Tenga en cuenta

Los documentos son de carácter informativo y académicos, las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva del autor y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Autores y/o editores

César Giraldo Giraldo

Fecha de publicación
Martes, 18 de noviembre 2025

Tunja, 14 de octubre de 2025.

Agradezco la invitación del Consejo Estudiantil, de la Escuela de Economía y de la Universidad. Abordaré el tema de los dilemas de la política monetaria en Colombia. Comenzaré con la coyuntura económica actual, que considero fundamental discutir, y luego haré unas reflexiones sobre la política monetaria. Invoco a la universidad para que también participe activamente en este debate.

Hoy vemos una economía creciendo, en sectores que contribuyen a la redistribución del ingreso y el aumento del empleo. La demanda interna se expande gracias al fortalecimiento del ingreso de las familias, lo que desvirtúa la idea de que estamos frente a un crecimiento insostenible basado en deuda. Este es el primer tema que quiero destacar.

El segundo tema, tiene que ver con las decisiones de política económica que buscan enfriar la economía, bajo el argumento de que su dinamismo está generando presiones inflacionarias. Esto

plantea un dilema: ¿debemos sacrificar el crecimiento económico en aras de controlar la inflación?.

En tercer lugar, quiero referirme al papel de los mercados privados en la evaluación de la política económica, especialmente a las firmas calificadoras de riesgo. Estas entidades, con sus advertencias sobre posibles rebajas en la calificación crediticia del país, ejercen una presión constante que se convierte en una amenaza para el diseño soberano de nuestras políticas públicas.

Finalmente, en cuarto lugar, señalo que el déficit fiscal es un problema real que debe ser abordado por todos. Se hace necesaria una mayor coordinación en la política económica. En particular, la autonomía del Banco de la República no puede traducirse en aislamiento. El Banco debe tener en cuenta el rumbo de desarrollo que el país económico, social y político aspira tomar, y también coordinar la política monetaria con la política fiscal, como ocurre en otras latitudes. También es urgente una acción nacional articulada que nos permita reducir la dependencia de los mercados financieros internacionales.

Primer tema: la tasa de interés y el crecimiento económico

La visión dominante dentro de la ortodoxia económica es la de mantener alta tasa de intervención del Banco con el propósito de enfriar la economía y de esta forma reducir la inflación. En este sentido las decisiones recientes de política monetaria han mantenido la tasa de intervención del Banco de la República en 9,25%. Dicha tasa, con una inflación cercana al 5%, implica una tasa de interés real de aproximadamente 4,25%, la más alta de América Latina después de Brasil. Para ponerlo en perspectiva, antes de 2022 la tasa de interés real era cercana al 0,4%, es decir, diez veces menor que la actual.

El argumento detrás de esta decisión es que la demanda agregada está creciendo de forma significativa, lo que estaría impulsando los precios al alza. El gasto en consumo final de los hogares está creciendo alrededor del 4% en términos reales. Aunque el DANE no ha publicado el dato oficial de septiembre de 2025, estimaciones como las de *nowcast* indican un crecimiento aproximado del 3,5% para dicho mes.

Este crecimiento del consumo se explica, en buena medida, por el aumento del salario mínimo legal, que el año pasado creció cerca del 11%, con un incremento real de cinco puntos. También han influido positivamente el aumento de las remesas del exterior, el crecimiento del turismo proveniente del exterior, y el dinamismo del sector agropecuario, que mostró tasas de crecimiento de 8% real en 2024, y mantiene dicho dinamismo en el 2025.

En particular el café también ha contribuido al crecimiento, impulsado por una buena producción y precios internacionales favorables. El comercio ha crecido 6,2% en términos reales, y la industria manufacturera muestra signos de recuperación, especialmente si se excluyen actividades como la refinación de petróleo y la coquización de carbón.

Este crecimiento está respaldado por el aumento del ingreso disponible de los hogares, en gran parte explicado por el menor endeudamiento de las familias. Algunos medios han sugerido que el crecimiento actual es artificial o insostenible, pero los datos muestran lo contrario. El aumento del consumo refleja una mejora en el bienestar de la sociedad, y no está apalancado en el endeudamiento.

Por lo tanto, estamos ante un crecimiento sostenible, acompañado por un aumento en el empleo. Actualmente, la tasa de desempleo en Colombia se encuentra en su nivel más bajo en los últimos 20 años, 8,6%, o lo que es lo mismo, tenemos la tasa de empleo más alta.

El crecimiento actual puede considerarse sano, especialmente si lo comparamos con el de la década pasada, que estuvo impulsado principalmente por las exportaciones minero-energéticas. Ese tipo de crecimiento generaba poco empleo, ya que sectores como el petróleo y el carbón tienen baja capacidad de absorción laboral. Además, una parte significativa de los ingresos generados por estas actividades se transfirió al exterior en forma de remesas de utilidades, lo que contribuyó a un déficit considerable en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Sin embargo, hay que reconocer que, si bien el crecimiento del empleo ha sido notable, la mayor parte de este constituye trabajo informal. Esto puede verse como algo negativo, en la medida en que lo ideal sería que el crecimiento se reflejara en un aumento del empleo asalariado. Pero también puede interpretarse como algo positivo: el empleo está creciendo, aunque sea informal.

La discusión de fondo no debería centrarse únicamente en si el empleo informal es bueno o malo, sino en cómo lograr que los trabajadores informales —especialmente aquellos vinculados a la economía popular— accedan a un marco de derechos sociales. Esto permitiría brindarles protección social, garantizar derechos laborales y, al mismo tiempo, integrarlos al sistema tributario. En otras palabras, se trata de construir una red de derechos y obligaciones que incluya a los sectores no asalariados. Porque, en definitiva, quien tiene derechos está más dispuesto a pagar impuestos. La tributación hace parte del contrato social: contribuyo de acuerdo a mi capacidad y recibo de acuerdo a mi necesidad.

Segundo tema: decisiones de política monetaria

El segundo tema es la forma mediante la cual se toman las decisiones de política monetaria. Como es sabido, el Banco de la República no ha reducido su tasa de intervención monetaria. En los últimos meses, la inflación ha oscilado entre el 4,9% y el 5,2%, de manera que una Tasa de Política Monetaria de 9.25% significa una tasa real entre 4.3 y 4%, la cual es altamente contractiva. Quienes defienden esta postura argumentan que el país se encuentra en un punto de máximo crecimiento económico y nivel de empleo, y que la tasa de interés actual es adecuada para equilibrar ahorro e inversión.

El PIB colombiano está creciendo a una tasa cercana al 3% real, impulsado por el consumo, el sector agropecuario, el comercio y la industria manufacturera. En los sectores productivos este crecimiento se traduce en mayores ingresos, ya sea por salarios o beneficios, como lo establece la identidad del valor agregado.

Según los modelos utilizados por el Banco Central, si el crecimiento económico supera el PIB potencial —estimado en torno al 3%—, se generaría presión inflacionaria. Por eso se plantea que es necesario reducir la demanda agregada mediante el aumento de la tasa de interés. Este es un primer argumento.

El segundo argumento se refiere al desempleo. Se sostiene que intentar reducir aún más el desempleo podría generar presiones salariales que se traducirían en inflación. Aunque la tasa actual de 8,6% es baja en términos históricos para Colombia, sigue siendo alta en comparación internacional. En Europa y Estados Unidos, el desempleo ronda el 4%.

El tercer argumento es que la tasa de interés real debe corresponder a una tasa de equilibrio, lo que se conoce como tasa de interés neutral. Sin embargo, la tasa actual es diez veces superior a la que se tenía entre 2010 y 2022. Entonces ¿cuál era esa tasa antes? Según el equipo técnico del Banco esa tasa está aumentando.

Esa tasa en la práctica en Colombia es estimada calculando la tasa de interés neutral de los Estados Unidos más el riesgo país medido a través del *Credit Default Swaps*. La pregunta que surge es, si en Estados Unidos la tasa de interés está bajando, y el Credit Dafault Swap para Colombia está disminuyendo desde abril ¿cuál es el soporte del equipo técnico del Banco para afirmar que la tasa de interés neutral para Colombia está aumentando? De hecho, hay apetito por los bonos colombianos: las emisiones recientes que ha hecho el gobierno han recibido ofertas que triplican o cuadruplican el monto ofrecido, y se han colocado en condiciones favorables.

Estos tres argumentos se basan en contrafactuales utilizando modelos que no son verificables: PIB potencial, tasa de desempleo inflacionaria (llamada *nairu*), y tasa de interés de equilibro (conocida como la tasa neutral). Y esos modelos no están acertando en la predicción de las variables económicas. En las estimaciones de inicio del año los modelos mostraban que el aumento del salario mínimo iba a incrementar el desempleo y la inflación, y que el déficit fiscal se iba a expresar en un aumento del riesgo país que llevaría a una depreciación del peso colombiano. Ha pasado todo lo contario.

El salario mínimo ha aumentado en términos reales desde 2022, y, sin embargo, el desempleo y la inflación han disminuido. Lo que está ocurriendo en Colombia sugiere que el comportamiento económico está cambiando, y con ello, el patrón de desarrollo. Este cambio exige nuevos marcos analíticos. La economía debe explicar la realidad, no forzarla a encajar en modelos que ya no la representan.

Se argumenta que la reducción de la inflación se ha estancado desde diciembre del 2024. Ha oscilado alrededor del 5%, subiendo y bajando ligeramente. Esto, según algunos, afecta la credibilidad de la meta de inflación hacia el 3%, porque no permite anclar las expectativas. La lógica detrás de esta visión es que parte de la inflación está determinada por las expectativas, y, por tanto, es necesario anclarlas para evitar que los precios se indexen en función de ellas.

Esta lógica podría tener validez en economías centrales (aunque también es discutible), pero en las economías periféricas como la colombiana, donde la economía informal y la economía criminal tienen un peso significativo —que no son la misma cosa— esta lógica pierde fuerza. Ambas economías comparten una característica: operan con horizontes de muy corto plazo. En la informalidad se vive del rebusque diario, sin expectativas a mediano o largo plazo. Lo mismo ocurre en la economía criminal. Por eso, el concepto de expectativas racionales no aplica en una sociedad como la nuestra.

La economía informal se desarrolla fuera de la regulación estatal: no tiene registro en Cámara de Comercio, no tributa, no declara ante la DIAN, y no opera bajo el código laboral. Por tanto, no hay acceso a sistemas de protección social como pensiones, riesgos laborales o salud contributiva.

Además, la existencia de estas economías reduce las bases gravables, ya que la tributación recae sobre la economía formal. Esto obliga al Estado a aumentar el gasto social ante la debilidad de los regímenes contributivos. Por ejemplo, el subsidio para adultos mayores sin pensión ha aumentado significativamente. Este gasto es necesario porque estas personas no cotizaron, y el sistema

contributivo está ligado a una sociedad asalariada.

En el caso de las economías criminales el Estado debe aumentar el gasto en seguridad financiado con los impuestos que paga el sector formal de la economía, para combatir para estados financiados con rentas criminales. Se genera una tensión fiscal insostenible.

Además de todo lo anterior, resulta inconveniente adoptar una tasa de interés alta en un contexto de apreciación del peso y de entrada de dólares. En este escenario, atraer dólares se vuelve más rentable, lo que puede alimentar una burbuja especulativa, que es lo que se conoce como el *carry trade*. Los inversionistas se fondean en monedas de baja tasa y adquieren activos en pesos, y en la medida en que los recursos entran el dólar se abarata más, y esos inversionistas esperan ganar en el futuro porque cada vez pueden comprar más dólares porque están más baratos. Esto ya lo advirtió el Banco de Pagos Internacionales (BIS).

Es necesario entrar en el debate con cifras en mano. Los economistas trabajamos con métricas, y debemos usarlas también para la discusión pública, especialmente cuando estamos ante un cambio en el patrón de desarrollo de la economía colombiana.

La política monetaria en Colombia está definida por el Banco de la República, con un equipo técnico altamente calificado y un seguimiento riguroso de la economía nacional. Sin embargo, la realidad va por un camino distinto al de los modelos. En Colombia, la política monetaria se ejecuta exclusivamente a través de la tasa de interés, bajo el esquema de inflación objetivo.

Aunque existen otros instrumentos —como la intervención cambiaria, los agregados monetarios o el crédito dirigido—, en la práctica todo se reduce a la tasa de interés. Este enfoque se basa en un modelo de tres ecuaciones: la relación entre ahorro e inversión, que lleva al concepto de PIB potencial; la curva de Phillips, que vincula desempleo e inflación; y la regla de Taylor, que relaciona el PIB potencial con la tasa de interés.

Este modelo supone una tasa de cambio flexible, equilibrio fiscal, libre movilidad de capitales y divisas, y estabilidad nominal. Es decir, se parte de la idea de que los precios son estables, que el mercado determina la tasa de cambio sin intervención del Banco Central, que las finanzas públicas están equilibradas y que no existen restricciones a los flujos de capital. La economía se asume completamente abierta y basada en el petróleo y el único instrumento de intervención es la tasa de interés. No se contempla el manejo de agregados monetarios, ni el direccionamiento del crédito hacia sectores productivos, ni el control de movimientos de capital. Estos supuestos ya no son válidos: no estamos en un mundo de economías abiertas, y el petróleo ha perdido importancia económica.

No hay un debate público robusto sobre la política monetaria, ni existe una responsabilidad política clara sobre sus efectos, a pesar de que tiene implicaciones redistributivas. Por ejemplo, uno de los argumentos frecuentes en los documentos del Banco de la República es que el aumento del salario mínimo genera presiones inflacionarias, lo que justificaría subir la tasa de interés.

Pero hay dos problemas con esta lógica: en primer lugar, desde el 2022 el salario mínimo ha aumentado y, sin embargo, la inflación ha bajado y el empleo ha mejorado. En segundo lugar, contrarrestar el aumento del salario mínimo con una subida de tasas implica una puja distributiva entre capital y trabajo. La tasa de interés beneficia a los rentistas del capital, mientras que el salario remunera

a los trabajadores.

Este conflicto redistributivo es central en Colombia, uno de los países con peor distribución del ingreso en el mundo. Se contraargumenta que mantener política monetaria contraccionista para controlar la inflación beneficia a los pobres porque la inflación es el principal impuesto a los pobres. Eso es cierto, pero la inflación también castiga a los acreedores, ya que reduce el valor real de los préstamos que han realizado, y a los tenedores de títulos de renta fija, como los TES del gobierno. ¿Y quiénes son los principales tenedores de deuda pública? Los mercados de capitales. Por tanto, la inflación no solo es un impuesto a los pobres, sino también a los tenedores de riqueza financiera.

Tercer tema: el Juicio de los mercados

La tercera idea que quiero señalar es que los mercados juzgan. En el sistema financiero global existe un monopolio de tres firmas calificadoras de riesgo: Fitch Ratings, Moody's y Standard & Poor's. Estas son entidades privadas que, sin ser elegidas democráticamente, ejercen un poder político y público considerable, ya que sus decisiones pueden condenar económicamente a países enteros.

En el caso de Colombia, dos de estas firmas nos han ubicado en grado especulativo, mientras que solo una mantiene nuestra calificación en grado de inversión. Esta última ha advertido que si las finanzas públicas no se corrigen, también nos degradará la calificación. Estar en grado especulativo implica que el país debe pagar tasas de interés más altas para financiarse, y, además, los balances de bancos y entidades financieras —según la regulación de Basilea— deben ser ajustados negativamente en función de sus activos en deuda pública. Los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, ya no podrían adquirir deuda pública colombiana, lo que genera un ahogamiento financiero.

Este poder no solo afecta a Colombia, sino que ha sido cuestionado en los países centrales. Por ejemplo, durante la crisis hipotecaria de 2008, estas firmas calificaron como AAA (máxima calidad crediticia) activos que luego se revelaron como deuda basura, contribuyendo al colapso financiero global. En la crisis de deuda europea entre 2010 y 2012, países como Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia acusaron a estas firmas de utilizar criterios opacos para evaluar economías, reducir calificaciones en medio de la crisis, lo que provocó retiros masivos de fondos y conflictos de interés, ya que los bancos que compraban bonos financiaban a las calificadoras.

Como respuesta, la Unión Europea creó en 2012 la *European Securities and Markets Authority* (ESMA), que obligó a estas firmas a registrarse, publicar sus metodologías, evitar conflictos de interés y limitar el número de calificaciones anuales. Además, el cálculo del PIB potencial —una variable clave en las evaluaciones— lo realiza una entidad independiente, como la Comisión Europea o la Oficina de Presupuesto del Congreso en EE. UU., no el banco central.
En Colombia, en cambio, no existe ninguna autoridad que supervise a las calificadoras. Emiten sus juicios cuando quieren, sin transparencia metodológica, y sus decisiones pueden condenar a la economía con información privada. Esto debería ser objeto de debate político, como ha ocurrido en Europa y Estados Unidos.

Lo más grave es que los mercados exigen rentabilidad creciente en función del riesgo percibido. Es decir, cuanto más riesgoso se considera a un país, mayor es la rentabilidad exigida por los inversionistas, lo que termina enriqueciendo a los mercados financieros a costa de las economías

nacionales.

Por eso, es urgente avanzar hacia una coordinación de la política monetaria con otras políticas económicas. En Estados Unidos, la Reserva Federal tiene como objetivos tanto la inflación como el empleo. La reciente reducción de tasas de interés se dio en respuesta al aumento del desempleo. En la Unión Europea, además de controlar la inflación, se busca fomentar el crecimiento económico.

En Colombia, en cambio, el objetivo de la política monetaria está centrado exclusivamente en la inflación. Esto limita su capacidad de respuesta ante otros desafíos estructurales. La política monetaria debería coordinarse con la política productiva.

Cuarto tema: el déficit fiscal

En Colombia el Banco de la República es autónomo del gobierno. El Ministro de Hacienda tiene un asiento en su Junta Directiva, pero es solo uno entre siete miembros, lo que limita la coordinación entre la política monetaria y la política fiscal. El déficit fiscal no es culpa exclusivamente del gobierno, porque todos los actores económicos, sociales y políticos están reclamando más gasto público.

El Congreso, por ejemplo, aprobó un aumento en el Sistema General de Participaciones —las transferencias a gobiernos locales— del 23% al 39,5% de los ingresos corrientes en un horizonte de 10 a 12 años. Sin embargo, se opone a una reforma tributaria que permita financiar ese aumento. El gobierno ha planteado que este incremento debe ir acompañado de una ley de competencias que redefina las responsabilidades entre nación, departamentos y municipios. Esta discusión afecta directamente a las entidades territoriales, en este caso el departamento de Boyacá y sus municipios. Aquí no pueden quedarse en silencio sobre este tema, y la UPTC debe abrir una discusión al respecto. En Antioquia y la Costa Caribe están pidiendo más soberanía fiscal, pasar a un modelo más federal. Esta propuesta ¿sería benéfica para Boyacá o aumentaría las disparidades regionales?

El 85% de la nómina del presupuesto nacional está destinada a la Policía, el Ejército, la Rama Judicial y la Fiscalía. Entonces, ¿qué se propone? ¿Reducir a la mitad el Ejército, la Policía o la Rama Judicial, cuando se exige más seguridad?.

El gasto social también ha aumentado, pero esto responde a decisiones del Congreso. En 2012, por presión de los gremios, se aprobó una reforma tributaria que trasladó al presupuesto general los recursos del SENA, el ICBF y las contribuciones empresariales al sistema de salud. Es decir, se eliminó el impuesto a la nómina y se cargó ese gasto al presupuesto nacional.

Por tanto, el problema de las finanzas públicas no es solo del gobierno: es un problema estructural de toda la sociedad. El gasto está completamente comprometido. Los acreedores exigen el pago de la deuda y han impuesto una regla fiscal que excluye del cálculo los intereses de la deuda. Esto significa que el ajuste fiscal debe recaer sobre el resto del gasto público, pero no debe afectar las rentas que cobran los mercados de capitales a través de los intereses que paga el gobierno.

Todos critican el aumento del gasto, pero todos se benefician de él. Las normas que lo sostienen —transferencias, seguridad, pensiones, deuda— son producto de decisiones colectivas: leyes de la República, reformas constitucionales y acuerdos sociales. La deuda pública son pagarés que el Estado

debe honrar. Por eso, este no es un problema exclusivo del Ejecutivo, sino de toda la sociedad: del Banco Central, los gremios, la clase política y los movimientos sociales.

Si no resolvemos este dilema por la vía democrática, corremos el riesgo de enfrentar una crisis financiera —con inflación y desequilibrio en la balanza de pagos— o una crisis social y política profunda.

Existen mecanismos alternativos de financiamiento que podrían fortalecer nuestra autonomía. El Fondo Latinoamericano de Reservas, aunque pequeño, podría ampliarse para apoyar a los países de la región en situaciones de balanza de pagos. En Asia, la Iniciativa Chiang Mai permite a 30 países acceder a apoyos financieros mutuos. También están los bancos regionales como el Banco Interamericano de Desarrollo y la Corporación Andina de Fomento, así como los acuerdos de swap entre bancos centrales. Por ejemplo, Estados Unidos otorgó recientemente un swap de 20.000 millones de dólares a Argentina, y también ha habido acuerdos similares con China y la Unión Europea.

Conclusión

Quería compartir algunos de los dilemas que enfrentamos en los debates sobre política monetaria dentro del Banco de la República. En este espacio conviven sectores ortodoxos, que han estado históricamente presentes, y sectores heterodoxos, que apenas estamos entrando y nos enfrentamos a estructuras difíciles de transformar.

Quienes llegamos al Banco Central lo hacemos como resultado de procesos sociales, históricos y políticos. Representamos sectores de la sociedad, no estamos allí por un regalo, sino por lo que hemos sido, vivido y representado.

Además, el Banco está trabajando con modelos que están fallando en sus predicciones. A pesar de ello, seguimos tomando decisiones como si funcionaran perfectamente. Lo que deberíamos discutir es el modelo de crecimiento que estamos teniendo y cómo impulsar un verdadero modelo de desarrollo.

La política monetaria no está coordinada con otras políticas económicas, y además hemos renunciado a herramientas que han sido utilizadas con éxito en Europa y Asia.

Es momento de abrir el debate, de revisar los modelos, de coordinar la política monetaria con la política productiva y de reconocer que la economía debe estar al servicio del desarrollo, no únicamente de los mercados financieros.
Muchas gracias.

Las opiniones expresadas en esta intervención no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Son a título personal del codirector César Giraldo.