banco Central de Noruega.

El Banco cuenta con distintos modelos para el análisis económico y su uso y relevancia dependen del horizonte de análisis. Para el pronóstico de corto plazo, uno o dos trimestres, se usan modelos estadísticos y relaciones de forma reducida, mientras que para el mediano plazo, seis meses a tres años, se usan modelos estructurales de equilibrio general. Esta es una práctica común en los bancos centrales, pues los modelos macroeconómicos tienden a producir mejores pronósticos en el mediano plazo y los modelos estadísticos, que

⁸ Por ejemplo, cambios en el clima o paros de transporte o en otros sectores que afecten de forma transitoria los precios.

⁹ Por ejemplo, la indexación de arriendos al IPC o el nivel de bienes y servicios al salario mínimo.

extrapolan la tendencia reciente, tienden a producir mejores pronósticos en el corto plazo. Vale la pena aclarar que los juicios de expertos se incluyen en todos los horizontes de pronóstico.

Modelos de mediano plazo

Para los pronósticos de mediano plazo, el Banco cuenta con dos modelos de equilibrio general, PATACON¹⁰ y 4GM¹¹, los cuales están contruidos sobre la teoría económica y capturan los principales hechos estilizados de la economía colombiana. La palabra “general” significa que intentan explicar el comportamiento macroeconómico y no casos sectoriales o específicos¹². El concepto de “equilibrio” indica que, en cada mercado, la interacción entre la oferta y la demanda es la que determina el valor de las variables endógenas. Estos modelos sirven para tener una discusión ordenada, fundamentada y coherente sobre el sendero que debería tener la tasa de interés de referencia para mantener la inflación en la meta y el producto en su nivel de largo plazo.

Otra ventaja de los modelos centrales del Banco es que sus pronósticos se pueden explicar en términos del comportamiento de las variables exógenas, es decir, en términos de aquellos indicadores sobre los cuales la economía colombiana no tiene ninguna injerencia¹³. Esto resulta útil a la hora de diseñar escenarios de riesgo, ya que basta con desviar el comportamiento de variables como el precio internacional del petróleo o la tasa de interés externa frente a un escenario central, para ver las posibles consecuencias que tendrían estas variaciones sobre el pronóstico macroeconómico del país. El trabajo en estos escenarios alternativos aumenta el rigor de las discusiones realizadas durante el proceso de pronóstico y facilita el esfuerzo para elaborar un escenario de consenso.

De esta forma, los modelos centrales del BR son usados para interpretar el comportamiento de la economía, realizar pronósticos de mediano y largo plazo, estudiar escenarios alternativos, y estimar los efectos de la PM sobre la actividad económica y la inflación. No obstante, como sucede en la mayoría de los modelos de equilibrio general, el PATACON y el 4GM no incluyen todos los sectores de la economía, como por ejemplo el sector financiero o el público. Por tal motivo, en algunos casos sus resultados son complementados con las estimaciones de “*modelos satélites*”. Un ejemplo de modelo satélite es el FISCO (Modelo Fiscal para Colombia, Rincón et al., 2017), el cual se ha utilizado para estimar los

¹⁰ Policy analysis tool applied to Colombian needs.

¹¹ Four-good model.

¹² Como por ejemplo el comportamiento del consumo privado en bienes durables

¹³ Por ejemplo, la tasa de interés internacional, el precio del petróleo, la demanda externa, etc.

efectos de las reformas tributarias sobre el crecimiento económico.

Modelos de corto plazo

Para el análisis de corto plazo, en el Banco se usan otros modelos que tienen una capacidad predictiva superior para el crecimiento económico y de la inflación en horizontes cortos de tiempo. Estos modelos recogen mejor los efectos de choques transitorios que enfrenta la economía, como pueden ser restricciones transitorias de oferta¹⁴, cambios en los impuestos o en la regulación, o cambios metodológicos en la medición de variables¹⁵.

Los modelos de corto plazo se utilizan para estimar el crecimiento del PIB en el periodo vigente¹⁶, y para pronosticar el crecimiento del PIB a un trimestre y la inflación uno y dos trimestres adelante.

- Estimación del crecimiento económico para el trimestre vigente (Nowcasting): con las cifras recientes de actividad económica, con métodos econométricos y con el juicio de los expertos, se realiza una estimación del crecimiento del producto para el trimestre en curso. Este ejercicio, además, permite identificar choques transitorios que están afectando la economía y que pueden perdurar por algunos trimestres. La estimación de crecimiento económico para el trimestre vigente y los choques identificados en el análisis son incluidos en los modelos centrales.
- Pronóstico de corto plazo (PCP) de la inflación: con herramientas econométricas¹⁷ y el juicio del equipo técnico, se realizan estimaciones de los grandes grupos del IPC (alimentos, regulados, transables y no transables), para el trimestre vigente y dos trimestres adelante. Al agregar estas estimaciones se obtiene el PCP de la inflación, el cual es incluido en los modelos centrales. Adicionalmente, es usual que la economía enfrente choques climáticos (fenómeno de El Niño) o cambios regulatorios que afectan el comportamiento de los precios por más de dos trimestres. Los efectos de este último tipo de choques sobre los precios de los alimentos y los regulados también son incluidos en los modelos centrales.

En síntesis, con los modelos de corto plazo y el juicio del equipo técnico se estima el crecimiento del PIB para el periodo vigente y se producen los pronósticos de la inflación

¹⁴ Por ejemplo, cambios climáticos debido a un fenómeno de “El Niño”.

¹⁵ Por ejemplo, cambio en la canasta básica del IPC, o en el periodo base de las Cuentas Nacionales.

¹⁶ El dato del PIB actual es producido con rezago por el Dane y debe ser estimado como parte de la evaluación del estado de la economía.

¹⁷ Modelos ARIMA y redes neuronales.

para dos trimestres adelante. Estos se usan como condiciones iniciales en los modelos de mediano plazo del Banco. De esta forma, mientras más largo es el horizonte de pronóstico, mayor es la influencia de la PM y sus canales de transmisión, incluidos en los modelos de mediano plazo.

La recomendación de PM

El análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, así como de la evaluación del pronóstico y de las expectativas de la inflación frente a la meta, son la base para recomendar el nivel que debería tener la tasa de interés de referencia. Los siguientes son los principales criterios que se tienen en cuenta en esta recomendación, los cuales son incorporados buscando un balance entre los mismos:

- Cuando el análisis presente y futuro de la inflación, así como de las variables que la determinan, indican que ésta podría desviarse persistentemente de la meta, se recomienda modificar la tasa de interés de intervención para llevar la inflación hacia la meta en un tiempo prudencial. Cuando la desviación obedece exclusivamente a factores temporales¹⁸ y las expectativas de inflación permanecen "ancladas" a la meta, la postura de la PM no necesariamente se cambia.
- La recomendación de tasa de interés de intervención se fija con el fin de mantener un balance apropiado entre el logro de la meta de inflación y el propósito de suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de su senda de crecimiento sostenido.
- Tomando en cuenta la incertidumbre que usualmente rodea el comportamiento futuro de las variables macroeconómicas y la estimación de las relaciones entre ellas, la tasa de interés de referencia se ajusta gradualmente. Solo cuando, con alta probabilidad, las condiciones de la economía señalen desviaciones considerables de la inflación respecto a la meta, o del crecimiento del producto respecto a su senda sostenible, la tasa de interés se ajusta rápidamente.

El proceso

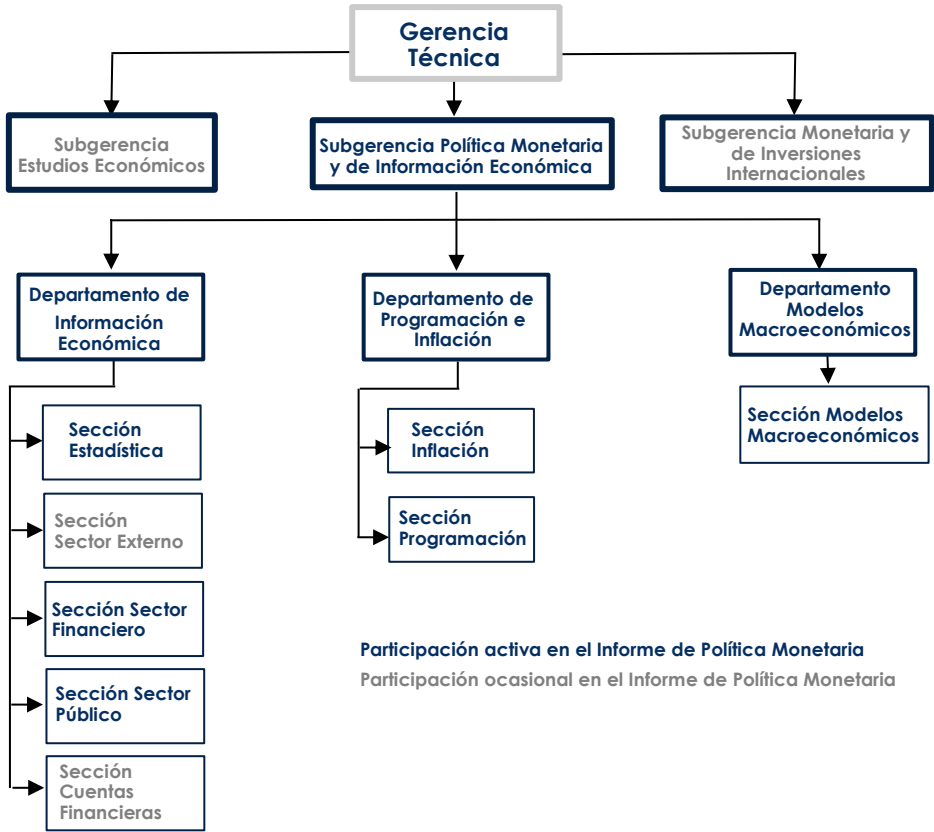
El *Gerente Técnico* del Banco es el responsable del análisis macroeconómico del equipo técnico y vela por la coherencia del análisis de la PM, cambiaria y macro-prudencial. Los otros cargos de las áreas que participan directa o indirectamente en el proceso de pronóstico son el Subgerente de Política Monetaria y de Información Económica, los directores de departamentos y los jefes de sección. El Subgerente de Política Monetaria y

¹⁸ Por ejemplo, problemas de oferta que generen un alza transitoria en los precios de los alimentos.

de Información Económica es el encargado de coordinar el pronóstico macroeconómico, vela por la coherencia de este pronóstico, facilita la interacción entre los equipos de trabajo, promueve la deliberación dentro del equipo de pronóstico y con la JDBR y es responsable de la mejora continua de las herramientas de análisis.

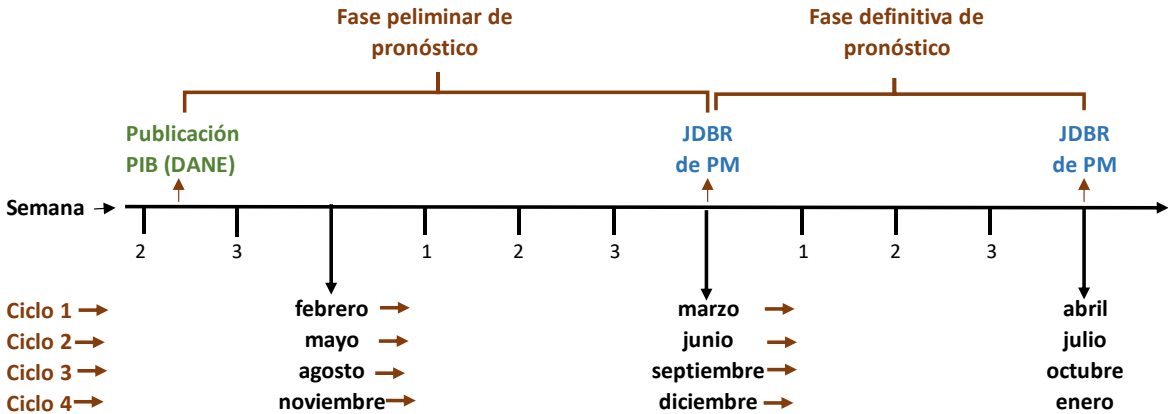
El Departamento de Programación e Inflación (DPI), en especial la Sección de Inflación, evalúa el estado actual de la economía y produce los pronósticos de corto plazo de la inflación y el crecimiento; la Sección de Programación es responsable de los supuestos externos y de las estimaciones de balanza de pagos. El Departamento de Modelos Macroeconómicos (DMM) tiene a cargo la construcción, actualización y uso de los modelos centrales de pronóstico de mediano plazo que tiene el BR. En el Diagrama 1 se muestran las otras secciones que colaboran directamente o de forma ocasional suministrando información o explicaciones del comportamiento de las variables que tienen a cargo.

Diagrama 1: Organización de la Gerencia Técnica y principales subgerencias, departamentos y secciones que participan en la elaboración del Informe de Política Monetaria (IPM)



El equipo técnico divide las ocho reuniones de política que realiza la JDBR al año en cuatro ciclos de pronóstico macroeconómico, en donde cada ciclo contiene dos meses y medio (Diagrama 2). A la fase correspondiente al primer mes y medio del ciclo de pronóstico se le denomina “fase preliminar” debido a que, a pesar de que ya se conoce la cifra del PIB del trimestre anterior, para el momento de hacer el pronóstico macroeconómico, algunos datos del trimestre vigente todavía no se conocen o se dispone de poco tiempo para su análisis (v.g. cuenta corriente, producción industrial, comercio al por menor). Adicionalmente, en los meses de marzo y diciembre, debido a la semana santa y las festividades de fin de año, el tiempo para algunas estimaciones es más corto. En este contexto, los pronósticos podrían cambiar con la nueva información del trimestre en el cual se está haciendo el análisis.

Diagrama 2: Ciclos del proceso de pronóstico macroeconómico



En el segundo mes del ciclo de pronóstico (fase definitiva) se tiene mayor información del trimestre pasado y vigente, situación que contribuye a unos pronósticos más sólidos. El IPM dirigido al público se elabora en esta fase del ciclo y se publica al día hábil siguiente de la Junta (véase sección de Cambios en la comunicación en la p.17 del presente documento).

Procesos en la fase preliminar del ciclo de pronóstico macroeconómico

Esta fase se inicia después de que el Dane da a conocer las cifras del PIB (oferta y demanda) del trimestre anterior y finaliza con la correspondiente Junta de política monetaria. Este proceso se hace para las juntas de marzo, junio, septiembre y diciembre. En esta fase el

equipo técnico tiene 9 reuniones internas y 5 reuniones con la JDBR (Diagrama 3). Las reuniones con la JDBR son las siguientes¹⁹:

I. Presentación de coyuntura: es la primera presentación a la JDBR donde se muestran la dinámica observada de las variables más relevantes del contexto externo y de la economía colombiana, y cómo han sido sus cambios respecto a lo esperado por el mercado y por el equipo técnico del Banco:

- Contexto externo: crecimiento de los socios comerciales, los precios de los principales productos básicos de exportación y los términos de intercambio, la tasa de interés internacional, la prima de riesgo, la tasa de cambio y los principales componentes de la balanza de pagos.
- Crecimiento económico: resultados del PIB del trimestre anterior y los principales errores de pronóstico. Se muestran también los indicadores más recientes para el trimestre vigente de la actividad económica (industria, comercio, indicadores de confianza, etc.).
- Costos no laborales y laborales: Índice de Precios del Productor (IPP), tasas de desempleo, tasa global de ocupación y tasa global de participación, salarios etc.
- Inflación: últimos resultados del IPC y su diferencia con respecto al pronóstico. Finalmente se muestran las distintas medidas de expectativas de inflación y un resultado preliminar del pronóstico de corto plazo de la inflación actualizado con la última información disponible.

II. Presentación estado de la economía: esta presentación se hace en dos etapas. En la primera parte el equipo técnico presenta su análisis y el resultado preliminar de los pronósticos macroeconómicos. En la segunda parte de la reunión, la JDBR le hace comentarios sobre los resultados al Gerente Técnico y al Subgerente de Política Monetaria e Información Económica. Para preparar esta reunión el equipo técnico tiene 5 reuniones internas para poder presentarle a la Junta los siguientes tópicos:

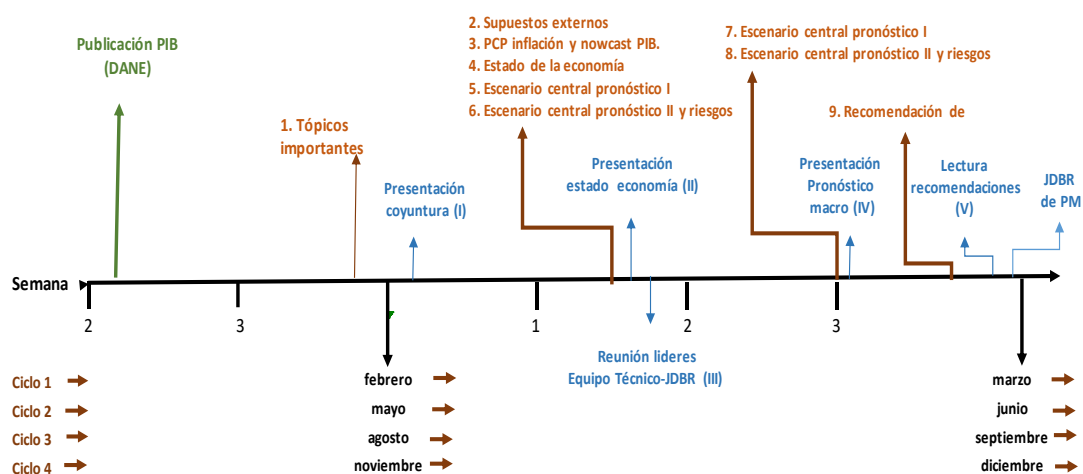
- Variables externas: pronósticos con un horizonte de dos años del crecimiento promedio de los socios comerciales, de la tasa de interés de la Reserva Federal (Fed); del precio internacional del petróleo, de los términos de intercambio y de la prima de riesgo país.

¹⁹ La numeración de las reuniones se presenta en paréntesis en el Diagrama 3

- Crecimiento económico: estimación por el lado de la oferta y la demanda para el trimestre vigente y los principales choques que estarían explicando el comportamiento del producto.
 - Inflación total y sus principales grupos (alimentos, regulados, y transables y no transables sin alimentos ni regulados): pronósticos para el trimestre vigente y para dos trimestres siguientes.
 - Variables no observables: se refieren a variables que no se pueden medir con métodos empíricamente contables y que surgen de la teoría económica. Por ejemplo, las brechas de: producto, de tasa de cambio real y de tasa de interés real de política. Cada una de estas brechas se define como el valor observado de la variable menos aquel “nivel teórico” de la misma variable que no genera presiones sobre la inflación. Estas brechas son estimadas para el trimestre vigente.
 - Escenario central preliminar de pronóstico macro y posibles escenarios de riesgo: para dos años adelante se muestran los pronósticos del crecimiento económico, la inflación, tasa de cambio, y la tasa de interés de política que permitiría llevar a la inflación a la meta y estabilizar el crecimiento en su nivel potencial. En esta presentación también se discuten los escenarios alternativos que pueden ser de interés para los miembros de la Junta.
- III. **Reunión de los líderes del equipo técnico y la JDBR:** en esta reunión la JDBR se reúne con el Gerente técnico, el Subgerente de política monetaria e información económica, el director del departamento de modelos macroeconómicos y el director del departamento de programación e inflación para discutir en detalle el escenario central de pronóstico, los posibles riesgos sobre el mismo, y plantear escenarios de riesgo o de sensibilidad a ser considerados en simulaciones que utilicen los modelos de pronóstico.
- IV. **Presentación pronóstico macro:** en esta presentación se muestran los pronósticos del escenario central, los cuales incluyen los comentarios realizados por la Junta. También se presentan las simulaciones de los principales escenarios de riesgo. Previo a esta presentación el equipo técnico tiene 2 reuniones (véase Diagrama 3).
- V. **Lectura de Recomendaciones de Política:** en cada una de las reuniones previas a esta etapa, los diferentes grupos del equipo técnico proponen los principales párrafos que resumen las conclusiones de las reuniones, de tal forma que a lo largo de la fase se avance en la redacción del documento de recomendaciones de política. Previo a la lectura de este documento a la JDBR, el Gerente Técnico, el Subgerente de SGPMIE,

los directores del DPI y DMM, y los jefes de las secciones de estos departamentos se reúnen para discutir la recomendación de PM. Finalmente, el documento se lee un día antes de la reunión oficial de la JDBR, en la cual se reciben sus últimos comentarios. El documento de recomendaciones de política es la base del IPM y, por tanto, este último incluye la información contenida en el primero.

Diagrama 3: Fase preliminar de pronóstico, reuniones equipo técnico y presentaciones a la JDBR



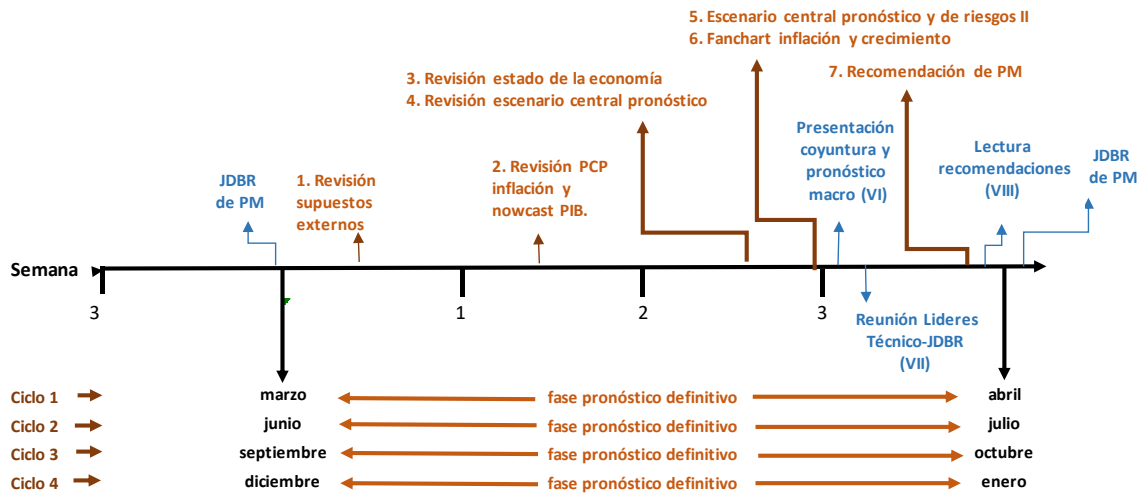
Procesos en la fase definitiva:

En los meses de enero, abril, julio y octubre se hacen los pronósticos definitivos. En estos casos, el equipo técnico tiene 7 reuniones internas y las siguientes dos reuniones con la JDBR (véase Diagrama 4):

- VI. **Presentación actualización coyuntura y resultados de los modelos:** se presenta la nueva información más relevante de actividad económica e inflación, y los resultados de los modelos con los datos actualizados, tanto para el escenario central como para los escenarios de riesgo.
- VII. **Reunión de los líderes del equipo técnico y la JDBR:** esta reunión es similar a la de la fase preliminar. Busca recoger las últimas preocupaciones de la JDBR sobre el escenario central, proponer nuevos escenarios de riesgo si hay cambios en la situación de la economía que lo ameriten, y estudiar posibles ajustes a los escenarios de riesgo ya presentados.
- VIII. **Lectura de Recomendaciones de Política.** A lo largo de la fase definitiva los diferentes grupos del equipo técnico proponen los párrafos que resumen las conclusiones de las reuniones, de tal forma que se avance en la redacción del correspondiente documento de recomendaciones y en la del IPM. Al igual que en la fase preliminar, previo a la lectura del documento, se reúnen

los mismos miembros del equipo técnico para definir la recomendación de PM y el documento se lee un día antes de la reunión oficial de la JDBR, en la cual se reciben sus últimos comentarios. El IPM está basado en este último documento y se publica al siguiente día hábil de la Junta (véase sección de Cambios en la comunicación en la p.17 del presente documento).

Diagrama 4: Fase definitiva, reuniones equipo técnico y presentaciones a la JDBR



Comunicación de PM

La comunicación de un banco central puede definirse como la entrega de información al público sobre los objetivos y la estrategia de PM, sobre las perspectivas de la economía y la explicación de las decisiones de política (de Hann et al., 2007). Esta se lleva a cabo por medio de diferentes canales, entre ellos las conferencias de prensa, las minutas, los reportes o informes periódicos y los discursos y entrevistas de los miembros de la Junta Directiva.

La comunicación es considerada hoy en día una parte esencial de la ejecución de la PM. No siempre fue así. La tendencia de las últimas décadas a garantizar la independencia de los bancos centrales ha sido la que en gran parte ha implicado la necesidad de que éstos se comuniquen y faciliten, a través de la transparencia, el proceso de rendición de cuentas al público. Pero la comunicación no es solo relevante desde un punto de vista político; tiene también consecuencias sobre la efectividad de la PM y por ello se convierte en un elemento decisivo en la estrategia de un banco central.

Como lo señala Woodford (2005), la importancia de la comunicación reside primordialmente en el hecho de que las decisiones de los agentes económicos se ven

afectadas no solo por las acciones presentes de los encargados de la política económica, sino también por las expectativas que tienen los agentes sobre las intervenciones y el curso de la economía en el futuro. Debido a esto, hoy en día se considera que la efectividad de la PM requiere, entre otros, que el público entienda y en lo posible anticipe las acciones del BC (véase, por ejemplo, Issing, 2005 y de Haan et al., 2007) y, de esta manera, conseguir que las expectativas del mercado estén coordinadas con los objetivos que se ha propuesto el banco central y contribuyan a la consecución de los mismos.

La comunicación es un elemento fundamental de la estrategia de PM del Banco de la República y por lo tanto se han dispuesto varios canales de comunicación. Estos son:

1. **Minutas, Comunicado y rueda de prensa:** al finalizar cada reunión de PM (enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre) de la JDBR se entrega un comunicado y se acompaña de una rueda de prensa, por parte del Gerente del BR – vocero de la JDBR—y el Ministro de Hacienda –Presidente de la JDBR –.²⁰ En uno y en otro se explican los factores principales que se consideraron en la reunión y, desde agosto de 2016, se comenzó a publicar en el comunicado el balance de votos de los miembros de la JDBR con respecto a la decisión de política tomada. Un resumen más detallado sobre la discusión y los distintos argumentos presentados en estas reuniones queda a disposición del público el día hábil siguiente a la reunión a través de la publicación de las minutas de la JDBR. Las transcripciones de las reuniones de la JDBR quedan consignadas en las correspondientes actas, que tienen una reserva de 15 años antes de su publicación.
2. **Informe de política monetaria (IPM):** en los meses de enero, abril, julio y octubre al día hábil siguiente de la reunión de la JDBR, el Equipo Técnico da a conocer al público el análisis, proyecciones macroeconómicas y perspectivas de riesgos de la economía a través de la publicación trimestral del IPM. Este informe tiene un carácter prospectivo, contiene el análisis, el pronóstico y sus principales supuestos, y otros detalles presentados a la JDBR²¹ resultado del proceso anteriormente descrito. El Equipo Técnico produce estos reportes y proyecciones de forma independiente y, por tanto, los mismos no necesariamente reflejan el análisis ni la opinión de la JDBR. Sin embargo, la información y el análisis contenido en estos reportes son un insumo

²⁰ Desde 2018, la Junta Directiva del Banco de la República se reúne 8 veces por año para tomar decisiones de política monetaria. Anteriormente estas decisiones se tomaban con periodicidad mensual.

²¹ La principal diferencia entre el Informe de Política Monetaria que se publica y el que se presenta a la JDBR yace en apartes que están bajo reserva y no son públicos como, por ejemplo, la recomendación de tasa de interés realizada por el Equipo Técnico.

importante en el proceso de toma de decisiones de la JDBR. La interacción en este proceso y en el proceso de pronóstico busca que la JDBR y el Equipo Técnico tengan una base común de información. El Equipo Técnico hace, también de forma independiente, una recomendación de política a la JDBR, la cual tiene una reserva de 15 años y se hace pública dentro de la correspondiente acta de reunión de política. Un mayor detalle del contenido del IPM se presentará en la siguiente sección.

3. **Presentaciones y discursos:** El Gerente y los Codirectores le brindan también información al público a través de sus presentaciones y discursos, con diversos tipos de audiencias. La vocería oficial de la PM recae en el Gerente General. Las opiniones individuales de los miembros de la JDBR, incluido el Ministro de Hacienda, son responsabilidad de cada uno de ellos.
4. **Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República:** Como parte del proceso de rendición de cuentas, y de conformidad con lo previsto en el artículo 5º de la ley 31 de 1992, dos veces al año se presenta el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República en donde se informa no solo sobre el estado de la economía y el cumplimiento de las metas de inflación, sino también sobre la administración de las reservas internacionales, los sistemas de pagos del país y los estados financieros del Banco.

Los reportes, informes y presentaciones mencionados están disponibles en la página web del Banco de la República. Este es un medio fundamental y continuo de contacto con el público.

Vale la pena aclarar que las publicaciones académicas de los investigadores del Banco enriquecen el debate y el análisis económico desde perspectivas diversas. Sin embargo, estas publicaciones no están relacionadas con las comunicaciones de PM ni reflejan la posición oficial del Banco de la República o su Junta Directiva.

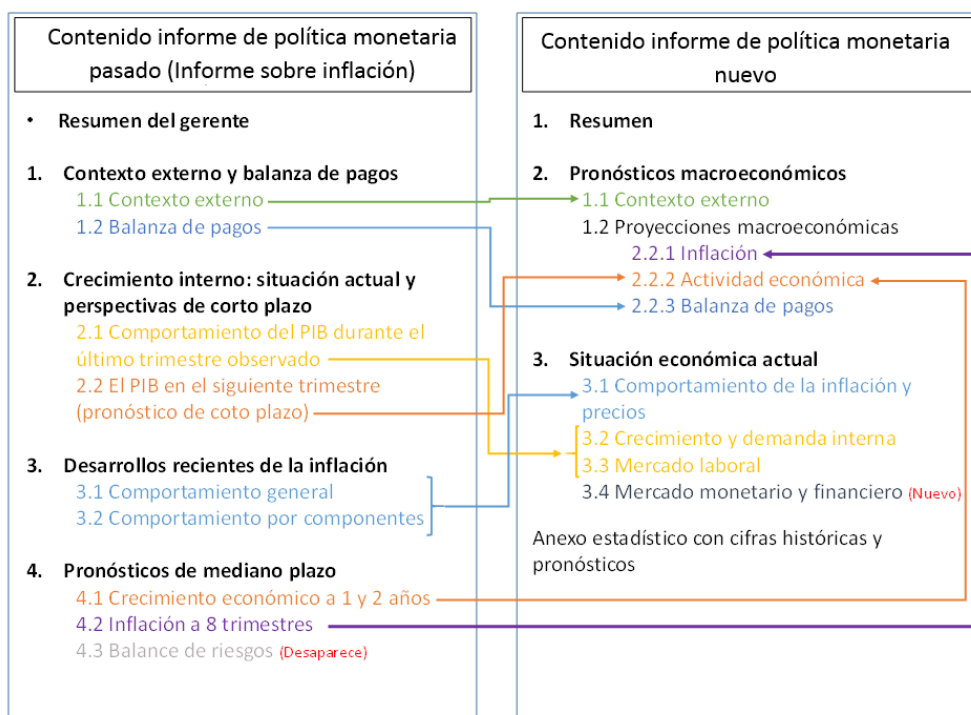
Contenido del Informe de Política Monetaria (IPM)

Tras una revisión sobre el tipo, la oportunidad y la profundidad de la información presentada en el IPM²², el Banco de la República decidió modificarlo con el fin de mejorar la calidad de su contenido e implementar las mejores prácticas aplicadas por otros bancos centrales alrededor del mundo. Los cambios, que se implementaron a partir de octubre del 2019, permiten, por un lado, mejorar la comunicación del análisis de coyuntura y de los

²² Uno de los cambios introducidos es el nombre del informe. El nuevo Informe de política monetaria anteriormente se titulaba Informe sobre inflación.

pronósticos de la economía y, por otro, la entrega de un informe más concreto y de más fácil lectura. Para cumplir estos propósitos, el informe se publica de manera más oportuna y su contenido hace más énfasis en las proyecciones macroeconómicas. Los cambios en la estructura se explican en el siguiente gráfico:

Gráfico 1. Informe de política monetaria: anterior versus nuevo esquema



Comunicación de PM

Con el fin de mejorar la calidad y oportunidad de la información entregada por el Banco, la estrategia de comunicación de PM será la siguiente²³:

1. El IPM será publicándose el día hábil siguiente a la reunión de PM de la Junta de los meses de enero, abril, julio y octubre.
2. Las Minutas de la reunión de la JDBR se publicarán el día hábil siguiente de la reunión de la Junta.
3. Se mantiene la actual rueda de prensa con el Ministro de Hacienda y el Gerente General con el comunicado de prensa.
4. El IPM será presentado al público por el Gerente General y el Gerente Técnico el miércoles de la semana siguiente al día en que se realiza la reunión de la Junta. Esto

²³ Esta estrategia fue aprobada en Resolución Interna No 3 de 2019 (agosto 30 de 2019).

se hará a través de una reunión con analistas y periodistas y una transmisión en vivo por medios electrónicos.

5. Para mejorar la comprensión del mercado sobre el análisis y las perspectivas presentadas por el equipo técnico, se incluirá una sección en el IPM con una descripción cualitativa de las diferencias entre la senda de tasas de interés de política endógenas del pronóstico y la senda de tasas esperada por el mercado. Esta alternativa es conveniente pues aumenta el nivel de transparencia sin afectar las decisiones de política o afectar la comunicación de la Junta. Al final del documento se incluye, en el Anexo I, un ejemplo del tipo de descripción que se presentaría.
6. Se continuarán desarrollando y evaluando los mecanismos de comunicación de la PM con el público general y audiencias diversas.

Referencias

De Haan, J., Eijffinger, S. & Rybinski, K. (2007). Central bank transparency and central bank communication: Editorial introduction, *European Journal of Political Economy*, Elsevier, 23(1), pp. 1-8.

Issing, O. (2005). Communication, transparency, accountability: monetary policy in the twenty-first century, *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, pp. 65-83

Jalil, M., Mahadeva, L. (2010). "Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Colombia", Banco de la República y Universidad Externado de Colombia. Bogotá, Colombia.

Rincón, H., Rodríguez, D., Toro, J., & Téllez, S. (2017). FISCO: modelo fiscal para Colombia, *Ensayos sobre Política Económica*, Banco de la República, 35(83), pp. 161-187.

Woodford, M. (2005). Central bank communication and policy effectiveness, *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 399-474.