



El Banco de la República en debate: inflación, tasas de interés y desarrollo

Centro de Pensamiento Vida

Mayo 2026



Índice

El Banco de la República en debate: inflación, tasas de interés y desarrollo nacional	1
--	---

Introducción	4
---------------------	---

I. Discusión teórica del esquema de inflación objetivo	6
---	---

1. ¿Qué tan sólido es el fundamento teórico de la política monetaria del Banco de la República?	6
La función de reacción del Banco de la República: la Regla de Taylor en Colombia.....	8
Los modelos internos de decisión: PATACON, 4GM-LM y la arquitectura de justificación del alza	9
El mecanismo de transmisión y sus canales en la economía colombiana	11
El papel de las expectativas y la captura cognitiva.....	12
La privatización del señoreaje y la financiación por deuda pública	17

2. ¿Es conveniente el esquema de inflación objetivo que guía al Banco de la República?	18
--	----

3. ¿Guía el sector financiero las decisiones del Banco de la República?	26
---	----

4. ¿Condenan los modelos internos del Banco de la República a la economía colombiana al desempleo y al bajo crecimiento?	31
--	----

II. El diagnóstico de la inflación	41
---	----

5. ¿Qué está causando realmente la inflación en Colombia: exceso de demanda o choques de oferta?	41
--	----

6. ¿Qué papel juega el poder de mercado y las ganancias en la formación de precios en Colombia?	46
7. ¿Funciona la tasa de interés para combatir la inflación de oferta?	49
III. Ganadores y Perdedores	52
8. ¿Quiénes ganan y quiénes pierden cuando sube la tasa de política monetaria?: impacto sectorial de la política monetaria	52
9. ¿Importa la estructura financiera y bancaria?	61
IV. Alternativas y reforma institucional	68
10. ¿Acabó la era global de la desinflación?	68
11. ¿Existen herramientas más allá de las tasas de interés de política?	71
12. ¿Se puede hacer más democrático el Banco de la República?	76
Un llamado a abrir la discusión	78
Bibliografía	83

Introducción

En el debate público colombiano, pocas instituciones gozan de un blindaje tan sólido como el Banco de la República. La llamada "autonomía" institucional, el lenguaje técnico de sus comunicados y el llamado recurrente a "proteger el poder adquisitivo de la moneda" han construido una coraza que tiende a despolitizar lo que, en esencia, es una elección profundamente política sobre quienes asumen los costos de la política monetaria y quienes se benefician de ella. Ese blindaje se hizo visible en la decisión de la mayoría de la junta directiva de elevar la tasa de intervención en 200 puntos básicos entre enero y marzo, en medio de una inflación descendente, profundizando una de las políticas monetarias más restrictivas del siglo, marcando una orientación particular frente al gobierno Petro. Este documento se escribe a la espera de la decisión de la junta de abril, con la expectativa de que la tendencia restrictiva se mantenga. Detrás de esa justificación técnica se oculta una política deliberadamente contractiva que profundiza la asimetría entre quienes cobran el interés y quienes lo pagan. No se trata de negar la importancia de la estabilidad de precios, sino de examinar los mitos que han convertido la política monetaria en un terreno ajeno a la deliberación democrática, haciendo pasar por leyes naturales lo que son decisiones humanas, contingentes y transformables.

Este cuestionamiento trasciende el caso colombiano. Esta discusión se inscribe en un momento de inflexión global. La ortodoxia monetaria que dominó las últimas tres décadas centradas en metas de inflación rígidas, independencia institucional absoluta y confianza ciega en la racionalidad de los mercados, muestra grietas cada vez más profundas. Economías emergentes cuestionan la conveniencia de perpetuar tasas reales extraordinariamente altas para anclar expectativas; y corrientes académicas heterodoxas han documentado sistemáticamente cómo los regímenes de inflación objetivo en economías periféricas operan como mecanismos de disciplina macroeconómica funcional a la globalización financiera, más que como instrumentos de estabilización integral.

Partimos de la premisa de que la macroeconomía es un campo de conflictos distributivos donde las instituciones monetarias determinan a favor de qué agentes sociales se inclina el tablero. Como señalan varios autores, los regímenes de inflación objetivo asumen que la

inflación resulta del exceso de demanda y la combaten mediante tasas de interés, sin atender las restricciones estructurales de oferta ni la dinámica de los flujos de capital, lo que en la periferia genera resultados adversos en empleo y crecimiento.

Frente a los mitos de la neutralidad técnica, la racionalidad omnisciente de los mercados y la inevitabilidad del ajuste contractivo, este trabajo se enmarca en un giro de timón global. Recupera herramientas de intervención que nunca debieron abandonarse y plantea reformas institucionales para dotar a la política monetaria de mandatos explícitos de empleo, un norte de desarrollo productivo y genuina rendición de cuentas ante la ciudadanía. Nuestro propósito es abrir la puerta a la discusión sobre el entendido de que estas preguntas deben hacerse, dentro y fuera de las instituciones y de los grupos que gobiernan la política económica.

I. Discusión teórica del esquema de inflación objetivo

1. ¿Qué tan sólido es el fundamento teórico de la política monetaria del Banco de la República?

"El crecimiento sostenible solo es compatible con la estabilidad de precios. Las economías con altas y prolongadas tasas de inflación experimentan costos elevados en términos de crecimiento y equidad."

-Taboada-Arango & Villamizar-Villegas, 2024. Mitos y realidades de la política monetaria.
p. 5

"La independencia de los bancos centrales es un eslogan que suena bien —quién querría un banco central 'dependiente'— pero lo que realmente significa es independencia de la democracia para ser dependiente de los mercados financieros."

— Chang, H. J., 2012. 23 cosas que no te cuentan sobre el capitalismo. p. 257.

El aumento de la tasa de intervención es el punto de partida de un proceso complejo. Este proceso opera a través de múltiples canales de transmisión que alteran las decisiones de gasto, inversión y ahorro de los sectores económicos. Comprender este mecanismo es fundamental para evaluar la eficacia y los costos de la política monetaria restrictiva implementada por el Banco de la República. Sin embargo, dicho mecanismo, su fundamentación teórica y su operativización institucional son producto de un ajuste histórico global en el que los bancos centrales asumieron un papel consecuente con la globalización financiera y el paradigma neoliberal.

Fue durante las décadas de 1980 y 1990 que se consolidó un nuevo arreglo institucional a escala global que reconfiguró las relaciones entre las finanzas, la industria y el trabajo. La crisis del régimen fordista-keynesiano dio paso a un capitalismo financiarizado, que Minsky caracterizó como la transición hacia un régimen de "gestores de dinero" (money

manager capitalism). En esta nueva fase, las grandes corporaciones no financieras desplazaron su lógica de acumulación desde la inversión productiva hacia la maximización del valor para el accionista (shareholder value), lo que se tradujo en menor formación bruta de capital fijo, estancamiento salarial y un desacople entre la rentabilidad empresarial y el crecimiento del empleo. De forma paralela, el sistema bancario abandonó progresivamente la intermediación tradicional basada en la relación de largo plazo con los sectores productivos y se orientó hacia la innovación en instrumentos financieros especulativos y la gestión de portafolios de renta fija. La desregulación financiera internacional, simbolizada por la derogación definitiva de la Ley Glass-Steagall en 1999, apuntaló este proceso y consolidó un entorno donde la acumulación financiera pasó a dominar sobre la acumulación real.

Este fenómeno no se desplegó de manera uniforme en todas las regiones, sino que su impacto dependió de las estructuras institucionales, financieras y monetarias preexistentes. En América Latina, las reformas estructurales inspiradas por el Consenso de Washington indujeron un proceso de reprimarización de las estructuras productivas, con economías crecientemente especializadas en la exportación de materias primas y bienes de bajo contenido tecnológico. La CEPAL (2025) ha documentado que la mayor parte de los flujos de inversión extranjera directa que ingresaron a la región no se canalizó hacia la ampliación de la capacidad instalada, sino hacia la adquisición y fusión de empresas ya existentes. Esta reconfiguración del aparato productivo generó un modelo de crecimiento con baja demanda de mano de obra, mercados internos restringidos y una elevada vulnerabilidad externa. En este contexto, los bancos centrales de las economías periféricas, formalmente independizados bajo el nuevo paradigma, internalizaron como prioridad la gestión de la volatilidad de los flujos de capital. La adopción generalizada de los regímenes de metas de inflación no solo buscó anclar expectativas, sino que operó como un dispositivo institucional que garantiza tasas de interés reales positivas y estables, funcionales a la valorización de la riqueza financiera en un entorno de acumulación financiarizada. Esta arquitectura institucional, lejos de ser técnicamente neutral, consolidó un sesgo contractivo estructural en las economías periféricas que sistemáticamente castiga la inversión productiva, el empleo y el crecimiento del ingreso de los sectores no rentistas.

La función de reacción del Banco de la República: la Regla de Taylor en Colombia

La adopción formal del esquema de inflación objetivo en Colombia, consolidada tras la crisis de fin de siglo y la flotación cambiaria de 1999, convirtió a la Regla de Taylor en el marco de referencia dominante para caracterizar el comportamiento de la política monetaria del Banco de la República. Desde entonces, una línea sostenida de investigación empírica ha buscado estimar la función de reacción implícita en las decisiones de la Junta Directiva, con el propósito de identificar el peso relativo que la autoridad monetaria asigna al control de la inflación frente a la estabilización del producto.

Los trabajos pioneros de Julio y Gómez (1999) representaron el primer intento sistemático de caracterizar esta función de reacción dentro del marco de la Regla de Taylor, modelando el mecanismo de transmisión de la política monetaria en el corto plazo bajo condiciones de incertidumbre sobre la brecha del producto. Investigaciones posteriores de Bernal (2002), López (2004), Cardona (2004), Amaya (2005), Julio (2006) y Giraldo (2008) refinaron estas estimaciones incorporando distintas especificaciones econométricas, horizontes temporales y medidas alternativas de inflación y producto potencial. Una conclusión recurrente en esta literatura es que el coeficiente de aversión a la inflación estimado para el Banco de la República supera consistentemente los valores originales propuestos por Taylor —donde ambos parámetros toman el valor de 0,5— cumpliendo lo que se denomina el principio de Taylor: la tasa de interés real aumenta cuando lo hace la inflación. Giraldo (2008), utilizando un modelo de espacio-estado con filtro de Kalman, que permite variación temporal en los parámetros, concluye además que el Banco de la República reacciona de forma significativa a la brecha de inflación, mientras que el coeficiente asociado a la brecha del producto resulta estadísticamente no significativo. Este hallazgo sugiere una función de reacción asimétrica, donde el mandato antiinflacionario domina sistemáticamente sobre los objetivos de estabilización real.

Esta asimetría tiene consecuencias directas sobre el debate en torno a los aumentos de las tasas de interés. La evidencia empírica acumulada sugiere que el Banco de la República opera con una función de reacción que privilegia la convergencia de la inflación a su meta sobre la posición cíclica de la economía. Sin embargo, las estimaciones de la Regla de Taylor no discriminan según la naturaleza de los choques inflacionarios: aplican la misma

respuesta contractiva ya sea que las presiones de precios provengan de un exceso de demanda o de un choque de oferta. En un contexto donde la inflación de 2025–2026 refleja en buena medida un choque de oferta, la aplicación mecánica de la función de reacción estimada implica un endurecimiento monetario que actúa sobre los síntomas, cuya causa estructural no está bajo el control de la tasa de interés.

Los modelos internos de decisión: PATACON, 4GM-LM y la arquitectura de justificación del alza

La decisión de aumentar la tasa de interés de política monetaria en 200 puntos básicos en enero y marzo de 2026, llevándola al 11,25%, se muestra como el producto de una arquitectura formal de pronóstico que el equipo técnico del Banco de la República presenta a la Junta Directiva en cada reunión de política. Comprender esa arquitectura es indispensable para evaluar críticamente los supuestos sobre los que descansa la decisión y las limitaciones que esos supuestos imponen al análisis.

El Banco de la República sustenta sus proyecciones macroeconómicas en dos modelos centrales que operan de forma complementaria: el PATACON y el 4GM-LM. El PATACON es un modelo de equilibrio general dinámico estocástico (DSGE) que representa la economía colombiana como un sistema de agentes optimizadores con expectativas racionales, mercados competitivos y fricciones nominales. Su fortaleza radica en la coherencia microeconómica de sus supuestos y en su capacidad para simular los efectos de largo plazo de distintas trayectorias de política. El 4GM-LM, por su parte, es un modelo semiestructural neokeynesiano que el equipo técnico comenzó a utilizar formalmente a partir del Informe de enero de 2026 en su versión extendida con mercado laboral. Su estructura incorpora cuatro bloques para la demanda agregada, la inflación —a través de cuatro curvas de Phillips para bienes, servicios, alimentos y regulados—, la política monetaria mediante una regla de Taylor, y la tasa de cambio a través de la paridad descubierta de tasas de interés. La nueva extensión añade dos bloques adicionales que modelan la dinámica de salarios y desempleo, vinculando el mercado laboral con la inflación a través de los costos marginales de producción y con la demanda agregada a través del poder adquisitivo de los hogares (Ramos-Veloza, Naranjo-Saldarriaga y Pulido, 2026).

Los pronósticos publicados en el Informe de Política Monetaria —la inflación proyectada, la brecha del producto, la tasa de desempleo esperada y la senda de política monetaria— se construyen combinando las densidades predictivas de ambos modelos, que ponderan el balance de riesgos alrededor del escenario central. En la práctica, toda la justificación técnica del alza de enero de 2026 descansa en tres salidas concretas de esta maquinaria: una inflación básica proyectada en 6,3% para fin de 2026, una brecha del producto que se estima positiva durante todo 2026, y una reducción de la tasa de interés real ex ante de política derivada del salto en las expectativas de inflación tras el aumento del salario mínimo del 23,6% para 2026 (Banco de la República, 2026).

Esta arquitectura presenta al menos tres limitaciones analíticas que son relevantes para la discusión. La primera es la asimetría en el diagnóstico de la inflación. El 4GM-LM incorpora como novedad la capacidad de distinguir si las presiones inflacionarias provienen de choques de demanda, de costos salariales, de factores externos o de variaciones en el desempleo tendencial. Sin embargo, en la práctica del Informe de enero de 2026, el choque del salario mínimo —catalogado explícitamente como un choque de costos de oferta— se procesa por la misma regla de Taylor que respondería ante un exceso de demanda, activando un alza de tasas que el propio modelo del Banco proyecta en alrededor de 200 puntos básicos como respuesta óptima al choque (Ávila-Montealegre et al., 2026). El modelo reconoce la naturaleza del choque pero prescribe la misma medicina contractiva, sin que la arquitectura de decisión contemple instrumentos alternativos de política para choques de oferta.

La segunda limitación es la dependencia del diagnóstico de brecha del producto. La estimación de que la economía opera con una brecha positiva, es decir, que la demanda supera la capacidad productiva, descansa enteramente en los cálculos del 4GM-LM sobre el PIB potencial. El propio Informe reconoce que estas estimaciones están sujetas a un alto grado de incertidumbre, asociado con revisiones considerables en las cifras de cuentas nacionales y con cambios en la estructura de la economía. Esta fragilidad no es exclusiva del caso colombiano, la literatura especializada ha documentado ampliamente que las estimaciones en tiempo real del PIB potencial son poco confiables y están sujetas a revisiones que alteran significativamente el diagnóstico de la posición cíclica de la

economía (Orphanides y van Norden, 2002). Para el caso de economías latinoamericanas con esquemas de inflación objetivo, Grigoli et al. (2015) muestran que las revisiones de la brecha del producto en tiempo real explican una proporción considerable de las desviaciones de la inflación respecto a la meta, lo que sugiere que la información disponible al momento de la decisión de política no refleja adecuadamente el estado real de la economía. Una brecha del producto sobreestimada o cuya positividad se explica en buena parte por el dinamismo del gasto público y las remesas —factores no sensibles a la tasa de interés— conduce a un diagnóstico de sobrecalentamiento que justifica una contracción monetaria cuyos efectos recaen principalmente sobre la inversión privada y el crédito productivo, no sobre los componentes que generaron el exceso de demanda.

El mecanismo de transmisión y sus canales en la economía colombiana

El primer eslabón en la cadena de transmisión es el mercado monetario. Al subir la tasa de política monetaria, el Banco de la República encarece el acceso a la liquidez para los bancos comerciales. Esto eleva la Tasa Interbancaria y, por consiguiente, las tasas de captación y de colocación que los bancos ofrecen a sus clientes. El aumento en las tasas de crédito impacta la economía por dos vías principales. En el lado de la inversión, las empresas enfrentan un mayor costo de capital, lo que reduce la rentabilidad esperada de nuevos proyectos y lleva a la postergación de decisiones de gasto en maquinaria y equipo. La decisión de invertir depende del diferencial entre la tasa interna de retorno esperada y el costo del financiamiento: cuando la tasa de interés sube, menos proyectos resultan rentables, contrayendo la inversión agregada. Este efecto se amplifica en mercados de crédito con información asimétrica, donde el alza de tasas no solo encarece el financiamiento sino que deteriora su calidad: los proyectos más riesgosos son los únicos dispuestos a pagar tasas más altas, lo que induce selección adversa y lleva a los bancos a racionar el crédito, profundizando la contracción de la inversión más allá de lo que el simple efecto precio sugeriría (Stiglitz y Weiss, 1981). En el lado del consumo, los hogares con deudas a tasa variable ven reducido su ingreso disponible por los mayores pagos de intereses, el incentivo para consumir a crédito disminuye, y el ahorro se vuelve más atractivo desde el punto de vista de la rentabilidad financiera. Este descenso conjunto en el consumo y la inversión contrae la demanda agregada, reduciendo la brecha del producto.

Cuando la demanda es menor que la capacidad de oferta de la economía, las presiones para subir los precios se atenúan.

En una economía pequeña y abierta como la colombiana, el aumento de las tasas de interés activa además un canal cambiario. Tasas más altas atraen flujos de capital financiero que buscan mayores rendimientos en moneda local, generando una presión al alza sobre la demanda de pesos y una consecuente apreciación del tipo de cambio. La apreciación tiene un efecto desinflacionario directo sobre los precios de los bienes finales importados y un efecto indirecto al abaratar los insumos importados para la producción nacional, reduciendo los costos marginales de las empresas. Este canal es particularmente relevante en el episodio de enero de 2026: el Informe de Política Monetaria registra una brecha de tasa de cambio real negativa y más pronunciada que la proyectada en octubre, lo que implica que el peso se ha apreciado por encima de su valor tendencial no inflacionario, generando presiones desinflacionarias adicionales por la vía de los bienes transables e insumos importados (Banco de la República, 2026).

La descripción de estos canales revela, sin embargo, una asimetría fundamental respecto al episodio inflacionario que justificó el alza. Los mecanismos descritos operan sobre la demanda agregada: encarecen el crédito, deprimen el consumo y la inversión, aprecian la moneda y reducen las presiones de precios al cerrar la brecha del producto. Este esquema es apropiado cuando la inflación proviene de un exceso de demanda sobre la capacidad productiva de la economía. Pero cuando la inflación tiene un componente importante de oferta el mecanismo de transmisión enfrenta un límite estructural: actúa sobre la demanda para compensar un choque que se originó en los costos, lo que implica que la desinflación solo se logra al precio de una contracción más profunda de la actividad económica y el empleo que la que sería necesaria si el choque fuera de demanda pura. El propio modelo del Banco de la República reconoce esta dinámica al proyectar que la inflación convergerá a la meta solo en 2027, con una economía que para ese año ya registraría una brecha del producto negativa y una tasa de desempleo urbano del 10%.

El papel de las expectativas y la captura cognitiva

En el esquema de inflación objetivo, el pronóstico de inflación se convierte en la meta

intermedia de la política monetaria debido a los rezagos con que ésta opera (Svensson, 1999). Anclar las expectativas en la meta del banco central es, por tanto, el objetivo operativo primordial. Sin embargo, esta arquitectura descansa sobre un supuesto epistemológico exigente: que las expectativas pueden medirse de manera objetiva, que los agentes económicos son homogéneos en su formación de pronósticos, y que el banco central puede anclarlas con solo anunciar su meta y actuar congruentemente.

La teoría económica distingue tres enfoques sobre la formación de expectativas. Las expectativas adaptativas suponen que los agentes proyectan el futuro con base en la inflación pasada y actualizan sus pronósticos gradualmente. Las expectativas racionales plantean que los agentes emplean toda la información disponible —incluido el modelo económico y la función de reacción del banco central— para generar pronósticos sin errores sistemáticos. Los modelos de aprendizaje postulan que los agentes revisan sus creencias de manera continua al observar nuevos datos, convergiendo hacia comportamientos consistentes con las expectativas racionales. El esquema de inflación objetivo asume implícitamente expectativas racionales y un agente representativo homogéneo. Sin embargo, la evidencia muestra que las expectativas de analistas, empresarios y hogares divergen sistemáticamente, lo que pone en tela de juicio el supuesto de uniformidad (Shiller, 1997).

Para medir las expectativas de inflación, los bancos centrales emplean tres fuentes principales: las encuestas a analistas y agentes económicos, las expectativas implícitas en los mercados financieros —el *breakeven inflation*, derivado del diferencial entre bonos nominales e indexados a la inflación, que incluye primas de riesgo y de liquidez—, y los modelos econométricos internos. Cada fuente captura dimensiones distintas y presenta sesgos propios. La combinación de las tres debería ofrecer una imagen más robusta de las expectativas agregadas, pero en la práctica el peso relativo que cada banco asigna no es técnicamente neutral: refleja una jerarquía implícita sobre qué agentes y qué lógicas de formación de expectativas se consideran relevantes.

Esta jerarquía ha conducido a una captura cognitiva y metodológica de la política monetaria por parte del sector financiero. Al estar dominados por entidades cuyos ingresos dependen del margen de intermediación y de la rentabilidad de los activos de renta fija, los paneles de

expectativas incorporan una aversión estructural a la inflación que erosiona el valor real de sus activos (Martínez, 2017). El sesgo genera un circuito tautológico donde el banco central ajusta su política basándose en expectativas elevadas de inflación, y ese ajuste —mayores tasas de interés— eleva simultáneamente la rentabilidad de los portafolios de los mismos actores que emitieron el pronóstico. Epstein (2002) caracteriza esta dinámica como la cara no reconocida de la independencia de los bancos centrales: independencia frente a los gobiernos, pero no frente al sector financiero, cuya lógica de valorización termina orientando los objetivos operativos de la política monetaria.

Therét (2013) distingue tres formas de confianza que la moneda debe articular: la confianza metódica (aceptación cotidiana del dinero), la confianza jerárquica (respaldo soberano) y la confianza ética (legitimidad derivada de que la emisión y circulación respeten los valores de la comunidad). Al reducir la credibilidad monetaria a la gestión de las expectativas del mercado financiero, el esquema de inflación objetivo atiende las dos primeras pero renuncia a la tercera donde las percepciones de hogares, trabajadores y sectores productivos quedan excluidas como insumos relevantes, y con ello la moneda pierde el manto de legitimidad que solo la confianza ética puede conferirle.

La pregunta relevante, por tanto, no es si las expectativas importan, sino quién las forma, cómo se miden, y si los incentivos de quienes las reportan son compatibles con una estimación técnicamente neutral de la inflación futura. Cuando el banco central utiliza como insumo principal las proyecciones de un segmento específico del mercado —dominado por bancos, fondos de pensiones y gestores de renta fija—, el consenso que emerge no es una agregación representativa de todos los agentes económicos: es la proyección de quienes gestionan portafolios de renta fija y márgenes de intermediación. Esta composición genera un conflicto de interés estructural que no requiere coordinación explícita para producir un sesgo sistemático. Los tenedores de deuda pública nominal obtienen rendimientos reales que dependen inversamente de la inflación efectivamente realizada, de modo que una inflación mayor a la esperada erosiona el valor real de sus posiciones. Por el contrario, cuando proyectan inflación persistente y elevada, contribuyen a que el banco central mantenga tasas de intervención altas, lo que eleva los rendimientos de las nuevas emisiones de deuda y amplía los márgenes de intermediación bancaria.

En este sentido, la distinción entre tipos de expectativas resulta analíticamente relevante. Las expectativas adaptativas —basadas en la inflación pasada— tenderían a generar proyecciones más moderadas cuando la inflación reciente muestra una trayectoria descendente. Las expectativas racionales —que incorporan toda la información disponible incluyendo el modelo del banco central— deberían producir estimaciones más cercanas al pronóstico técnico oficial. Sin embargo, cuando las expectativas observadas en encuestas y mercados superan ambas referencias, ello sugiere que incorporan elementos adicionales no estrictamente relacionados con el pronóstico neutral de la inflación futura: la aversión estructural del capital financiero a la inflación y los incentivos de rentabilidad asociados a tasas de interés elevadas. Al excluir las percepciones de inflación de los sectores productivos, los trabajadores y los hogares —cuyas expectativas tienden a ser más volátiles pero también más directamente ligadas a la economía real—, el banco central opera como una reducción de la confianza ética de la moneda a su dimensión puramente financiera. La política monetaria deja de ser una herramienta de estabilización macroeconómica integral para convertirse en un mecanismo de protección del valor del capital financiero, cuya legitimidad técnica descansa sobre una arquitectura de expectativas construida por los mismos actores que se benefician de sus resultados.

Esta crítica adquiere mayor profundidad cuando se la sitúa en el debate sobre la naturaleza misma de las expectativas. La tradición keynesiana y post-keynesiana sostiene que, en contextos de incertidumbre radical —aquella que no puede reducirse a un cálculo probabilístico—, las expectativas no son meras proyecciones cuantificables de variables observables, sino convenciones sociales frágiles y cambiantes que los agentes adoptan precisamente porque desconocen el futuro (Keynes, 1936, cap. 12; Davidson, 2002). A diferencia de la incertidumbre modelable del paradigma nekeynesiano, donde los agentes conocen la estructura del modelo y la distribución de probabilidad de los choques, la incertidumbre fundamental implica que en momentos de crisis —como los experimentados durante la pandemia de COVID-19 o los episodios de disrupción en cadenas globales de suministro— los agentes simplemente no disponen de información suficiente para formar expectativas racionales, y las proyecciones de inflación dejan de ser una guía confiable para la política monetaria. El esquema de inflación objetivo, al tratar las expectativas como una variable técnica susceptible de anclaje mediante la credibilidad del banco central, incurre en lo que Chick y Dow (2005) denominan el "pecado cartesiano" de la economía ortodoxa:

asumir que los fenómenos sociales pueden escindirse en componentes independientes y medirse sin que el acto de medición altere el sistema. En tiempos de alta incertidumbre, las expectativas de inflación no reflejan un consenso informado sobre la trayectoria futura de los precios, sino la ansiedad colectiva, la narrativa mediática dominante y las apuestas defensivas de actores financieros cuyo interés material es preservar el valor real de sus activos. Pretender derivar de esas expectativas una prescripción unívoca de política monetaria no es un ejercicio técnico neutral: es un acto performativo que valida la convención de los mercados financieros como si fuera la realidad económica futura.

Desde una perspectiva más amplia, la reducción de la política monetaria a la gestión de la meta de inflación desconoce el papel que los contratos sociales —en particular el contrato laboral y el ordenamiento jurídico— desempeñan en la estabilización macroeconómica. El modelo neokeynesiano supone que la fijación de salarios y precios ocurre en un entorno competitivo donde la credibilidad del banco central ancla las expectativas de todos los agentes por igual; sin embargo, como señala Palley (2015), esta arquitectura ignora que la capacidad de distintos grupos sociales para proteger sus ingresos frente a la inflación es estructuralmente desigual. Allí donde el capital financiero cuenta con instrumentos indexados, coberturas cambiarias y poder de lobby institucionalizado, los trabajadores dependen de la negociación colectiva, de los salarios mínimos legales y de la existencia de marcos jurídicos que garanticen la indexación de sus ingresos —instituciones que el esquema de inflación objetivo tiende a erosionar al tratarlas como rigideces que obstaculizan el ajuste de precios relativos. Esta asimetría no es un defecto corregible del diseño institucional, sino una propiedad estructural de la relación capital-trabajo: la política monetaria opera como un mecanismo que disciplina a la clase trabajadora mediante la amenaza —o la realidad— del desempleo cuando la inflación supera la meta, mientras que el capital financiero obtiene, como se ha argumentado, una renta de protección derivada de las tasas de interés elevadas (Lapavitsas, 2013). De este modo, el aparente universalismo de la meta de inflación oculta una jerarquía de intereses donde la estabilidad del contrato financiero —el rendimiento real de los tenedores de deuda— se privilegia sobre la estabilidad del contrato laboral —la capacidad de los trabajadores de mantener su poder adquisitivo—, revelando que la política monetaria no es socialmente neutra sino un campo de disputa distributiva.

La privatización del señoreaje y la financiación por deuda pública

El esquema de inflación objetivo no solo alteró el diagnóstico de la inflación y la función de reacción del Banco (sección 1), sino que reconfiguró la relación entre el Estado, la moneda y el sistema financiero. Lo que en otros regímenes monetarios constituye una fuente de financiamiento soberano —el señoreaje— se ha transformado en Colombia y en gran parte del mundo en una renta privatizada, capturada por los mismos actores cuyas expectativas guían la política monetaria (sección 3). Esta transformación no es un efecto colateral, sino una propiedad estructural del diseño institucional adoptado en 1999.

El señoreaje tiene dos componentes. El primero es el señoreaje primario el cual es la ganancia que obtiene el Estado cuando el banco central compra deuda pública directamente al tesoro, poniendo en circulación dinero de alto poder expansivo sin pasar por los mercados de capitales. El segundo es el señoreaje secundario donde la ganancia que obtiene la banca comercial cuando expande los medios de pago mediante la creación de crédito, capturando el diferencial entre la tasa de captación y la tasa de colocación. En la arquitectura colombiana actual, ambos flujos han sido privatizados, mientras que el Estado ha renunciado al primero y ha perdido control sobre el segundo.

Si bien el banco central retiene el monopolio formal de la emisión de billetes y moneda metálica, la mayor parte del dinero en circulación no es creada por el estado, sino por la banca privada comercial. El Banco de Inglaterra (McLeay, Radia & Thomas, 2014) desmantela explícitamente la concepción tradicional según la cual los bancos actuarían meramente como intermediarios que prestan los depósitos previamente ahorrados. En realidad los bancos comerciales crean dinero *ex novo* en el momento de conceder un préstamo, generando simultáneamente un activo, el crédito, y un pasivo, el depósito, en sus propios balances. Esta creación de dinero interno o fiduciario privado representa, en las economías contemporáneas, entre el 90% y el 97% del total de medios de pago en circulación, mientras que el dinero emitido directamente por el banco central, la base monetaria, constituye apenas una fracción residual (Gnos y Rochon, 2002).

Esta asimetría entre creación monetaria pública y privada adquiere una dimensión distributiva crucial cuando se examina la normativa que restringe el acceso del estado al financiamiento directo por parte del banco central. En el caso colombiano, el artículo 373 de la Constitución Política de 1991 establece que las operaciones de financiamiento a favor del estado requerirán la aprobación unánime de la junta directiva, a menos que se trate de operaciones de mercado abierto, y que el legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del estado o de los particulares. Esta disposición, reforzada por la Ley 31 de 1992, puso fin a la práctica histórica mediante la cual el gobierno colombiano financiaba sus déficits presupuestarios con recursos tomados en préstamo del emisor, práctica que había sido fuente de expansiones monetarias pero también de inversión pública (Montoya, 2006). Lo que la retórica ortodoxa presenta como una salvaguarda contra la inflación hiperinflacionaria tiene, vista desde la teoría monetaria, una consecuencia menos visible pero igualmente significativa: transfiere al sector financiero privado una función que, en una arquitectura monetaria soberana, corresponde al estado.

Cuando el estado se ve obligado a financiarse exclusivamente mediante la emisión de títulos de deuda en el mercado de capitales, está acudiendo precisamente a aquellas entidades que detentan el poder de crear dinero. El circuito opera de la siguiente manera. El gobierno coloca TES en el mercado primario, donde son adquiridos por bancos comerciales, fondos de pensiones, aseguradoras y otros agentes financieros. Estos agentes no prestan dinero previamente ahorrado, sino que despliegan liquidez creada *ad hoc* a través del sistema bancario. El estado recibe los recursos y los bancos retienen los títulos de deuda como activos que devengan intereses. En este esquema, el señoriaje que tradicionalmente habría correspondido al estado por el ejercicio de su potestad emisora es capturado por el sistema financiero privado, que obtiene una renta dual, primero, por la creación del propio dinero que adquiere la deuda; segundo, por los intereses que percibe sobre dicha deuda (Epstein, 2002). La deuda pública, lejos de ser una mera herramienta de gestión fiscal, funciona como el mecanismo institucional que formaliza esta transferencia.

La prohibición de financiamiento directo al Banco de la República aparece en el debate público como una exigencia técnica para la estabilidad de precios. Esta presentación omite que se trata de una elección institucional con efectos distributivos claros, adoptada en un

momento histórico específico —la reforma constitucional de 1991 y la Ley 31 de 1992— bajo el influjo de un paradigma internacional que consolidó la independencia de los bancos centrales como pilar del Consenso de Washington. Epstein (2002) ha documentado que esta independencia no operó en el vacío institucional sino que surgió en el contexto de la financiarización global y estuvo orientada a garantizar la estabilidad nominal que requería la valorización de los activos financieros internacionales. En ese sentido, la restricción a la emisión soberana no fue una conquista técnica de la modernidad monetaria, además fue un componente del mismo reordenamiento institucional que, como se describió al inicio de este documento, subordinó la acumulación productiva a la acumulación financiera.

El análisis del señoriaje privatizado permite situar la discusión sobre tasas de interés en su contexto estructural más amplio. No se trata únicamente de una política monetaria que privilegia la estabilidad de precios sobre el empleo, además es una arquitectura institucional que asigna la creación monetaria al sector privado, obliga al Estado a financiarse a tasas de mercado y mantiene la tasa de política en niveles que valorizan sistemáticamente los portafolios de los mismos actores que financian al Estado. Cuestionar esa arquitectura no equivale a proponer una monetización irresponsable del déficit —argumento que se utiliza frecuentemente para clausurar el debate—, sino a reconocer que las reglas que definen quién crea el dinero, quién captura los beneficios de esa creación y quién financia al Estado son opciones de política, no verdades técnicas, y que como tales pueden y deben someterse a la deliberación democrática.

Mensajes clave:

- El esquema de inflación objetivo y la independencia del banco central no son arreglos técnicamente neutrales: son producto de la globalización financiera y operan como un dispositivo que garantiza tasas reales positivas funcionales a la valorización de la riqueza financiera en economías periféricas
- La función de reacción del Banco de la República evidencia un sesgo anti inflacionario que domina sistemáticamente sobre la estabilización del empleo y el crecimiento.
- Los modelos internos del Banco (PATACON y 4GM-LM) prescriben la misma respuesta contractiva —alza de tasas— sin distinguir si la inflación proviene de exceso de demanda o de choques de oferta, y sin contemplar instrumentos alternativos.
- El diagnóstico de sobrecalentamiento que justifica las alzas descansa en estimaciones de brecha del producto altamente inciertas y sujetas a revisiones significativas en tiempo real.
- La Encuesta Mensual de Expectativas (EME) que guía las decisiones del Banco está dominada por bancos, fondos de pensiones y comisionistas de bolsa —los mismos actores que concentran el 65% de los TES y se benefician de tasas altas—, mientras trabajadores, gremios productivos y economía popular están sistemáticamente ausentes. Esta captura cognitiva sesga el insumo central con el que el Banco evalúa la credibilidad de su política
- Los modelos DSGE asumen expectativas racionales y agentes que pueden anticipar el futuro en un sistema cerrado y ergódico. Pero en contextos de crisis e incertidumbre fundamental —choques de oferta, guerras, fenómenos climáticos— ese supuesto colapsa. Esto invalida el mecanismo de anclaje de expectativas que sostiene todo el esquema de inflación objetivo.

- El mecanismo de transmisión contractivo es ineficaz contra la inflación de oferta el cual actúa sobre los síntomas contrayendo inversión privada y crédito productivo, no sobre las causas estructurales del alza de precios.

2. ¿Es conveniente el esquema de inflación objetivo que guía al Banco de la República?

“No es conveniente cambiar la meta de largo plazo. [...] Elevar la meta envió la señal a los mercados de que el Banco de la República estaba poco interesado en el control de la inflación. El mensaje sería aún peor si se modifica la meta del 3 % que el Banco finalmente adoptó desde el año 2010.”

—Juan José Echavarría, exgerente Banco de la República, *Mitos y realidades de la política monetaria*, (2024), p. 21.

“Un banco central independiente centrado exclusivamente en la estabilidad de precios se ha convertido en una parte central del mantra de la 'reforma económica'. Como tantas otras máximas de política, se ha repetido con tanta frecuencia que se ha llegado a creer.”

—Joseph E. Stiglitz, "Big lies about central banking", *The Economic Times*, (2003)

Un régimen joven

La inflación objetivo es un régimen de política monetaria en el cual el banco central fija explícitamente una meta de inflación y emplea la tasa de interés, junto con la gestión de expectativas y la credibilidad institucional, para alcanzarla. La premisa que lo sostiene es que la estabilidad de precios reduce la incertidumbre y, con ello, favorece el funcionamiento de la economía. El esquema, sin embargo, establece una jerarquía de objetivos: el control de la inflación se prioriza frente a metas como el empleo o el crecimiento, de modo que, ante presiones inflacionarias, la política tiende a privilegiar la contención de precios aun a costa de desacelerar la actividad económica.

Se trata, además, de un régimen monetario relativamente joven. Nueva Zelanda lo adoptó en 1990, en pleno auge del Consenso de Washington, seguida por Canadá (1991) y el Reino Unido (1992). Antes de su generalización, los bancos centrales operaron bajo otros paradigmas: el patrón oro, el keynesianismo de posguerra (donde la inflación se sacrificaba en favor del empleo), las metas monetarias de los años setenta y ochenta y, finalmente, la inflación objetivo (Tiscornia, 2022, p. 40). Su adopción generalizada respondió más a procesos de difusión institucional y alineamiento con estándares globales que a resultados concluyentes sobre su superioridad frente a otros regímenes monetarios.

El régimen nació y se difundió en economías desarrolladas, con estructuras productivas maduras, mercados financieros profundos, baja vulnerabilidad cambiaria y la capacidad institucional necesaria para sostener la credibilidad de un banco central independiente. En ese contexto específico, reducir la inflación a niveles bajos resultaba razonable: se trataba de economías que ya se habían industrializado, que no dependían estructuralmente de materias primas y que podían permitirse priorizar la estabilidad nominal sin sacrificar su capacidad de crecer. Colombia no es ese país.

El trasplante que hizo Colombia

Colombia no fue ajena a esta adopción. Si bien la Constitución de 1991 y la Ley 31 de 1992 asignaron al Banco de la República la misión de velar por la capacidad adquisitiva de la moneda, el esquema de inflación objetivo explícito se implementó solo a partir de 1999, en medio de la crisis económica, con una meta inicial del 15% que se ha reducido gradualmente hasta el 3% actual (Clavijo, 2000, p. 19). Entre los años 50 y 80, el Banco había operado como un banco de desarrollo, no como un estricto guardián de la inflación.

Este cambio implicó el tránsito desde un banco con funciones de promoción del desarrollo, activo en la canalización de crédito hacia sectores productivos, hacia una autoridad monetaria centrada en el control inflacionario.

En una economía en desarrollo como la colombiana, esta transformación tuvo y tiene implicaciones profundas. Las decisiones sobre la tasa de interés no solo afectan la inflación,

sino que condicionan directamente el acceso al crédito, el costo del financiamiento y, en consecuencia, la viabilidad de proyectos productivos, industriales y de largo plazo. Un esquema que prioriza de manera estricta la estabilidad de precios tiende a encarecer el crédito en momentos de presión inflacionaria, restringiendo la inversión y limitando la capacidad de la economía para diversificar y fortalecer su aparato productivo. Más aún, en un contexto en el que los principales desafíos han sido históricamente la baja productividad, la limitada industrialización y la dependencia de sectores primarios, la ausencia de una política monetaria orientada al financiamiento del desarrollo ha operado como una restricción adicional al crecimiento. En lugar de potenciar la expansión productiva y la transformación estructural, el énfasis exclusivo en la estabilidad de precios ha contribuido a consolidar un patrón de crecimiento limitado, con persistentes brechas sociales y productivas.

Haber trasplantado acríticamente un régimen diseñado para otro tipo de economía fue una decisión política de enormes consecuencias, presentada como una exigencia técnica inevitable en el marco de tendencias globales difíciles de replicar en contextos como el colombiano. Este origen reciente revela que el mandato de estabilidad de precios, así como la meta del 3%, no son parámetros naturales ni universales, sino opciones de política contingentes y, por tanto, reformables.

Flexibilidad teórica frente a la rigidez real

El modelo de inflación objetivo en teoría no se presenta como totalmente rígido, sin embargo dicha flexibilidad está estructuralmente acotada. En la práctica, los bancos centrales operan bajo una lógica de discrecionalidad restringida, donde la necesidad de mantener la credibilidad frente a los mercados financieros y anclar expectativas limita su capacidad de responder a problemas estructurales, especialmente en economías emergentes como la colombiana.

Esta restricción se expresa en cuatro dimensiones: el horizonte de ajuste, donde se privilegian ajustes rápidos frente a los graduales; el peso del ciclo económico, donde la inflación tiende a dominar sobre el crecimiento y el empleo; los rangos de tolerancia, que operan como referencias más que como verdaderos márgenes de maniobra; y la distinción

entre tipos de inflación, que en muchos casos no se diferencia adecuadamente entre inflación de demanda y de oferta, lo que conduce a respuestas homogéneas ante fenómenos de distinta naturaleza.

Colombia opera bajo un esquema de inflación objetivo con una meta del 3% y un rango de tolerancia entre 2% y 4%. El Banco de la República ha mostrado una alta agresividad en el manejo de la tasa de interés, recurriendo de forma recurrente a aumentos significativos incluso en escenarios donde la inflación responde a choques de oferta, como sucede actualmente. El análisis comparado, presentado en la siguiente tabla, muestra que esta rigidez no es universal. Las economías avanzadas han evolucionado hacia esquemas de inflación objetivo altamente flexibles, como la Reserva Federal de Estados Unidos o el Banco de Inglaterra, donde el control de la inflación convive explícitamente con objetivos de empleo y crecimiento. En estos casos, la política monetaria se entiende como una herramienta de estabilización macroeconómica integral, no como un mecanismo exclusivamente antiinflacionario.

Tabla 1. Comparación institucional de la banca central en la conducción de la política monetaria

Banco Central	Régimen	Objetivos explícitos	Flexibilidad	Agresividad de tasas	Auditoría	Diagnóstico
CBRT (Turquía)	IO formal (débil)	Inflación	Baja	Alta	Sí (reportes + presión política)	Rígido inestable
BCRA (Argentina)	No IO consistente	Inflación + financiamiento	Baja	Variable	Alta intervención gobierno	No independiente
CBR (Rusia)	IO	Inflación	Media	Alta	Reporta al Estado	Intermedio
CBN (Nigeria)	Híbrido	Inflación + tipo cambio	Baja	Alta	Alta intervención	Rígido
BCB (Brasil)	IO	Inflación	Media	Alta	Carta obligatoria	Hawkish estructural

Banxico (México)	IO	Inflación	Baja-media	Alta	Reportes + Congreso	Rígido
SARB (Sudáfrica)	IO	Inflación	Baja	Alta	Comparecencia s	Rígido
RBI (India)	IO flexible	Inflación + crecimiento	Media	Alta	Reporta al gobierno	Intermedio
BI (Indonesia)	IO	Inflación + estabilidad cambiaria	Media	Media	Coordinación estatal	Intermedio
Norges Bank	IO flexible	Inflación + empleo	Alta	Baja	Reportes públicos	Muy flexible
Bank of England	IO	Inflación + crecimiento	Alta	Media	Carta obligatoria	Flexible disciplinado
RBA (Australia)	IO	Inflación + empleo	Alta	Baja	Alta transparencia	Muy flexible
Federal Reserve	IO implícito	Inflación + empleo	Muy alta	Baja-media	Congreso	Muy flexible
RBNZ (Nueva Zelanda)	IO	Inflación + empleo	Alta	Media	Contrato formal	Flexible fuerte
Bank of Canada	IO	Inflación + crecimiento	Alta	Baja	Parlamento	Muy flexible
Bank of Korea	IO	Inflación + estabilidad	Media	Media	Reportes	Intermedio
PBOC (China)	No IO	Crecimiento + crédito	Muy alta	Baja	Control estatal directo	Heterodoxo
ECB	IO (2%)	Inflación	Media	Media	Parlamento europeo	Semi-rígido
Danmarks Nationalbank	Tipo de cambio fijo	Tipo de cambio	Baja	Alta	Gobierno	Rígido cambiario
Riksbank (Suecia)	IO	Inflación	Alta	Media	Parlamento	Flexible
CBC (Taiwán)	Híbrido	Inflación + Estabilidad	Media	Baja	Gobierno	Intermedio
Bank of Japan	IO débil	Inflación + crecimiento	Muy alta	Muy baja	Parlamento	Ultra flexible

MAS (Singapur)	Tipo de cambio	Tipo de cambio	Alta	No usa tasas	Gobierno	No IO (cambiario)
SNB (Suiza)	IO flexible	Inflación + estabilidad	Alta	Baja	Parlamento	Flexible
Banco de la República	IO (meta 3% con rango 2–4%)	Inflación	Media (formal) / Baja (operativa)	Alta	Reportes	Rígido

En contraste, en economías emergentes como Colombia, el control de la inflación domina la función de reacción del banco central, con un uso más intensivo y agresivo de la tasa de interés como instrumento principal. Esto refleja las restricciones externas, la vulnerabilidad cambiaria y la dependencia de los flujos de capital que caracterizan a estas economías, las cuales tienden a reforzar un sesgo contractivo en la política monetaria. Lo anterior sugiere que el sesgo contractivo dominante en Colombia responde a la forma particular en que se institucionalizó un régimen joven, importado y adaptado a un contexto estructuralmente más vulnerable, con necesidades propias de su nivel de desarrollo.

El número que nadie eligió: la arbitrariedad del 3%

Detrás de la arquitectura institucional del esquema de inflación objetivo hay un número que opera como si fuera una verdad técnica, el 3%. Este dígito es el eje sobre el que gira la política monetaria colombiana desde 2010 y tiene el poder de determinar cuándo el Banco de la República activa su política contractiva, cuándo la sostiene y cuándo la relaja. Sin embargo, la evidencia empírica disponible no la respalda con la solidez que se le atribuye a esta cifra.

El estudio de Khan y Senhadji (2000), publicado como documento de trabajo del Fondo Monetario Internacional, examina la relación entre inflación y crecimiento en una muestra amplia de países. Sus resultados muestran que, el nivel a partir del cual la inflación se vuelve dañina no es universal sino que depende estructuralmente del tipo de economía. El umbral a partir del cual la inflación empieza a afectar negativamente el crecimiento económico se estima en un rango de 1% a 3% para países industrializados, pero se eleva a entre 7% y 11% para países en desarrollo. Esta brecha no es un hallazgo aislado. Kremer,

Bick y Nautz (2013), utilizando metodología de panel dinámico con datos más recientes, confirman un umbral cercano al 12% para economías en desarrollo. Bruno y Easterly (1998) muestran que por debajo de un umbral de 12% (que consideran inflación baja y media), la relación negativa entre inflación y crecimiento tiende a desaparecer en el largo plazo, lo que daña el crecimiento, según estos autores, son las crisis inflacionarias severas (por encima del 40%), no niveles moderados de inflación.

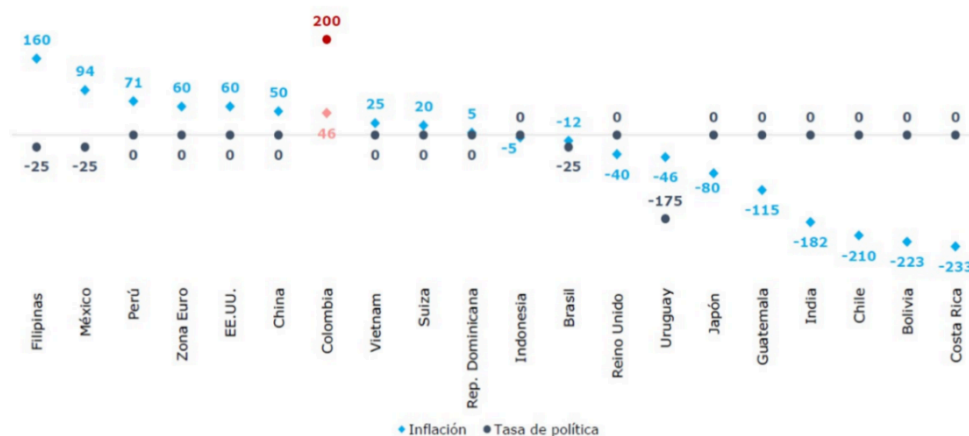
Colombia, por su nivel de desarrollo, su estructura productiva y su historia inflacionaria, no tiene las características de una economía industrializada. Fijar el mismo umbral que rige para ese tipo de economías es adoptar un estándar ajeno sin justificación empírica propia. La literatura documenta esta contradicción de forma sistemática: Ibarra y Trupkin (2015) muestran que los umbrales estimados para países en desarrollo se ubican consistentemente entre 12% y 19%, mientras que las metas de inflación que esos mismos países adoptan suelen estar entre 1% y 5%. Colombia reproduce esta contradicción con exactitud. El propio trabajo de Khan y Senhadji advierte que las regiones de confianza para países en desarrollo son muy amplias (el intervalo del 90% incluye tasas de entre 1% y 19%), lo que revela que no existe certeza estadística real sobre dónde está el umbral dañino. Por lo que frente a esa incertidumbre, fijar el objetivo en 3% es una decisión que la evidencia no respalda.

La adopción del 3% en Colombia siguió la lógica de alineamiento con estándares internacionales y no la de una calibración propia. El Banco de la República redujo gradualmente su meta a lo largo de los años 2000, convergiendo hacia un número que ya operaba en economías desarrolladas como referencia. Ese proceso de importar una meta universal sin importar el contexto es parte de lo que Stiglitz (2003) anunció como el problema de las máximas de política que se repiten con tanta frecuencia que se llega a creer en ellas.

La evidencia comparada no se limita al plano institucional. El gráfico adjunto ilustra con precisión el carácter excepcional de la decisión colombiana: entre diciembre de 2025 y marzo de 2026, el Banco de la República registró el aumento más elevado de tasa de política monetaria dentro de un conjunto amplio de economías de América, Europa y Asia, con un incremento de 200 puntos básicos que no tiene parangón en el período analizado. En

el resto del mundo predominó una tendencia hacia la estabilidad — con varios bancos centrales manteniendo sus tasas sin cambios — o incluso hacia la reducción, como es el caso de Filipinas, México, Brasil y Uruguay. Esta singularidad no puede atribuirse a que Colombia enfrente condiciones inflacionarias radicalmente distintas a las del resto del mundo: como se documentó en la sección anterior, la inflación reciente responde en buena medida a choques comunes de carácter externo y climático. Lo que sí difiere es la respuesta institucional donde un esquema de inflación objetivo más rígido, con una función de reacción que privilegia el control de precios sobre cualquier otra consideración, y que en contextos de presión inflacionaria activa el instrumento de tasas con una agresividad que sus pares internacionales han abandonado.

Gráfico 1: Cambio en la inflación anual y la TPM. Variación Diciembre - Marzo (pbs)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2026). Presentación en el Foro "La política monetaria en un contexto progresista". Bogotá, 21 de abril de 2026.

Mensajes clave:

- El esquema de inflación objetivo fue adoptado como un modelo importado que no considera plenamente las características estructurales de una economía en desarrollo como la colombiana.
- Este marco ha implicado un desplazamiento del rol histórico del Banco como promotor del desarrollo hacia una función más estrecha centrada en el control de precios.
- A diferencia de otros bancos centrales con mandatos más flexibles, el Banco de la República opera con una rigidez que tiende a sacrificar crecimiento y empleo ante presiones inflacionarias.
- La meta de inflación del 3% carece de una justificación empírica sólida para el contexto colombiano y no necesariamente corresponde al umbral a partir del cual la inflación afecta el crecimiento.
- El cumplimiento de esta meta implica costos económicos y sociales significativos, al exigir niveles de contracción que no están respaldados por la evidencia para economías periféricas.

3. ¿Guía el sector financiero las decisiones del Banco de la República?

"En un contexto en el que las expectativas de inflación se han desanclado significativamente (...) la decisión de incrementar la tasa de interés de intervención es acertada y necesaria para recuperar la credibilidad en la meta de inflación."

— Asobancaria, comunicado de prensa, 1 de abril de 2026.

"La unanimidad entre los analistas financieros de la banca y las corporaciones de préstamos y de inversiones que conforman la EME es la expresión de los intereses

económicos e ideológicos compartidos entre estos agentes, mas no una evidencia de que el control de las expectativas sea la clave para controlar la inflación."

— Óscar Rodríguez, El Banco de la República en contra de los intereses nacionales.
Experiencia histórica, 2026.

La estructura de expectativas: EME, TES nominales y el conflicto de interés

La política monetaria del Banco de la República se justifica públicamente, en buena medida, con base en las expectativas de inflación. Si las expectativas están desancladas, la autoridad monetaria debe actuar para evitar una espiral de precios y salarios. Pero ¿de quién son esas expectativas? ¿Cómo se miden? ¿Quiénes las reportan y qué intereses tienen? Esta sección examina la estructura de expectativas que alimenta las decisiones del Banco, mostrando que la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) no es una agregación representativa de todos los agentes económicos, sino la proyección de un segmento específico del mercado financiero, y que esta composición genera un conflicto de interés estructural que la retórica técnica tiende a invisibilizar. Con esto buscamos dar una perspectiva práctica y ampliar la discusión presentada en la sección uno en la que ya hemos mostrado, precisamente, los cuestionamientos teóricos vinculadas a la modelación y búsqueda de anclaje de expectativas, que, de hecho, parten de una premisa epistemológica bastante refutada.

En la práctica colombiana, la Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos (EME) ocupa un lugar privilegiado en la comunicación oficial y en la justificación pública de las decisiones de política monetaria. El Informe de enero de 2026 reporta que la mediana de la EME para la inflación total a diciembre de 2026 pasó del 4,3 % al 6,4 %, y la de inflación básica del 4,0 % al 6,7 % (Banco de la República, 2026). Este salto es en buena parte consistente con el choque del salario mínimo del 23,6 %, un evento extraordinario de costos cuyo impacto inflacionario es genuinamente incierto. Sin embargo, el modo en que ese salto se procesa institucionalmente merece examinarse con cuidado.

La EME es respondida por un panel de aproximadamente 50 entidades, dominado en la práctica por bancos comerciales, fondos de pensiones, comisionistas de bolsa y fiduciarias¹. Los sectores productivos, los gremios de trabajadores y los actores de la economía popular están sistemáticamente ausentes. El consenso que emerge de este instrumento no es, por tanto, una agregación representativa de las expectativas de todos los agentes económicos: es la proyección del segmento del mercado financiero que gestiona portafolios de renta fija y márgenes de intermediación bancaria.

Esta composición genera un conflicto de interés estructural que no requiere coordinación explícita para producir un sesgo sistemático. Los tenedores de TES nominales —que incluyen a los bancos, los fondos de pensiones y las fiduciarias que dominan la EME— obtienen rendimientos reales que dependen inversamente de la inflación efectivamente realizada: una inflación mayor a la esperada al momento de la emisión erosiona el valor real de sus posiciones. Por el contrario, cuando proyectan inflación persistente y elevada en la EME, contribuyen a que el Banco de la República mantenga tasas de intervención altas, lo que eleva los rendimientos de las nuevas emisiones de TES y amplía los márgenes de intermediación bancaria. El incremento de las utilidades hace este mecanismo visible de forma directa: las utilidades acumuladas de los establecimientos de crédito a octubre de 2025 alcanzaron los COP 14,7 billones, creciendo al 71 % anual, impulsadas explícitamente "por menores provisiones de cartera y mayores ingresos por inversiones en TES" (Banco de la República, 2026).

El *breakeven inflation* derivado de los TES permite contrastar esta dinámica desde otra perspectiva. Con información al 23 de enero de 2026, las expectativas implícitas en los bonos de deuda pública ajustadas por primas de riesgo inflacionario y de liquidez se ubicaron en 6,1 % a dos años, 5,8 % a tres años y 5,3 % a cinco años, frente al 4,3 % registrado en octubre (Banco de la República, 2026). Este salto en el BEI en pocas semanas —coincidente con el anuncio del salario mínimo— no puede interpretarse únicamente

¹ La encuesta de expectativas sobre la tasa de política monetaria del Banco de la República para la reunión de marzo de 2026 incluyó a los siguientes participantes: Acciones y Valores, Alianza, AllianceBernstein, Anif, Asobancaria, Aval Asset Management, Banco Agrario, Banco Davivienda, Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Popular, Banco Santander, Bancoldex, Bancolombia, BBVA, BTG Pactual, Camacol, Citi, Colfondos, Corficolombiana, Davivienda, Deutsche Bank, EConcept AEI, Fedesarrollo, Financiera de Desarrollo Nacional, Grupo Bolívar, Itaú, Lulo Bank, Moody's Analytics, Pontificia Universidad Javeriana, Positiva, Protección, Skandia y XP Investments.

como una actualización racional de expectativas sobre la inflación futura. Incorpora también las primas de riesgo inflacionario que los mercados financieros exigen para mantener posiciones en renta fija nominal, primas que estructuralmente sobreestiman la inflación esperada y que benefician a quienes las emiten al provocar una respuesta alcista del banco central.

Desde la tipología de formación de expectativas adaptativas, basadas en la inflación pasada, generarían proyecciones más moderadas dada la tendencia descendente de la inflación durante 2025. Las expectativas racionales —que incorporan toda la información disponible incluyendo el modelo del banco central— producirían estimaciones más cercanas al pronóstico técnico del propio Banco. Las expectativas que se observan en la EME y en el BEI, sin embargo, superan ambas referencias, lo que sugiere que incorporan elementos adicionales no estrictamente relacionados con el pronóstico neutral de la inflación futura: la aversión estructural del capital financiero a la inflación y los incentivos de rentabilidad asociados a tasas de interés elevadas.

El argumento ortodoxo atribuye el encarecimiento generalizado del crédito al deterioro fiscal, al quiebre de la regla fiscal y al alto riesgo soberano, lo que habría disparado los TES al 14 % antes que la tasa de política monetaria (TPM). Sin embargo, esta interpretación omite la estructura de fondeo de la banca comercial: los bancos se fondean mayoritariamente mediante captaciones del público (cuentas de ahorro, CDT), cuyos rendimientos están anclados directamente a la TPM. Por tanto, la TPM sigue determinando el costo del crédito con independencia del comportamiento de los TES.

Más aún, el alza en las tasas de los TES no necesariamente traduce desconfianza fiscal, sino que responde a la capacidad del Banco de la República para moldear expectativas. Los tenedores de deuda pública anticipan las decisiones de política: la curva de rendimientos comienza a ajustarse entre una y tres semanas antes de que se oficialice cualquier cambio en las tasas de intervención, lo que refleja una respuesta racional ante la trayectoria esperada. El empinamiento de la curva —cuando las tasas largas suben más que las cortas ante la expectativa de incrementos sucesivos— valida el poder de señal del banco central (Arango, González, León y Melo, 2006). Convalidar estas dinámicas del mercado

financiero para retener capitales especulativos penaliza el desarrollo de la economía productiva nacional.

Finalmente, los datos de tenedores de TES permiten identificar a los mayores beneficiarios de esta arquitectura. A 31 de marzo de 2026, los fondos de pensiones y cesantías concentraban el 29 % de las tenencias, los fondos de capital extranjero el 22 %, los bancos comerciales el 14 %, las compañías de seguros y capitalización el 12 %, y la fiducia pública el 5 %.

Tabla 2. Tenedores de TES. Resumen de saldos y proporción

Grupo de Tenedores	Saldo nominal marzo 31	Participación
Fondos de pensiones y cesantías	219.177.574	29%
Fondos de capital extranjero	167.643.495	22%
Bancos comerciales	107.825.741	14%
Compañías de seguros y capitalización	89.502.323	12%
Fiducia Pública	37.802.595	5%
Otros	125.988.891	17%
Total	747.940.619	100%

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Esta estructura de tenencias, en la que entidades financieras y fondos de inversión dominan la deuda pública, refuerza el circuito descrito: los mismos actores que conforman los paneles de expectativas y cuyos portafolios se valorizan con tasas altas son quienes proveen la “lectura técnica” que orienta la política monetaria.

Mensajes claves:

- La Encuesta de Expectativas del Banco de la República la responden bancos, fondos de pensiones y comisionistas de bolsa. Trabajadores, gremios y economía popular están ausentes. ¿Sorpresa? Proyectan inflación alta y exigen tasas altas: su negocio depende de ello.
- Fondos de pensiones, bancos y capital extranjero concentran el 65 % de los TES. Reportan expectativas elevadas → el banco sube tasas → se valorizan sus inversiones. La política monetaria no es neutral: tiene ganadores, perdedores y un conflicto de interés estructural
- La TPM no responde al mercado: el mercado responde a la TPM. Los TES se ajustan semanas *antes* de cada decisión del Banco de la República. La curva de rendimientos no refleja desconfianza fiscal; refleja que el mercado ya sabe cuánto va a subir la tasa.

4. ¿Condenan los modelos internos del Banco de la República a la economía colombiana al desempleo y al bajo crecimiento?

“Reducir la política monetaria a una obsesión por la inflación no solo es impreciso, sino profundamente engañoso. El verdadero objetivo es más amplio y exigente: propiciar el mayor crecimiento posible durante el mayor tiempo posible. Pero ese crecimiento sostenido no es viable sin un prerrequisito básico: la estabilidad de precios.”

— Mauricio Villamizar, Codirector del Banco de la República para El Tiempo, 17 abril de 2026.

"Primero, el caso teórico de la tasa natural no es convincente. Segundo, la evidencia empírica de una curva de Phillips vertical y de la hipótesis asociada de que reducir el desempleo por debajo de la NAIRU conduce a una aceleración inaceptable de la inflación es débil, y se ha debilitado aún más en la última década. Tercero, vista en conjunto, los intentos por estimar la ubicación de la NAIRU se han convertido en una vergüenza

profesional; persisten desacuerdos sobre demasiados asuntos básicos. Cuarto, la adhesión al concepto como guía de política tiene costos mayores y beneficios insignificantes. A la inversa, los riesgos de abandonar la hipótesis de la tasa natural son menores, mientras que los beneficios de una búsqueda sostenida del pleno empleo podrían ser sustanciales."

—James K. Galbraith, “Time to Ditch the NAIRU”, Journal of Economic Perspectives, (1997)

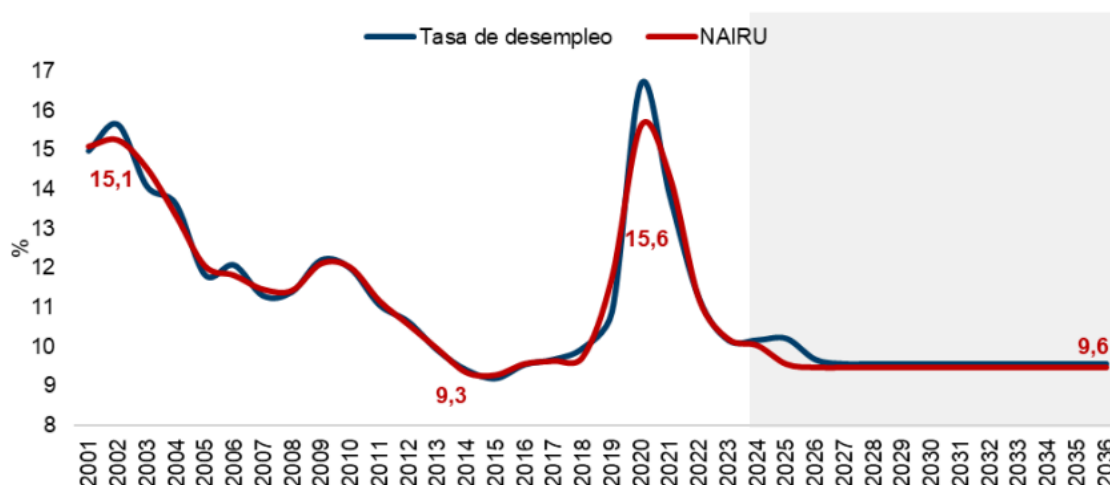
Para un banco central que opera bajo el esquema de inflación objetivo, el concepto de PIB potencial es la piedra angular sobre la que se calibra toda la política monetaria. Este producto de largo plazo, que la autoridad monetaria no puede expandir, representa la frontera que la economía no debería cruzar de manera sostenida sin generar presiones inflacionarias. En Colombia, ese límite se construye sobre un concepto aparentemente técnico: tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU por sus siglas en inglés). La lógica es lineal y seductora en su aparente neutralidad dado que para estimar el producto potencial se toma la población económicamente activa y se le resta un nivel de desempleo que no acelera la inflación. Lo que queda es el empleo compatible con la estabilidad de precios. Lo que se excluye es una porción de la fuerza laboral cuyo único destino es permanecer sin ocupación para que los precios no suban (Numpaque, 2025).

El enfriamiento de la economía mediante el aumento de tasas de interés tiene como consecuencia colateral una moderación en la demanda de trabajo. Este es el mecanismo central por el cual el esquema de inflación objetivo busca estabilizar los precios en el mediano plazo: al contraer la demanda agregada, se reduce la presión sobre los salarios y, con ello, sobre los costos de producción y los precios. Este mecanismo opera a través del concepto de la NAIRU como ancla implícita de la política monetaria. La lógica es que existe un nivel de desempleo consistente con una inflación estable, y que la política monetaria debe orientarse a mantener la tasa de desempleo observada en torno a ese nivel de referencia.

En Colombia se han realizado diversas estimaciones de la NAIRU con metodologías distintas. Arango, García y Posada (2011) la ubicaron en 10,8% en promedio para el período 1984–2010, con una tendencia decreciente desde mediados de los años noventa.

BBVA Research (2014) señaló que la NAIRU podría haberse reducido hasta aproximadamente el 10% en los años más recientes, argumentando que el desempleo venía descendiendo sin generar presiones inflacionarias significativas, lo que sugería un desplazamiento estructural a la baja del indicador. El propio Banco de la República, en su Informe de Política Monetaria de enero de 2026, utiliza estimaciones del modelo 4GM-LM que proyectan una tasa de desempleo urbano del 9% en promedio para 2026 y del 10% para 2027, calibradas para ser internamente consistentes con la senda de inflación proyectada y con la estimación de la NAIRU implícita en el modelo. La CARF, por su parte, en su Actualización de la estimación de PIB tendencial de mayo de 2025, proyecta una NAIRU que se estabiliza en 9,6 % hacia 2035. En cualquiera de las versiones, la cifra es alarmante: una décima parte de la fuerza laboral debe permanecer ociosa para que el esquema de metas funcione.

Gráfico 2. Tasa de desempleo y NAIRU (%)



Fuente: Actualización de la estimación de PIB tendencial, CARF, 2025.

La imprecisión de las estimaciones econométricas de la NAIRU agrava este problema. Staiger, Stock y Watson (1997) demostraron que los intervalos de confianza de las estimaciones de la NAIRU son tan amplios que su utilidad como guía de política es

cuestionable incluso en economías con mercados laborales más desarrollados e información estadística más robusta que Colombia. Esta fragilidad se acentúa por el carácter endógeno del indicador: la NAIRU no es una constante estructural sino una variable sujeta a procesos de histéresis, donde una política contractiva sostenida que eleva el desempleo tiende a aumentar la propia NAIRU, al deteriorar el capital humano de los desempleados, debilitar sus vínculos con el mercado laboral y reducir la presión competitiva sobre los salarios. El propio modelo 4GM-LM del Banco incorpora explícitamente un mecanismo de histéresis, al permitir que brechas del producto duraderas afecten el componente tendencial de la tasa de desempleo. Que el modelo reconozca la histéresis y al mismo tiempo justifique una política que lleva el desempleo por encima de la NAIRU estimada constituye una tensión interna no resuelta en la arquitectura de justificación del alza.

El desempleo contenido en la NAIRU descansa en la hipótesis de que el desempleo de equilibrio es, en última instancia, voluntario, el cual refleja fricciones de búsqueda, preferencias por el ocio o desajustes de habilidades libremente elegidos por los trabajadores (Friedman, 1968). "Friedman (1968) argumentó que el ocio era una forma de desempleo voluntario" (Ngozi Adeleye et al., 2021). Esta premisa es empíricamente insostenible en Colombia. El país registró en 2025 una tasa de desempleo promedio del 8,9% en un contexto en que más del 35% de la población en edad de trabajar se encuentra por fuera del mercado laboral, lo que el DANE caracteriza como inactividad que le resta presión a la tasa de desempleo. No hay base empírica ni teórica para interpretar esta situación como el resultado agregado de preferencias voluntarias por el tiempo libre.

El problema se agrava cuando se considera la estructura real del mercado laboral colombiano, que la NAIRU simplemente ignora. El concepto fue construido para economías con mercados laborales asalariados y formales, donde el desempleo abierto es el principal mecanismo de ajuste salarial. En Colombia, ese supuesto no se sostiene. la tasa de informalidad laboral se ubicó en 55,3% en el trimestre diciembre 2025 – febrero 2026, y asciende al 83,2% en centros poblados y rural disperso, y el subempleo por insuficiencia de horas e ingresos inadecuados afecta a millones de trabajadores adicionales que no figuran en las estadísticas de desempleo abierto pero tampoco acceden a un empleo asalariado de calidad. El propio Banco de la República reconoce que la presencia de un gran sector informal exacerba la volatilidad del PIB, el consumo y la inversión, y que la transmisión de

la política monetaria es más débil en economías con alta informalidad (Banco de la República, 2025). Esta debilidad de transmisión no es un tecnicismo menor: significa que el mecanismo por el cual se supone que la política monetaria disciplina los salarios y los precios opera de manera parcial e imprecisa en el mercado laboral colombiano, pues una fracción mayoritaria de los trabajadores no está cubierta por la dinámica salarial formal que la NAIRU presupone.

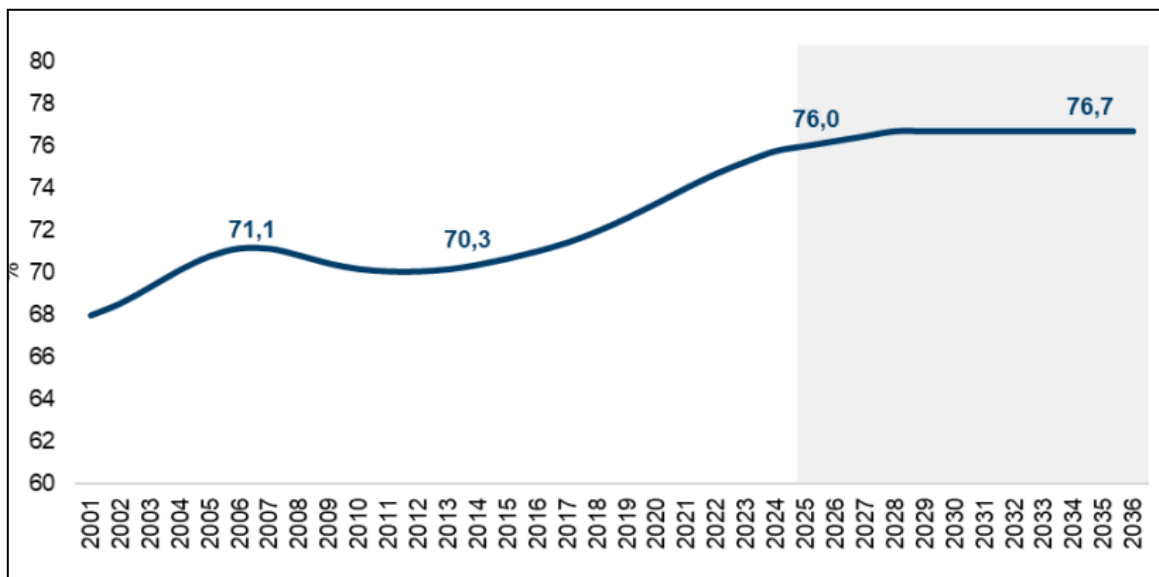
Mondragón-Vélez, Peña y Wills (2010) documentan que la exclusión del mercado laboral formal en Colombia opera en gran medida de manera *involuntaria*, los trabajadores no optan por la informalidad o el autoempleo como primera preferencia, sino que son expulsados del empleo asalariado formal por condiciones estructurales del lado de la demanda laboral. En este contexto, la NAIRU —que mide únicamente el desempleo abierto y presupone que ese desempleo es voluntario o friccional— subestima sistemáticamente la magnitud real de la subutilización de la fuerza de trabajo. Calibrar la política monetaria sobre este indicador implica asumir como "pleno empleo" una situación en la que más de la mitad de los ocupados trabaja sin protección social, una fracción significativa trabaja menos horas de las que desearía, y millones de personas han abandonado la búsqueda de empleo por desaliento. La consecuencia práctica es que el Banco de la República endurece su postura monetaria sobre la base de un diagnóstico del mercado laboral que, antes de incorporar ningún modelo, ya es estructuralmente deficiente.

La debilidad empírica de la relación entre desempleo e inflación en Colombia refuerza estas dudas. Misas y López (1999) encontraron persistentes dificultades para estimar una curva de Phillips lineal estable para Colombia, con resultados sensibles a la medición de la brecha del producto y a la especificación del modelo. Nigrinis (2004) confirmó la no linealidad de la relación, con desplazamientos estructurales de la curva que cuestionan la estabilidad del vínculo inflación-desempleo en el tiempo. En síntesis, la evidencia empírica disponible no sustenta la existencia de un trade-off estable entre inflación y desempleo para Colombia, lo que priva a la NAIRU de la solidez empírica necesaria para ser utilizada como ancla operativa de la política monetaria sin que ello implique asumir costos sociales cuya magnitud y eficacia desinflacionaria son inciertos.

El CARF estima la NAICU aplicando un filtro Hodrick-Prescott Boosted (HPB) sobre proyecciones de utilización de capacidad instalada (UCI) obtenidas mediante un modelo ARIMA (2,1,2). Según este ejercicio, la tasa no aceleradora de la inflación por capacidad instalada se estabilizaría en 76,7 % hacia 2027, nivel que se presenta como un umbral técnico: por encima de él, la economía generaría presiones inflacionarias adicionales; por debajo, no.

El problema es que este umbral no es un dato de la realidad productiva: es una construcción estadística que parte de funciones de producción agregadas tipo Cobb-Douglas para estimar el producto tendencial. Y aquí reside el cuestionamiento central. Felipe y McCombie (2013) demuestran que la aparente solidez de estas estimaciones no prueba la existencia de una relación técnica de producción, sino que es el resultado inevitable de una identidad contable de valor agregado. Los parámetros que el CARF interpreta como elasticidades físicas del capital y el trabajo —incluida la propia NAICU— no reflejan restricciones tecnológicas, sino la distribución del ingreso vigente en el periodo analizado. En otras palabras: la NAICU de 76,7 % no dice cuánto puede producir Colombia dada su infraestructura, sino cuánto produce dada la distribución actual entre salarios y ganancias. Por su parte, Shaikh (1974), quien demostró que cualquier serie de datos con participaciones relativas del ingreso estables se ajustará matemáticamente a una función Cobb-Douglas, aunque los datos sean aleatorios. Shaikh denominó a esto la "función de producción Humbug": el buen ajuste estadístico no es evidencia de una restricción de oferta real, sino una consecuencia de las leyes del álgebra y de la identidad contable del valor agregado. Por tanto, elevar la tasa de interés para "enfriar" la economía cuando la UCI se acerca a la NAICU no es corregir un desequilibrio técnico: es aceptar como natural un límite que, en rigor, expresa la estructura distributiva de la economía colombiana. La política monetaria no se enfrenta a una pared de oferta inamovible; se enfrenta a una distribución del ingreso que el modelo ortodoxo confunde con destino técnico.

Gráfico 3: Dinámica de la NAICU (%)



Fuente: Actualización de la estimación de PIB tendencial, CARF, 2025.

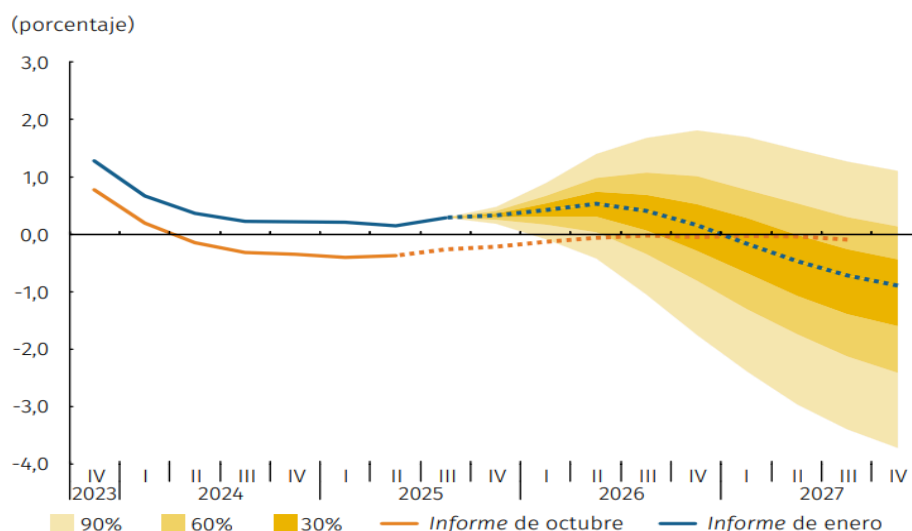
La brecha del producto —la diferencia entre el PIB observado y un PIB tendencial estimado— constituye el indicador síntesis sobre el que el Banco de la República y el CARF calibran la postura monetaria. Según su metodología, ese PIB tendencial se deriva de una función de producción agregada tipo Cobb-Douglas, donde el producto potencial emerge como residuo de tres variables no observables: la productividad total de los factores (PTF), la tasa natural de desempleo (NAIRU) y la tasa natural de utilización de capacidad instalada (NAICU). La lógica es cerrada: si la economía opera por encima de ese potencial, hay recalentamiento y el banco central debe subir tasas; si opera por debajo, hay holgura y no hay riesgo inflacionario. El problema es que cada eslabón de esa cadena descansa sobre una estimación, no sobre una medición.

La principal limitación no es técnica sino epistemológica. Al ser variables inobservables, la PTF, la NAIRU y la NAICU dependen enteramente de la elección del filtro estadístico y de los supuestos del modelo. Hamilton (2018) demuestra que filtros como el Hodrick-Prescott —incluyendo su versión boosted— generan ciclos espurios y padecen de graves

"problemas de fin de muestra", lo que hace que los datos más recientes sean propensos a revisiones significativas. Orphanides (2003) documenta que las estimaciones en tiempo real son poco fiables y suelen conducir a errores de política: lo que se interpreta como recalentamiento económico puede resultar, tras revisiones posteriores, una caída estructural transitoria. En otras palabras, el Banco de la República podría estar contrayendo la economía sobre la base de un potencial que, visto con un año de distancia, resulta haber sido subestimado.

Pero el cuestionamiento va más allá de la inestabilidad estadística. Felipe y McCombie (2013) demuestran que la PTF no es una medida del progreso técnico ni de la eficiencia productiva, sino un residuo contable que absorbe todo lo que la función Cobb-Douglas no puede explicar. Como ya se señaló en el caso de la NAICU, los parámetros de esa función no representan elasticidades físicas reales sino la distribución del ingreso vigente en el periodo de estimación. La PTF, por tanto, no captura cuánto puede producir una economía dada su tecnología, sino cuánto le sobra del valor agregado después de pagar salarios y ganancias. Construir el PIB potencial sobre ese residuo es edificar un límite de oferta sobre una identidad contable que, en rigor, refleja la estructura distributiva del país.

Gráfico 4. Brecha del producto (acumulado 4 trimestres)



Fuente: Informe de política monetaria, Banco de la república, 2026.

Tooze (2019) describe el uso de este indicador como una "locura" (*output gap madness*): se ha convertido en una herramienta tecnocrática para limitar el margen de maniobra de la política pública. Al presentar un valor inobservable como una restricción técnica absoluta, se justifica el mantenimiento de tasas elevadas o ajustes fiscales, ignorando que el "potencial" de una economía es dinámico y está influenciado por la misma demanda que la política monetaria busca contraer. En el caso colombiano, esta convención teórica adquiere consecuencias concretas: si el PIB potencial se estima con una NAIRU del 9,6 % y una NAICU del 76,7 % —ambas construidas sobre la misma función de producción cuestionada—, entonces cualquier crecimiento que reduzca el desempleo o acelere la utilización de planta será leído como recalentamiento, aunque ese crecimiento sea modesto y necesario para recuperar el empleo perdido.

Esta maquinaria descansa sobre una ilusión de fundamento que la literatura desmontó hace décadas. Felipe y McCombie (2013, 2014) demuestran que las funciones de producción agregadas —Cobb-Douglas, CES o translog— no son relaciones tecnológicas que reflejen leyes físicas de producción, sino artefactos matemáticos derivados de una identidad contable donde el valor del producto equivale a la masa salarial más el excedente bruto de explotación. El ajuste estadístico que suelen arrojar no prueba validez estructural: es el resultado tautológico de partir de una identidad que las contiene mecánicamente. Como señala Lavoie (2013), esta crítica es destructiva de casi todo lo que es importante para la economía convencional: las medidas de NAIRU y de producto potencial, las medidas de elasticidades de los salarios y los productos, y del crecimiento de la productividad total de los factores. Aplicada al caso colombiano, el Banco erige un diagnóstico de sobrecalentamiento sobre artefactos estadísticos que no miden una realidad física u observable, y de allí derivan una política monetaria contractiva que empobrece a la mayoría para proteger la renta de una minoría financiera. El diagnóstico técnico sobre el que se erige el endurecimiento de las tasas está tan equivocado que, en palabras de Felipe y McCombie, ni siquiera puede calificarse como erróneo: es simplemente "*not even wrong*".

Finalmente, hay que hacer explícito el contenido político que la retórica técnica tiende a oscurecer. Cuando el Banco de la República aumenta la tasa de interés para enfriar la economía, está deliberadamente creando condiciones para que el desempleo aumente como mecanismo de moderación salarial y de reducción de costos. La pregunta ética es ineludible: ¿quién decide que es socialmente aceptable mantener a un margen significativo de la población sin ingresos y sin acceso al consumo básico para proteger el valor de la moneda? La independencia del banco central, invocada como escudo técnico, no responde a esta cuestión. La oculta detrás de una arquitectura de modelos que transforma decisiones distributivas en resultados de optimización, y que presenta como mandato constitucional lo que es en realidad una elección política sobre a quién se transfieren los costos del ajuste.

Mensajes clave:

- El concepto de tasa natural de desempleo, popularizado por Friedman, ha llevado la teoría económica al campo de la pseudociencia: recurre a estrategias de inmunización (indefinición del "largo plazo", hipótesis ad hoc) que lo hacen infalsable y, por tanto, ajeno al método científico.
- La dependencia del Banco de la República de la NAIRU no es un tecnicismo inocente: es una opción política que privilegia la estabilidad de precios sobre el empleo, transfiere ingresos de los trabajadores al capital financiero y condena a amplios sectores de la población al desempleo involuntario.
- El diagnóstico de "sobrecalentamiento" descansa sobre artefactos estadísticos que no miden nada real. Cuando el Banco de la República informa que la economía opera por encima de su potencial, lo hace sobre un diagnóstico que ni siquiera puede calificarse como erróneo, porque no se refiere a una realidad.
- Detrás de la retórica técnica, subyace una pregunta ética que la ortodoxia elude: ¿quién decide que es socialmente aceptable mantener a un margen significativo de la población sin ingresos para proteger el valor de la moneda? La respuesta, en la práctica, la han dado los mismos que se benefician de las tasas altas.

II. El diagnóstico de la inflación

5. ¿Qué está causando realmente la inflación en Colombia: exceso de demanda o choques de oferta?

“los incrementos en precios se dan justamente en momentos del ciclo económico en donde hay excesos de demanda por lo que parecería incorrecto atribuir incremento en precios y en el margen de ganancias al poder de mercado.”

- Taboada-Arango & Villamizar-Villegas, Mitos y realidades de la política monetaria, (2024), p. 263

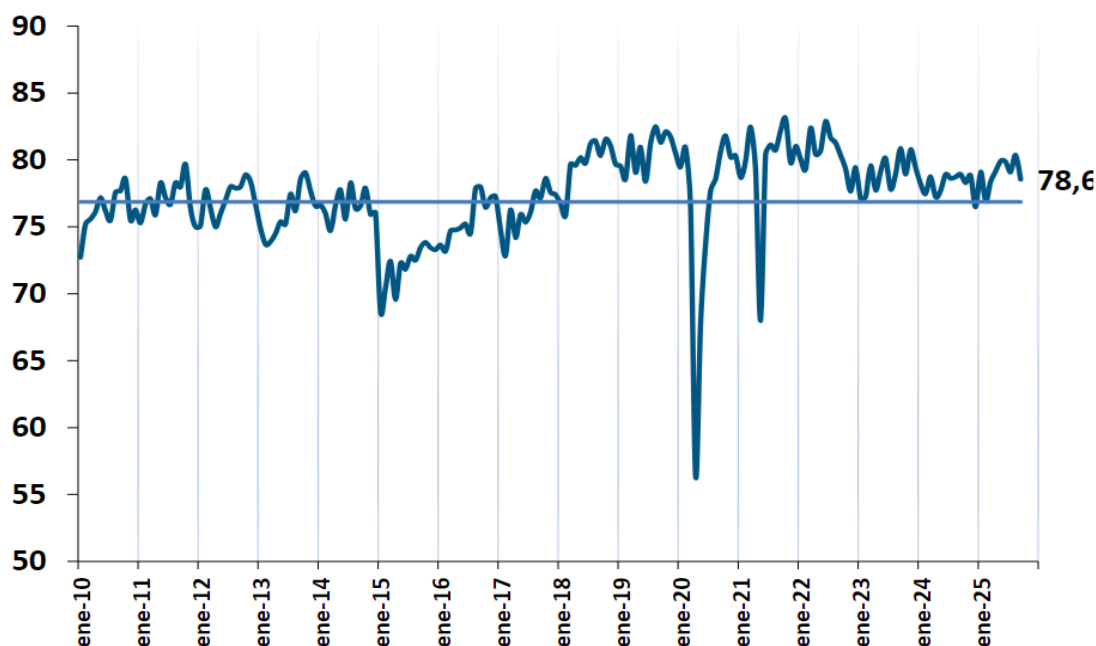
“La inflación en Colombia no es un fenómeno de exceso de demanda, sino el resultado de los costos y de las fallas estructurales del sistema productivo.”

- E. Sarmiento. *La inflación y el estancamiento en el modelo económico*. El Espectador. (2024).

La primera y más fundamental disputa conceptual en el análisis de la política monetaria colombiana reciente radica en el diagnóstico mismo de la inflación. La postura dominante, sostenida por la mayoría de los codirectores del Banco de la República, centros de pensamiento y decanos de algunas escuelas de economía de universidades del país, parte del supuesto de que Colombia atraviesa una inflación de exceso de demanda agregada. Según esta interpretación, los factores que estarían presionando al alza los precios serían el dinamismo del consumo de los hogares (76,7% como porcentaje del PIB en el cuarto trimestre de 2025, por encima del promedio entre 2009 y 2019), una postura fiscal expansionista con un déficit fiscal del 6,4% del PIB en 2025, y el incremento del salario mínimo superior al 23%. Desde esta óptica, la inflación se concibe también como un fenómeno de expectativas con riesgo de desencadenar una espiral de precios y salarios, ante lo cual resultaría imperativo actuar de manera preventiva mediante contracción monetaria para enfriar la economía.

En marzo de 2023, cuando la inflación alcanzó su pico reciente del 13,34%, la tasa de desempleo del mismo mes se ubicó en 10%, prácticamente idéntica a la observada en febrero de 2018 (9,4%) y por encima de los mínimos registrados en el ciclo anterior. De manera simultánea, la utilización de la capacidad instalada se mantuvo en un rango de 78–79%, apenas un punto por encima de su promedio histórico (76,9%), según encuestas de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI). En este sentido, la coexistencia de desempleo elevado y capacidad productiva con holguras resulta incompatible con una caracterización de la economía como sobrecalentada, y cuestiona la hipótesis de presiones inflacionarias originadas en un exceso de demanda agregada.

Gráfico 5: Utilización de la capacidad Instalada (%). Enero 2010 - Septiembre 2025

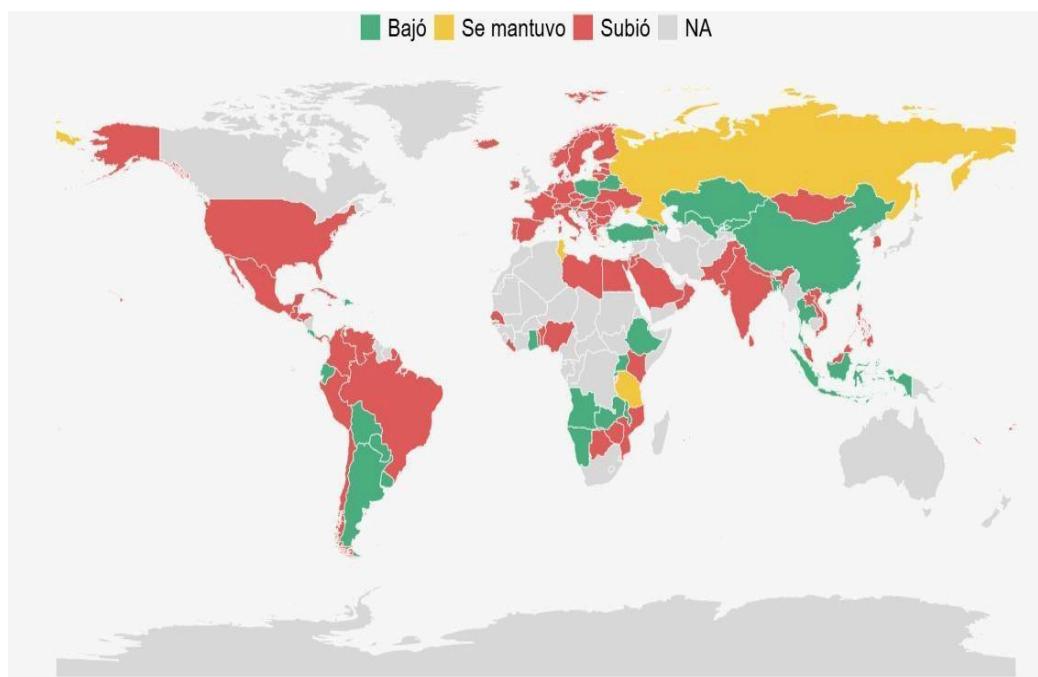


Fuente: Encuesta de Opinión Industrial Conjunta (EOIC), ANDI - Septiembre de 2025.

Precisamente, una mirada a los choques externos permite entender por qué los costos de producción se dispararon sin que la economía estuviera sobrecalentada. La guerra en

Ucrania, las disrupciones en las cadenas de suministro globales, y más recientemente el cierre del estrecho de Ormuz por el conflicto en Medio Oriente (que ha disparado los precios del petróleo, el gas y los fertilizantes²), junto con el alza en los precios internacionales de la energía y los alimentos han ejercido presiones sobre los costos de producción que trascienden el ámbito de la demanda agregada doméstica. Este comportamiento no es un caso aislado colombiano, como se observa en el Mapa 1, el cual muestra el cambio inflacionario entre febrero y marzo de 2026, la inflación aumentó en la mayoría de economías a nivel mundial, evidenciando la presencia de un choque común de carácter energético. En términos agregados, el 68% de los países registraron incrementos en la inflación, frente a un 28% donde esta disminuyó y apenas un 3% donde se mantuvo estable, lo que refuerza la hipótesis de presiones inflacionarias originadas en factores externos y no en dinámicas internas de demanda.

Mapa 1: Variación de la inflación global, marzo 2026



² Por esta ruta transita entre el 25% y el 33% del petróleo mundial y alrededor del 20% del GNL. Impacto: Brent de \$70 a \$119; gas en Europa +70% (agravado por paralización de Qatar Energy).

Fuente: Elaboración propia a partir de Trading Economics

Tabla 3: Variación de la inflación global, marzo 2026

<i>Variación inflación febrero - marzo</i>	<i>Número de países</i>	<i>Participación</i>
<i>Subió</i>	79	68%
<i>Bajó</i>	33	28%
<i>Se mantuvo</i>	4	3%
<i>Total general</i>	116	100%

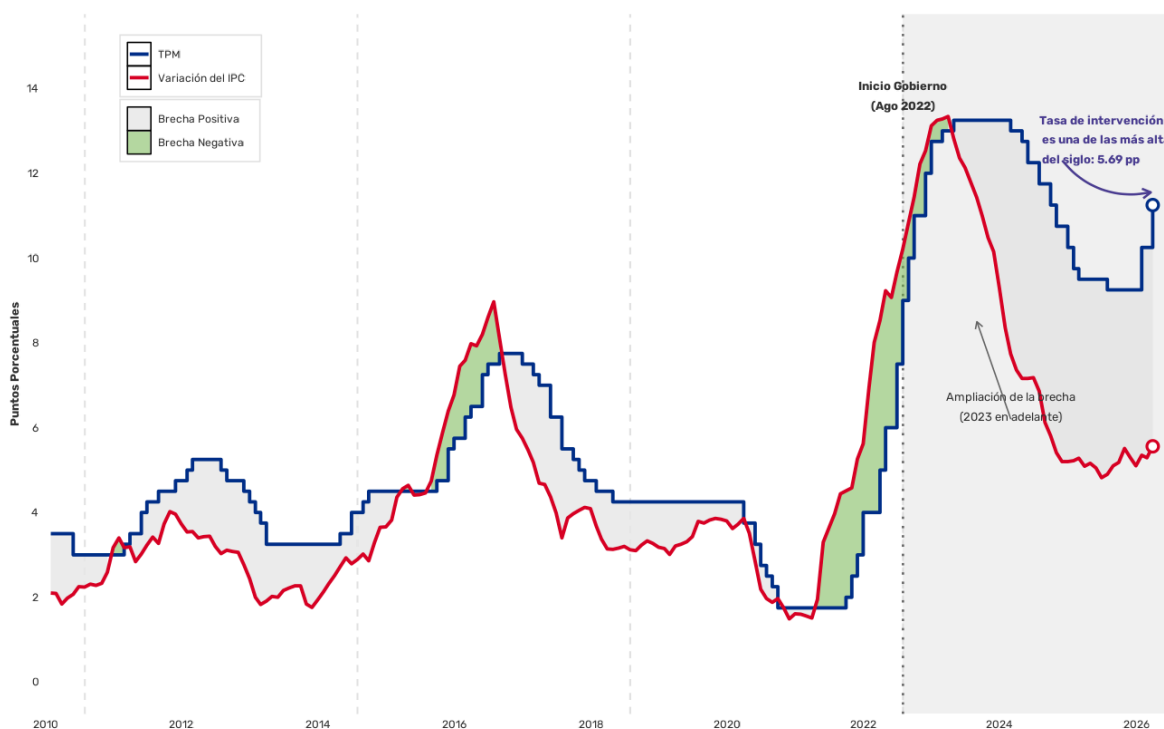
A estos choques geopolíticos se añade la vulnerabilidad climática estructural de Colombia. Los fenómenos de El Niño y La Niña son cíclicos y su impacto sobre la inflación es cuantitativamente significativo. Según (Bejarano-Salcedo et al., 2020), un fenómeno del Niño intenso eleva la inflación total en 1,6 puntos porcentuales, la de alimentos en 1,0 punto y la de energía en 1,5 puntos frente a períodos normales. Esta exposición climática, derivada de una matriz energética dependiente de hidroeléctricas (más del 70% de la generación) y de una producción agropecuaria sensible a las precipitaciones, convierte lo que en otros países sería un choque transitorio en una fuente sistemática de presiones de costos para la economía colombiana.

En suma, la evidencia empírica disponible (desempleo persistente, holguras en la capacidad instalada, presiones geopolíticas y vulnerabilidad climática estructural) apunta a que la inflación reciente no es del tipo corregible mediante alzas de la tasa de interés. No responde al mecanismo de demanda que la política contractiva pretende moderar. Esta desconexión entre la naturaleza de la inflación y la respuesta monetaria se hace visible en la evolución reciente de la brecha entre la tasa de política monetaria y la inflación: como muestra el Gráfico 2, las dos alzas consecutivas de 200 puntos básicos en 2025–2026 elevaron la TPM hasta el 11,25%, mientras el IPC descendía, ampliando la brecha positiva y generando una de las tasas reales más altas del siglo - 5.69 puntos básicos en marzo. En otras palabras, el

Banco de la República ha estado aplicando una medicina contractiva cada vez más fuerte para un fenómeno que no es de demanda

Ahora bien, como señala Rodríguez (2026) en su análisis de la experiencia histórica del Banco de la República durante la Gran Depresión, la priorización de la defensa del valor de la moneda por encima de los intereses productivos del país, ha generando políticas procíclicas que profundizan las crisis económicas en lugar de atenuarlas. Frente a ello, el Ministerio de Hacienda ha sido contundente: si enfrentamos nuevos choques, como el reciente aumento internacional de los precios de la energía, no podemos hacer lo mismo y tomar las mismas medidas, esperando resultados distintos en materia de distribución.

*Gráfico 6: Dinámica entre inflación y tasa de política monetaria. 2010 - 2026**



Fuente: Elaboración propia a partir del Banco de la República y DANE

*Nota: La inflación corresponde a la variación anual del IPC con periodicidad mensual. * Marzo*

Mensaje clave:

- El debate sobre la política monetaria en Colombia está determinado por una divergencia fundamental en el diagnóstico de la inflación, mientras el enfoque ortodoxo la atribuye a excesos de demanda agregada y expectativas desancladas, la evidencia empírica reciente cuestiona esta interpretación, al no ser consistente con una economía sobrecalentada.
- Dado que la inflación reciente está explicada principalmente por choques externos (energéticos, geopolíticos) y factores estructurales (climáticos), el endurecimiento de la política monetaria mediante altas tasas de interés resulta ineficaz, al intentar corregir un problema de costos con herramientas diseñadas para la demanda.
- La política monetaria contractiva implementada por el Banco de la República ha operado bajo un diagnóstico de inflación de demanda, generando una brecha creciente entre la tasa de interés real y la inflación efectiva.

6. ¿Qué papel juega el poder de mercado y las ganancias en la formación de precios en Colombia?

"La inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario, en el sentido de que es y sólo puede ser producida por un aumento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción. "

- M. Friedman. "La contrarrevolución en la teoría monetaria", (1970).

"Si no distinguimos entre actividades productivas y extractivas, la política monetaria terminará castigando a quien crea valor real mientras protege la renta financiera."

- M. Mazzucato. The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy, (2018).

El análisis ortodoxo tiende a invisibilizar el carácter distributivo de la inflación. Lejos de ser únicamente un fenómeno monetario o de exceso de demanda, la inflación reciente ha estado profundamente atravesada por el poder de mercado y la capacidad de las grandes empresas para fijar precios.

Como ha planteado Isabella M. Weber y Evan Wasner (2023), la dinámica inflacionaria posterior a la pandemia se explica, en buena medida, por el comportamiento estratégico de firmas dominantes que, ante choques de costos, no solo trasladaron estos incrementos a los precios finales, sino que ampliaron sus márgenes de ganancia por encima de la evolución de sus costos. Este mecanismo, denominado inflación por márgenes de ganancia, permite entender la inflación no como un simple desajuste macroeconómico, sino como un proceso en el que las empresas con mayor poder económico aprovechan contextos de incertidumbre para recomponer sus niveles de rentabilidad.

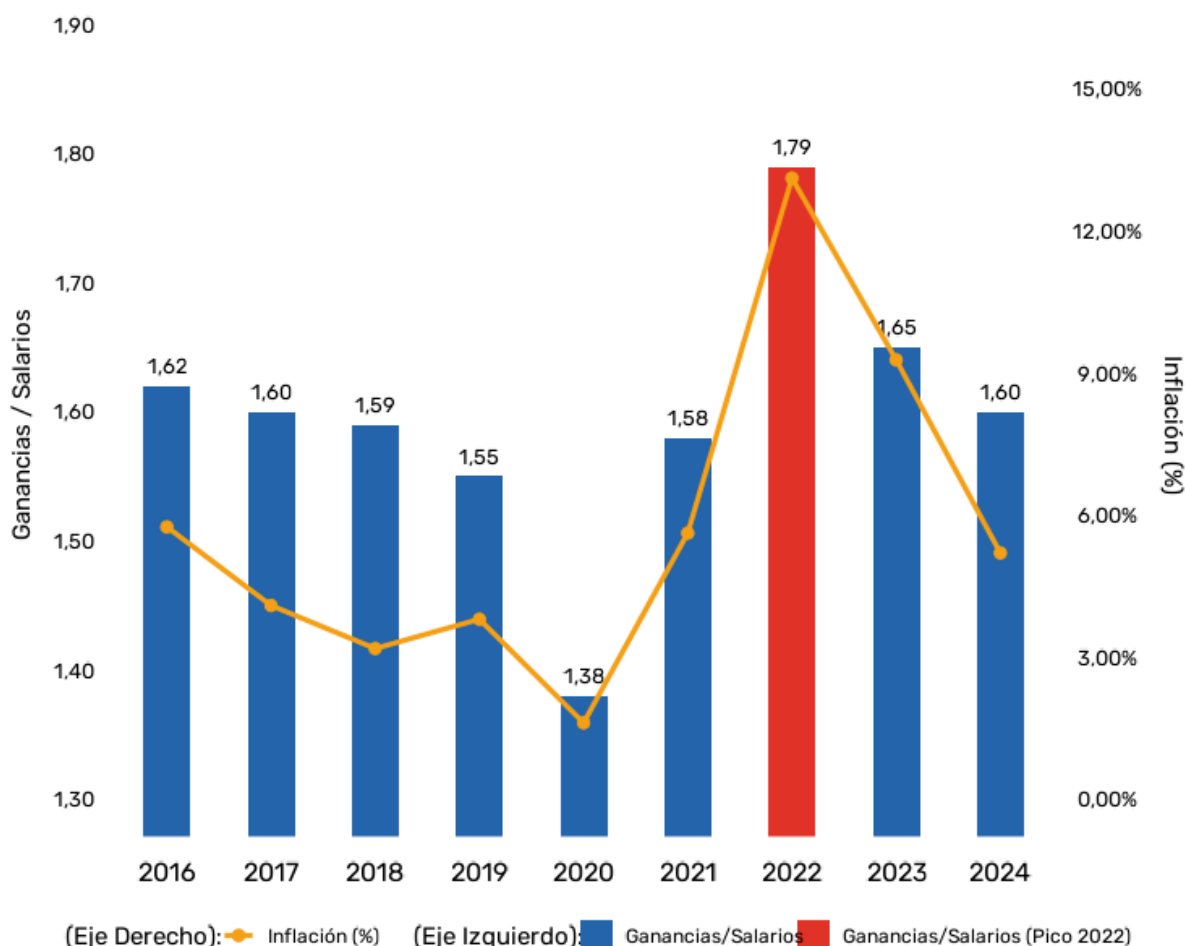
Este enfoque es consistente con evidencia reciente de organismos como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Central Europeo, que han destacado el papel relevante de las ganancias empresariales en la dinámica inflacionaria reciente. En particular, el FMI (2023), en su World Economic Outlook, documenta que la expansión de márgenes corporativos explicó una proporción significativa de la inflación en economías avanzadas, mientras que el BCE (2023) ha señalado que los beneficios empresariales han contribuido de manera importante a las presiones inflacionarias, especialmente en contextos de choques de costos.

La evidencia empírica disponible para el caso colombiano es consistente con esta interpretación de la inflación no sólo como un fenómeno monetario, sino como un proceso de conflicto distributivo. A partir de las Cuentas Nacionales del DANE, es posible construir un indicador proxy de la dinámica distributiva del ingreso mediante la relación entre el excedente de explotación bruto más el ingreso mixto bruto, como aproximación a la masa de ganancias empresariales, y la remuneración de los asalariados.

Como se observa en el Gráfico 3, la relación entre el ratio de ganancias y salarios frente a la variación del IPC anual, el análisis de esta serie para el periodo 2016–2024 revela un patrón claro: a partir de 2021, en el contexto de la recuperación económica y los choques globales

de oferta, el indicador se incrementa de manera significativa, alcanzando un máximo en 2022, año que coincide con el pico inflacionario registrado en la economía colombiana. Esta evolución sugiere que el aumento de precios estuvo acompañado por una expansión relativa de las ganancias frente a los salarios.

Gráfico 7: Comportamiento entre ratio Ganancias/Salarios e IPC. 2016 - 2024



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas nacionales DANE

Este comportamiento es indicativo de una recomposición de la distribución funcional del ingreso a favor de las ganancias empresariales. Durante el periodo de mayor aceleración

inflacionaria, las unidades productivas capturaron una proporción creciente del valor agregado, mientras que los trabajadores, pese a los incrementos nominales del salario mínimo, redujeron su participación relativa. En efecto, las grandes empresas juegan un papel central en la fijación de precios.

- En el contexto de la llamada inflación del vendedor, las firmas dominantes no sólo trasladan mayores costos, sino que amplían sus márgenes de ganancia en escenarios de incertidumbre.
- Las estructuras de mercado concentradas amplifican los choques de oferta y convierten la inflación en un proceso de disputa distributiva a favor del capital.

7. ¿Funciona la tasa de interés para combatir la inflación de oferta?

"Las decisiones de tasas deben ser independientes de las características de los choques que producen la inflación, ya sean de oferta o de demanda. No importa cuál sea el origen de los choques, al Banco le toca hacer su tarea."

— Juan José Echavarría, exgerente Banco de la República, Mitos y realidades de la política monetaria, (2024), p. 20.

"Cuando los choques se acumulan y perduran en el tiempo, permean toda la economía a través de la indexación de precios y las expectativas. Es ahí cuando comienzan a surgir efectos de 'segunda ronda' [...] lo que originalmente era solo un choque de oferta empieza a generar 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."

— Taboada-Arango & Villamizar-Villegas, Mitos y realidades de la política monetaria, (2024), p. 30.

"Cuando la inflación es impulsada por sectores sistémicos, los controles de precios actúan como cortafuegos; subir tasas solo genera recesión sin atacar la causa."

- Isabella Weber. Sellers' Inflation, Profits and Conflict: Complexity and Mixed Policy Responses. (2023)

La respuesta corta es no. El aumento de la tasa de interés es técnicamente inadecuada para combatir la inflación de oferta y su aplicación en esos contextos genera costos económicos y sociales desproporcionados, mientras deja intactas las causas reales del problema. La respuesta larga exige examinar por qué.

Como se explicó en la sección 1, el mecanismo de transmisión de la política monetaria opera sobre la demanda agregada: encarece el crédito, deprime el consumo y la inversión, aprecia la moneda y, con ello, reduce las presiones sobre los precios al cerrar la brecha del producto. El problema, evidente pero sistemáticamente ignorado en la justificación de las alzas, es que todos los canales descritos operan exclusivamente sobre la demanda. Cuando la inflación no proviene de un exceso de gasto sobre la capacidad productiva, sino de un choque de costos —como se demostró en la sección 5 que ocurre en la coyuntura colombiana—, el instrumento actúa sobre la variable equivocada. Se intenta apagar un incendio de oferta reduciendo el oxígeno de la demanda: el fuego puede contenerse, pero solo cuando la economía se asfixia lo suficiente.

Esta tensión no es una especulación externa, la registra el propio Banco de la República cuando proyecta que la inflación solo convergerá a la meta en 2027, con una economía que para ese año ya acumularía una brecha del producto negativa y una tasa de desempleo urbano del 10 %. En otras palabras, el Banco sabe que la desinflación se compra con recesión y desempleo. No porque sea inevitable —un choque de oferta podría absorberse con otros instrumentos—, sino porque se insiste en usar una herramienta que no corresponde a la naturaleza del problema.

La tasa de interés tampoco tiene capacidad alguna frente a la inflación por márgenes de ganancia, documentada en la sección anterior. Si las empresas con poder de mercado

aprovechan un contexto de choques de costos para ampliar sus márgenes —trasladando a precios más de lo que aumentan sus costos—, elevar la tasa de interés no disciplina esa conducta. No interviene en las estructuras de mercado que permiten esas alzas, no modifica la capacidad de las firmas dominantes para fijar precios, y no afecta los mecanismos de coordinación implícita que amplifican la inflación en sectores concentrados. Lo único que logra es comprimir la actividad económica hasta que la caída de la demanda fuerza, de manera indirecta y extremadamente costosa, una moderación en los precios que podría haberse alcanzado con instrumentos dirigidos a la fuente del problema.

Hay, finalmente, una dimensión distributiva que el lenguaje técnico tiende a sepultar. El aumento sostenido de tasas opera como un mecanismo de redistribución regresiva: transfiere ingresos de los deudores productivos —pequeñas y medianas empresas, sector agropecuario, construcción, hogares de ingresos medios y bajos— hacia los acreedores netos y el sector financiero, que se beneficia directamente de márgenes de intermediación más amplios y de la valorización de sus portafolios de renta fija. Esta transferencia no es un efecto colateral desafortunado: es la consecuencia lógica y predecible de una política que encarece sistemáticamente el dinero. La pregunta que la ortodoxia monetaria raramente formula —y que este documento aborda en detalle en la siguiente sección— es quién paga el ajuste y quién lo cobra.

Mensajes clave:

- La tasa de interés es un instrumento inadecuado para enfrentar la inflación de oferta, ya que actúa sobre la demanda y no sobre las causas estructurales del aumento de precios.
- Cuando la inflación proviene de choques de costos, su reducción mediante tasas requiere inducir contracciones económicas más profundas, con mayores costos en empleo y actividad.
- Este instrumento no tiene capacidad para incidir sobre la formación de precios en mercados concentrados ni sobre la ampliación de márgenes empresariales.

- El uso intensivo de tasas de interés genera efectos redistributivos regresivos, al trasladar ingresos desde sectores productivos hacia el sistema financiero.

III. Ganadores y Perdedores

8. ¿Quiénes ganan y quiénes pierden cuando sube la tasa de política monetaria?: impacto sectorial de la política monetaria.

“El mandato constitucional del Banco de la República prioriza la estabilidad de precios en coordinación con el desempeño de la economía, así como del esquema de inflación objetivo empleado para lograrlo, respaldan el uso de la tasa de interés como instrumento principal de política monetaria.”

- Taboada-Arango & Villamizar-Villegas, Mitos y realidades de la política monetaria, (2024), p. 155

“Las políticas monetarias no son neutrales ni en el corto ni en el largo periodo. La inflación es un indicador de la tensión distributiva entre los intereses de las diferentes clases sociales en cualquier economía monetaria de producción. De allí que el arreglo institucional de la política monetaria determina el papel del Banco Central a favor o en contra de alguno de los agentes en conflicto”

- Álvaro Moreno, La política monetaria y la distribución funcional del ingreso: lo que usted quiso saber y no se atrevió a preguntar, (2014).

Los sectores económicos más expuestos al ciclo restrictivo reciente no responden a un patrón uniforme, sino que reflejan vulnerabilidades de distinta naturaleza y profundidad. Para medir la sensibilidad del tejido productivo ante los movimientos de la Tasa de Política Monetaria (TPM) se utiliza el Indicador de Calidad por Riesgo (ICR), calculado como la proporción entre la cartera riesgosa (saldo de créditos con calificación diferente de A) y la cartera bruta total. Este índice actúa como un indicador adelantado de transmisión monetaria: ante un endurecimiento de las tasas, el aumento en el costo del servicio de la deuda presiona los flujos de caja empresariales. Las entidades financieras anticipan esta restricción de liquidez degradando la calificación de los deudores antes de que se

materialice un impago efectivo, lo que permite mapear la trayectoria de vulnerabilidad en los balances.

En los sectores de manufactura y comercio, la subida de la TPM se comió la recuperación post-COVID. Los tres sectores venían sanando el choque pandémico: manufactura había pasado de un ICR de 11,1 % en diciembre de 2020 a 5,7 % en diciembre de 2022; comercio, de 13,7 % a 7,9 %; construcción, de 18,5 % a 13,1 %. Pero el ciclo restrictivo de la TPM —de 1,75 % a 13,25 % en menos de dos años— detuvo esa mejora y la revirtió. Desde 2023, con la tasa en su pico, los tres sectores volvieron a deteriorarse: manufactura cierra junio de 2025 en 8,4 %, comercio en 10,6 % y construcción en 16,7 %, todos por encima de donde estaban al inicio del ciclo alcista en junio de 2021. Con la TPM nuevamente en alza, no hay señales de que ese deterioro se detenga.

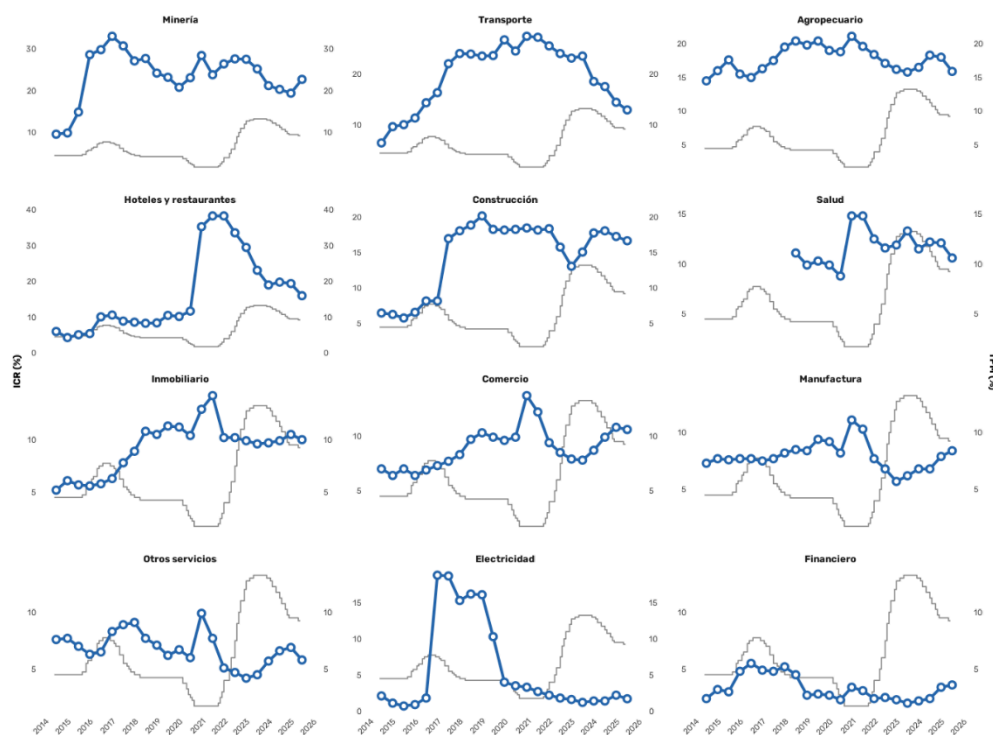
La construcción constituye el caso de mayor preocupación dentro de los sectores con comportamiento directamente ligado al ciclo crediticio. Su ICR se elevó de forma sostenida desde 2016 y se ha mantenido en el rango del 15% al 18% durante el ciclo restrictivo 2022-2025, sin mostrar la recuperación observada en otros sectores durante la fase de bajas. A diferencia de la minería, cuyo deterioro tiene componentes de precio internacional, la construcción es altamente sensible al costo del financiamiento tanto por el lado de la oferta crédito constructor como por el lado de la demanda crédito hipotecario, lo que la hace especialmente vulnerable a una nueva alza de tasas.

El sector agropecuario, frecuentemente subrepresentado en este tipo de análisis, exhibe un ICR estructuralmente elevado entre 15% y 20% a lo largo de toda la serie con escasa respuesta al ciclo monetario en cualquiera de sus fases. Esto sugiere que su vulnerabilidad no es cíclica sino crónica, asociada a factores de riesgo agroclimático y de acceso al crédito formal que la política monetaria no puede corregir, pero sí agravar en los márgenes.

En el extremo opuesto, los sectores eléctrico y financiero muestran los ICR más bajos y estables del período reciente por debajo del 3,5%, lo que los posiciona como los segmentos con mayor resiliencia ante el nuevo ciclo restrictivo. Manufactura y comercio se ubican en una posición intermedia: mejoraron durante la fase alcista de la TPM, probablemente apoyados en la recuperación de la demanda interna, y registran un deterioro moderado y

aún contenido en el período más reciente. Su trayectoria en los próximos semestres será un indicador clave de la amplitud del impacto del ajuste monetario sobre la economía real.

Gráfico 8: Evolución ICR vs TPM 2021-2025 por sector económico

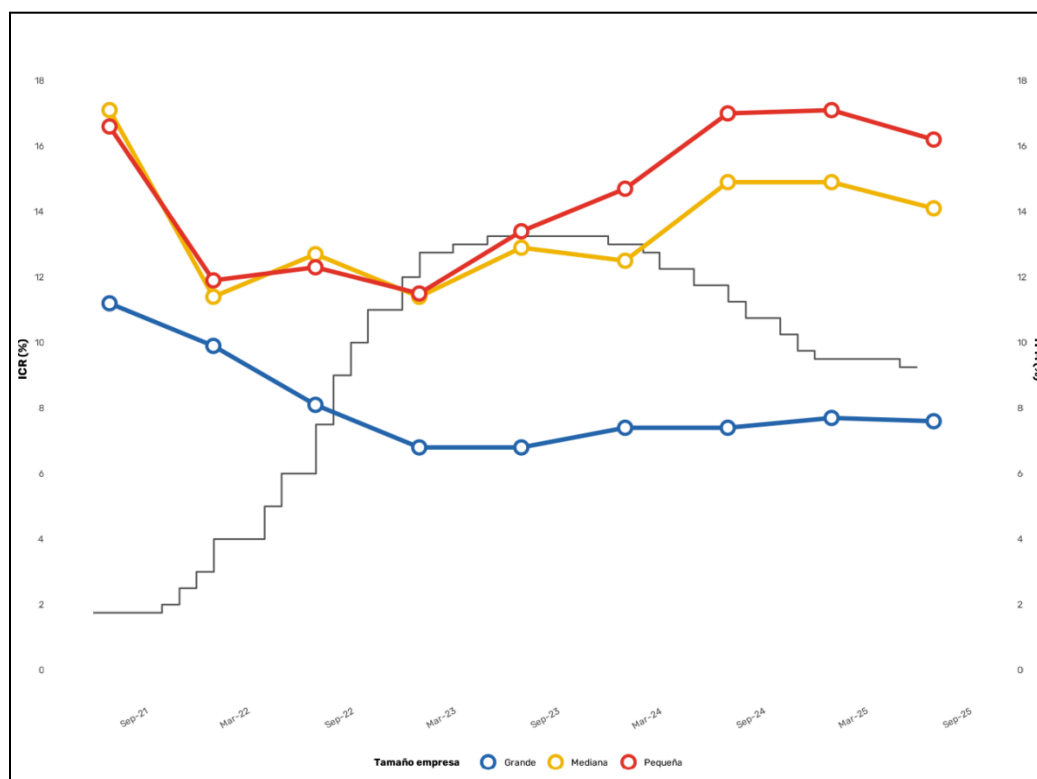


Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de la República, 2021 - 2025.

El impacto no golpea con la misma intensidad a todas las empresas. El comportamiento del ICR entre 2021 y 2025 revela una divergencia estructural entre tamaños de empresa que se acentúa conforme avanza el ciclo de política monetaria. Durante la fase de alzas agresivas de la TPM que pasó de 1,75% en junio de 2021 a 13,25% en mayo de 2023, los tres segmentos registraron una mejora inicial en el ICR, lo que refleja la recuperación económica post-pandemia que operó en sentido contrario al endurecimiento monetario y atenuó transitoriamente el deterioro crediticio esperado.

El punto de inflexión ocurre a partir de diciembre de 2022, cuando la TPM ya superaba el 12% y su efecto acumulado comenzó a imponerse sobre la dinámica de ingresos y refinanciación de las empresas. Desde ese momento, las trayectorias divergen con claridad: las empresas grandes mantienen el ICR en un rango estable y acotado entre 6,8% y 7,7%, evidenciando una mayor capacidad de absorción del choque financiero. Las empresas medianas y, con mayor intensidad, las pequeñas, inician un deterioro sostenido que no se revierte con el ciclo de bajas iniciado en el segundo semestre de 2023. En junio de 2025, con la TPM en 9,25%, el ICR de las pequeñas empresas alcanza 16,2%, frente al 7,6% de las grandes, una brecha de 8,6 puntos porcentuales que duplica la observada al inicio del período analizado. Por lo cual, enfrentan una trampa estructural donde su escasa capacidad de negociación bancaria y su dependencia casi exclusiva del crédito formal las dejan sin colchón ante el endurecimiento de la política monetaria.

Gráfico 9: Evolución ICR vs TPM 2021-2025 por tamaño de empresa

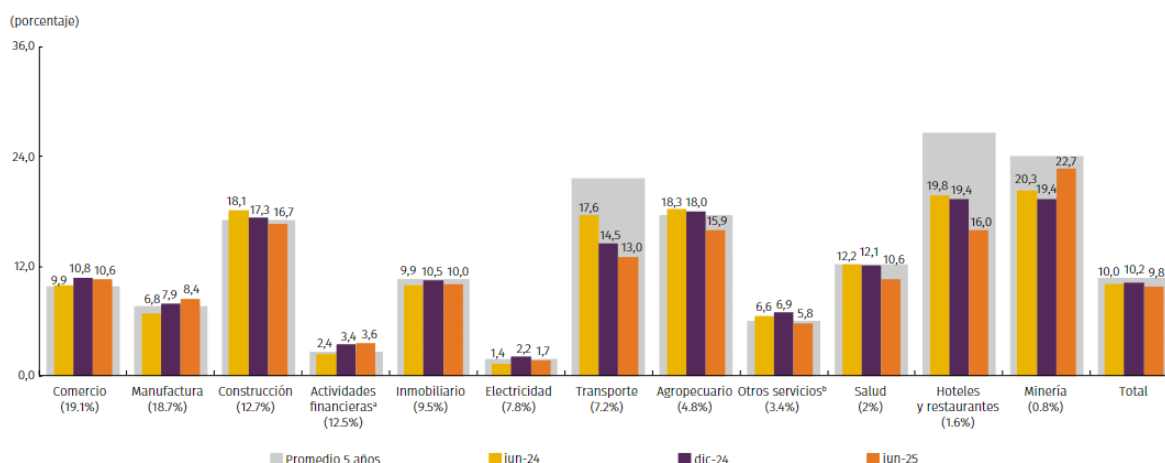


Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de la República, 2016 - 2025.

Este patrón sugiere que el rezago en la transmisión de la política monetaria sobre la calidad de cartera es asimétrico por tamaño: mientras las grandes empresas ajustaron su perfil de riesgo con relativa rapidez durante la fase alcista, las pequeñas acumularon deterioro que persiste incluso en la fase descendente del ciclo. En este contexto, la decisión reciente del Banco de la República de elevar la TPM en 200 puntos básicos introduce un factor de presión adicional sobre un segmento cuyo ICR no ha retornado a los niveles previos al ciclo de alzas, lo que limita el margen de absorción ante un nuevo endurecimiento de las condiciones crediticias.

Al analizar la coyuntura del último año con corte a junio de 2025, se observa que el tejido productivo enfrenta las recientes alzas de la tasa de intervención sin margen de maniobra, partiendo de niveles de riesgo ya acumulados. Aunque el indicador agregado se ubica en 9,8%, la composición sectorial muestra que ciertas ramas de la economía real entran a este nuevo ciclo restrictivo con una vulnerabilidad alta. Hoteles y restaurantes, Agropecuario y construcción son los eslabones más expuestos; el primero registra una recuperación reciente de su riesgo hasta del 19,8% a 16%, por debajo de su promedio de los últimos cinco años, mientras que el sector agropecuario pasa de 18,3% al 15,9%, por su parte construcción se mantiene en un 16,7%. Estos niveles evidencian una fragilidad financiera que el encarecimiento adicional del crédito agravará directamente. Paralelamente, actividades como la manufactura acumulan una tendencia de deterioro, pasando del 6,8% al 8,4% en el último año, lo que indica que la presión sostenida sobre los flujos de caja está empezando a quebrar la resistencia de sectores intermedios. Bajo esta fotografía, las nuevas subidas de tasas del Banco de la República no actúan sobre una economía saneada, sino que amenazan con revertir la tendencia de recuperación donde el riesgo de estas actividades dependientes de financiación en problemas de solvencia, profundizando la asimetría frente a la estabilidad del sector financiero.

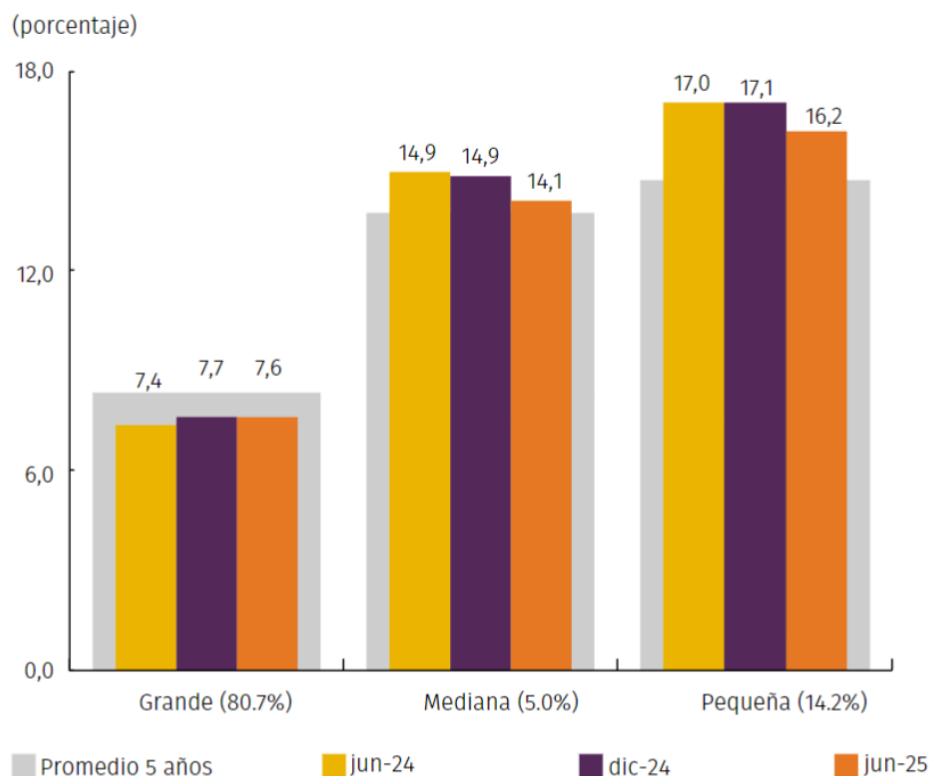
Gráfico 10: Indicador de calidad de riesgo (ICR) por sector económico



Fuente: Informe de estabilidad financiera, Segundo semestre de 2025. Banco de la República.

Por otro lado, al revisar la coyuntura del último año con corte a junio de 2025 según el tamaño de la firma, se observa que el tejido empresarial enfrenta el ciclo de política monetaria desde posiciones de riesgo asimétricas. Si bien el Indicador de Calidad por Riesgo (ICR) registró disminuciones recientes, las pequeñas y medianas empresas mantienen niveles de exposición que superan sus promedios de los últimos cinco años. Las firmas pequeñas presentan un riesgo en su cartera del 16,2% y las medianas del 14,1%, frente a un 7,6% en las grandes empresas, cuyo indicador opera por debajo de su tendencia histórica. La relevancia de esta diferencia radica en el peso macroeconómico del sector: las mipymes representan el 99,5% de las empresas formales, contribuyen con cerca del 40% del PIB anual y generan el 79% del empleo del país (BBVA, 2024). Bajo esta estructura, las nuevas subidas de tasas de interés restringen de manera directa el flujo de caja de la principal base productiva nacional. Al recaer el mayor nivel de riesgo crediticio sobre el segmento que concentra la generación de puestos de trabajo, la transmisión de la política monetaria del Banco de la República traslada los efectos de la contracción directamente al empleo y al crecimiento económico, ampliando la brecha frente a la resiliencia que muestran las grandes corporaciones.

Gráfico 11: Indicador de calidad de riesgo (ICR) por tamaño de empresa

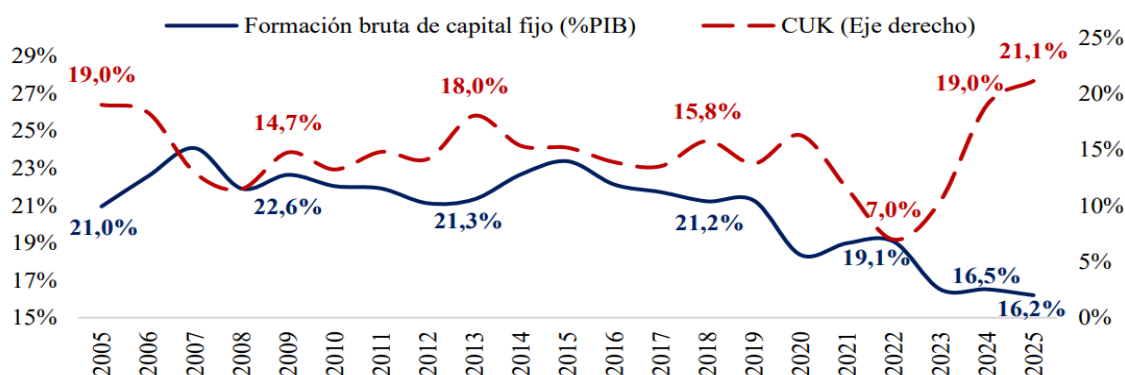


Fuente: Informe de estabilidad financiera, Segundo semestre de 2025. Banco de la República.

El problema, sin embargo, trasciende la calidad de cartera y el riesgo crediticio inmediato. El encarecimiento del financiamiento opera como freno estructural a la acumulación de capital, condicionando la capacidad de recuperación de toda la economía. De acuerdo con Fedesarrollo (2025), las altas tasas de interés explican entre un 70% y un 80% el costo del capital, siendo el factor más influyente en el encarecimiento de la inversión. Además, como se ve en los siguientes gráficos, existe una relación inversa clara entre el costo de uso del capital y la tasa de inversión en Colombia, pues a medida que el costo de financiar proyectos productivos aumenta, la inversión como proporción del PIB tiende a disminuir. Esta relación se hace particularmente evidente en los últimos años, donde el incremento

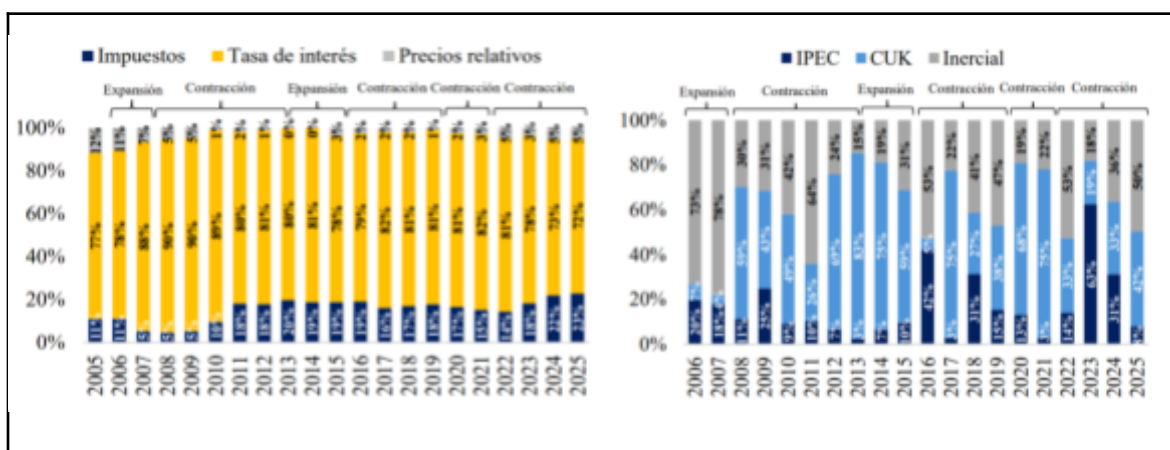
significativo del costo del capital coincide con una caída sostenida en la formación bruta de capital fijo. En términos económicos, esto refleja que el encarecimiento del crédito y de las condiciones financieras reduce los incentivos a invertir, ya que los proyectos deben generar mayores retornos para ser rentables.

Gráfico 12. Costo de uso del capital frente a tasa de inversión



Fuente: ¿Qué explica la caída de la inversión en Colombia? Fedesarrollo, 2025.

Gráfico 13. Contribución de los determinantes de la inversión y Contribución de los determinantes del costo de capital



Fuente: ¿Qué explica la caída de la inversión en Colombia? Fedesarrollo, 2025.

También se describe el costo de uso del capital en sus principales determinantes, evidenciando que la tasa de interés es el factor más influyente en su comportamiento a lo largo del tiempo. En efecto, la mayor parte de la variación del costo del capital está explicada por el encarecimiento del financiamiento, lo cual incrementa el nivel de ganancias que deben cumplir los proyectos de inversión para ser viables.

Este es un factor clave para la discusión, porque Fedesarrollo (2025) establece que la caída de la inversión en Colombia está estrechamente asociada al aumento del costo de uso del capital, el cual incorpora tanto factores tributarios como financieros. Sin embargo, el incremento de las tasas de interés ha sido determinante en este proceso, al elevar de manera inmediata el costo del financiamiento empresarial. En este sentido, la política monetaria emerge como un canal más potente y de transmisión más rápida que la política fiscal para explicar la contracción reciente de la inversión.

Ahora bien Corficolombiana (2023) destaca que “el impacto del incremento en las tasas de interés sobre la actividad productiva es altamente heterogéneo, ya que afecta a diferentes sectores y agentes de manera dispar”. Este comportamiento sectorial no es un fenómeno aislado, sino que responde a una lógica macroeconómica más amplia. En línea con lo planteado por Turbay (2004), cuando las tasas de interés superan la capacidad de crecimiento del capital productivo, se generan dinámicas de recesión, desempleo y deterioro del bienestar general. En este contexto, los sectores más intensivos en crédito como la construcción y el agro resultan particularmente vulnerables, evidenciando que el endurecimiento monetario no solo desacelera la actividad económica, sino que amplifica las brechas estructurales entre sectores y agentes productivos.

Mensajes claves

- ➔ El sector financiero presenta una de las posturas de riesgo más bajo de la economía. El mismo sector que trasladó el encarecimiento del crédito a empresas y hogares es el que menor riesgo crediticio acumula en su propia cartera. Quien intermedia el crédito no asume su costo. Lo cobra.

- Los sectores de manufactura, comercio y construcción se estaban recuperando del choque pandémico, pero el ciclo de 1.150 puntos básicos en menos de dos años los revirtió. Hoy están peor que al inicio del ciclo alcista. No es secuela del COVID: es efecto acumulado de tasas altas que ahora vuelven a subir.
- Para las pequeñas y medianas empresas después de dos años de tasas bajando, su ICR sigue donde estaba en 2021. El ciclo restrictivo se comió su colchón y nunca lo devolvió. El Banco de la República actúa como si la economía estuviera saneada, pero las mipymes —el 99,5 % de las empresas del país, que generan el 79 % del empleo y el 40 % del PIB— ya no tienen de dónde absorber otra subida.
- El costo del capital explica el 70-80% de la decisión de invertir. Cuando la inversión cae, no hay creación de empleo ni crecimiento económico. La política monetaria restrictiva del Banco de la República frena la acumulación de capital y condena la recuperación.

9. ¿Importa la estructura financiera y bancaria?

“Si bien es cierto que la política monetaria tiene un efecto directo sobre las tasas de interés de mercado (tanto activas como pasivas) no es cierto que los ajustes a la tasa de política monetaria y las decisiones del Banco benefician a los establecimientos de crédito.”

- Villamizar, Steiner, Arango & Bernal, Mitos y realidades de la política monetaria, (2024), p. 106

“El ciclo alcista de tasas no comenzó en 2023, sino al menos dos años antes. Durante 2021 y 2022, en plena fase de incrementos, las utilidades bancarias no solo se recuperaron, sino que superaron los niveles observados en los años prepandemia. Es decir, en una primera etapa, el endurecimiento monetario no afectó negativamente al sector, e incluso convivió con un periodo de resultados excepcionalmente altos.”

- Cristian Frasser y Diego Ramírez, ¿Quién gana con las tasas altas? El Banco de la República y las utilidades bancarias, (2026).

La transición de la banca relacional al capitalismo de gestores de dinero descrito por Minsky (1986) no fue solo una metamorfosis del sistema financiero sino también el caldo de cultivo donde germinó el dogma de la banca central independiente. Durante la Era Dorada del capitalismo (1945-1970), los bancos centrales operan subordinados a la política fiscal expansiva y al compromiso con el pleno empleo; la intermediación relacional exigía que el crédito fluyera hacia la producción real, y la estabilidad financiera se construía sobre regulación estricta, como el Glass-Steagall Act de 1933 que separaba banca comercial de banca de inversión, no sobre la discrecionalidad técnica de expertos aislados del debate democrático.

El neoliberalismo de los años ochenta invirtió en esa arquitectura. La derogación progresiva de la ley Glass-Steagall, culminada en 1999, y la desregulación financiera desplazaron la banca relacional por los mercados de capitales especulativos, mientras que la independencia de los bancos centrales emergió de manera simultánea como una institución diseñada para proteger al creador prudente de las presiones políticas por empleo y crecimiento. Este nuevo régimen, donde los megabancos operan simultáneamente como acreedores, creadores de mercado y gestores de activos, genera fragilidad endógena.

En este contexto, el Consenso de Washington jugó un papel decisivo en la consolidación de este nuevo orden institucional. A partir de finales de los años ochenta, este conjunto de recomendaciones promovido por organismos multilaterales impulsó reformas estructurales orientadas a la liberalización financiera, la disciplina fiscal y, de manera central, la autonomía de los bancos centrales como mecanismo para garantizar la estabilidad de precios. La independencia monetaria se convirtió así en un pilar del nuevo paradigma, bajo la premisa de aislar la política monetaria de presiones políticas de corto plazo.

Hoy, cuando los bancos centrales elevan tasas para combatir la inflación, los conglomerados financieros diversificados se benefician de la volatilidad y capturan rentas en múltiples frentes, mientras que bancos medianos y pequeños, y la economía real asumen

los costos de la contracción. La independencia institucional, lejos de garantizar neutralidad técnica, consolidó un sistema donde las políticas monetarias restrictivas operan como mecanismo de transferencia sistemática hacia los acreedores netos.

En este sentido, los bancos pequeños o medianos resultan perjudicados en un escenario de subidas de tipos de interés, debido al riesgo inherente a su descalce de plazos. Estas instituciones dependen casi exclusivamente de la intermediación tradicional, prestando dinero a mediano y largo plazo con tasas de interés fijas (como en el caso de las libranzas o microcréditos), mientras se fondean a muy corto plazo a través del ahorro del público.

Cuando el banco central sube agresivamente las tasas, el costo de retener sus pasivos (como los CDT) se dispara inmediatamente, pero los ingresos de su cartera de créditos ya colocada permanecen inmutables, lo que comprime y destruye su rentabilidad operativa. Como señalan Sengupta y Xue (2022), las sensibilidades de los márgenes de interés neto de los bancos a las tasas de interés dependen críticamente de la estructura de plazos de sus activos y pasivos.

Sin embargo, esta dinámica no puede entenderse únicamente desde una perspectiva contable, sino que responde a una lógica más profunda de funcionamiento del mercado de crédito. Como plantean Stiglitz y Weiss (1987), en contextos de información imperfecta los mercados de crédito no se equilibran mediante el precio, sino que operan bajo mecanismos de racionamiento. En este entorno, incrementos en la tasa de interés no necesariamente expanden la oferta de crédito, sino que pueden deteriorar su calidad al inducir selección adversa y mayor riesgo moral. Como resultado, las entidades financieras restringen el acceso al crédito incluso frente a demandantes dispuestos a pagar tasas más altas, lo que introduce efectos distributivos en la economía y rompe la neutralidad de la política monetaria.

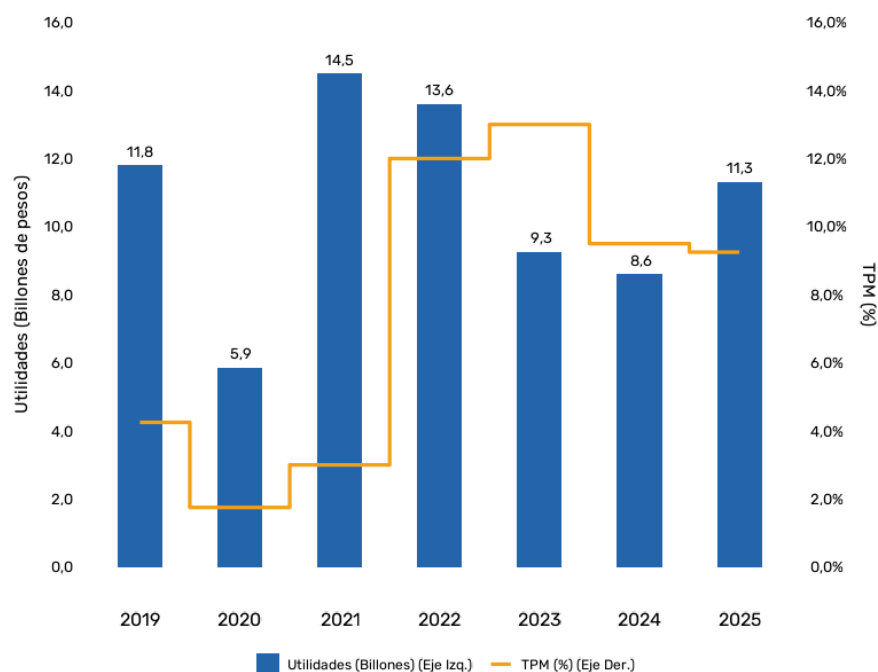
En contraste, los grandes conglomerados bancarios ganan porque su enorme poder de mercado les permite imponer precios a su favor y distorsionar la transmisión de la política monetaria. Al poseer millones de cuentas de ahorro transaccionales, estos bancos contienen el aumento en las tasas que pagan a los ahorradores (captación), mientras que encarecen rápidamente las tasas de sus nuevos créditos comerciales, los cuales además suelen estar

atados a tasas variables que se aprecian al alza automáticamente. Finalmente, complementan sus utilidades con altísimos ingresos por comisiones y destinando su exceso de liquidez a la compra de deuda pública gubernamental (TES), aprovechando los extraordinarios rendimientos libres de riesgo garantizados por las mismas altas tasas de interés.

En este sentido, y según cifras oficiales de la Superintendencia Financiera de Colombia (2026), las utilidades del sistema financiero a diciembre de 2025 se ubicaron en \$129,5 billones, superando significativamente el valor registrado en diciembre de 2024 (\$105,9 billones), lo que representa un crecimiento del 22% en un contexto de desaceleración económica. Por su parte, los establecimientos de crédito reportaron utilidades por \$17,7 billones en 2025, evidenciando un incremento extraordinario del 103% frente a 2024, cuando estas ascendieron a \$8,7 billones.

Al revisar las utilidades de los 4 bancos que lideran el sistema financiero en Colombia entre 2019 y 2025, se observa que en promedio estos concentran el 80% de las ganancias en este periodo, reflejando una fuerza oligopólica entre los que lideran el mercado. Por ejemplo, el siguiente gráfico refleja que el ciclo alcista de tasas de interés sí ha estado asociado a un crecimiento de las utilidades del sistema financiero. Entre 2021 y 2022, en plena fase de incrementos, los cuatro bancos más grandes no solo recuperaron sus ganancias, sino que alcanzaron niveles superiores a los observados antes de la pandemia, evidenciando que el endurecimiento monetario ha generado un entorno de mayores márgenes. Aunque en 2023 se observa una corrección, los niveles de utilidades se mantienen por encima de los registros pre pandemia, especialmente en los bancos más grandes.

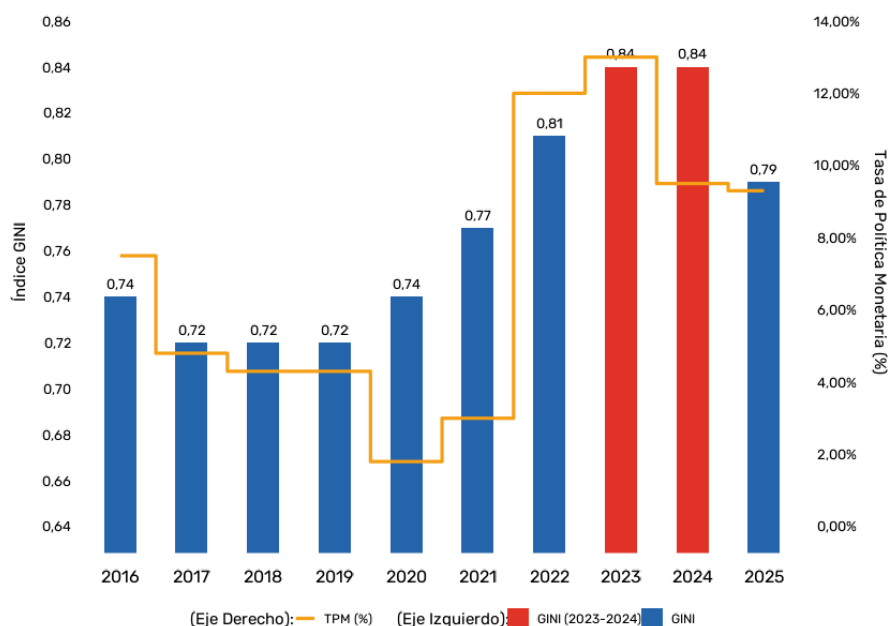
Gráfico 14. Utilidades de los cuatro bancos más grandes frente a la tasa de política monetaria. 2019 – 2025



Fuente: Elaboración propia a partir de Superfinanciera. Precios constantes a 2025.

Ahora bien, al calcular, el coeficiente de Gini de las utilidades de los bancos del sistema financiero colombiano evidencia un nivel persistentemente alto de concentración entre 2016 y 2025, con valores superiores a 0,70 durante todo el periodo. Esto indica que las ganancias del sector han estado concentradas en un número reducido de entidades financieras. El gráfico describe que a partir de 2020 se observa un incremento sostenido que alcanza su nivel de concentración más alto en 2023 y 2024 (0,84), lo cual guarda estrecha relación con la evolución de la TPM en esos años. Es decir, entre 2021 y 2023 el ciclo de incrementos de la TPM generó un entorno de mayores márgenes financieros que fueron captados asimétricamente por los grandes bancos. El caso colombiano es claro: entidades como Bancolombia lideran esa concentración, mostrando que la política monetaria no es neutral y tiene efectos distributivos dentro del sistema financiero.

Gráfico 15. Coeficiente de GINI sobre utilidades de los bancos. 2016 - 2025*



Fuente: Cálculos propios a partir de Superfinanciera

*El coeficiente de Gini se calcula sobre la distribución de utilidades positivas del sistema bancario, con el fin de evitar distorsiones derivadas de valores negativos.

Por su parte, el Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) sobre la distribución de participaciones entre las entidades, se evidencia que la estructura del sistema presenta niveles de concentración moderados en activos, cartera y captaciones, con valores del HHI entre 0,129 y 0,141. Sin embargo, cuando se analiza la distribución de clientes, el indicador asciende a 0,202, lo que refleja una mayor concentración en la base de usuarios, sugiriendo que un número reducido de entidades lidera la banca en el país. Según Polania-Cerinza, Rojas-Mora y Guerrero-Sierra (2025), el sistema financiero colombiano presenta altos niveles de concentración que sugieren una estructura dominada por pocas entidades y posibles limitaciones en el acceso al crédito.

Mensajes clave:

- ➔ El ciclo alcista de tasas no reduce las utilidades del sistema financiero, sino que tiende a expandirlas y concentrarlas. La evidencia para Colombia muestra que los grandes bancos capturan de manera desproporcionada los mayores márgenes financieros, reforzando estructuras oligopólicas donde el poder de mercado permite trasladar costos, fijar precios y apropiarse de rentas en contextos de restricción monetaria.
- ➔ Mientras los conglomerados financieros diversificados logran beneficiarse del entorno de tasas altas, los sectores productivos especialmente construcción, agro y pequeñas empresas enfrentan un deterioro sostenido en su capacidad de pago. La transmisión de la política monetaria es asimétrica: las grandes empresas absorben el choque, mientras las pequeñas quedan atrapadas en una restricción crediticia persistente.

IV. Alternativas y reforma institucional

10. ¿Acabó la era global de la desinflación?

"Mi punto de vista es que las mejoras en la política monetaria, aunque ciertamente no son el único factor, han sido probablemente una fuente importante de la Gran Moderación."

— Ben Bernanke, *The Great Moderation*, discurso ante la Eastern Economic Association, Washington D.C., 20 de febrero de 2004.

"Antes del año 2008, se celebraba a la política monetaria como una 'ciencia' que había contribuido exitosamente a la Gran Moderación. Pero los acontecimientos que tuvieron lugar inmediatamente después fueron un duro despertar, cuando la crisis financiera y la Gran Recesión sumieron primero a la economía de Estados Unidos y luego al resto del mundo en el ciclo económico desfavorable más severo desde la década de 1930."

- Mark Setterfield, El uso de las tasas de interés como instrumento de política monetaria: efectos reales, feedbacks positivos y discontinuidades (2014)

Para identificar el fin de la era global de desinflación es preciso realizar un análisis histórico de la política monetaria aplicada en los diferentes escenarios de crisis e identificar la efectividad del aumento de las tasas de interés como medida para mitigar el aumento de precios. En consecuencia, se identifica que ha sido inapropiada, ya que su aparente éxito suele estar vinculado más a colapsos económicos que a la aplicación de medidas pertinentes para mitigar los procesos inflacionarios. Por ejemplo, en la década de los 70, se construyó una narrativa alrededor de que fue eficiente la medida tomada por la Reserva Federal donde aumentó las tasas de interés como una medida para frenar la inflación creciente. Sin embargo, Roberts (2026) señala que "la realidad era que la inflación solo cayó porque la economía estadounidense entró en una gran crisis en 1980-2 que diezmó su industria manufacturera". En este sentido, la política de altos intereses no estabilizó la economía,

sino que "se sumó a ese colapso de la inversión y la producción", transformando la estanflación en lo que el autor denomina "crisflación" o crisis con inflación.

La era de desinflación global que se extendió aproximadamente entre 1980 y 2020 no fue el resultado de una política monetaria exitosa sino de condiciones estructurales específicas que mantuvieron los costos de producción artificialmente bajos durante cuatro décadas. La integración masiva de China y las economías emergentes en las cadenas globales de valor abarató de forma sostenida los bienes manufacturados que consumían la economía global, generando un choque de oferta positivo y prolongado que redujo los precios independientemente de lo que hicieran los bancos centrales. Simultáneamente, la abundancia de energía barata —sostenida por la expansión de la producción petrolera global y los bajos precios del gas— mantuvo los costos de producción en niveles históricamente reducidos. Goodhart y Pradhan (2020) advirtieron, antes de que la pandemia lo confirmara, que ambos factores estaban llegando a su agotamiento: la mano de obra barata de las economías emergentes - especialmente la creencia de la mano de obra china barata - se estaba encareciendo, las cadenas de suministro globales mostraban signos de fragmentación y los precios de la energía no podían mantenerse indefinidamente en niveles tan bajos. La era de desinflación, en otras palabras, tenía una fecha de vencimiento estructural que ningún banco central había reconocido ni podía prorrogar.

Cuando esos dos pilares se derrumbaron simultáneamente, primero con las disrupciones de la pandemia y luego con el conflicto en Ucrania y la reconfiguración geopolítica de las cadenas energéticas, la inflación regresó no como un fenómeno monetario sino como la expresión de un nuevo régimen de costos globales. Este es el contexto que los bancos centrales, incluido el Banco de la República, han ignorado al responder con alzas de tasas: están aplicando el instrumental de la era de desinflación a un mundo que ya no opera bajo las condiciones que la hicieron posible (Tooze, 2022).

Estas medidas restrictivas se manifestaron nuevamente en el periodo posterior a la pandemia de COVID-19, donde, a pesar de los agresivos incrementos en las tasas de interés, no se pudo evitar una "inflación por encima del 10% anual", una cifra no vista desde las crisis de oferta de la década de 1970. La inflación en una economía moderna depende de la "tasa de crecimiento en la producción de valor en relación con la tasa de crecimiento en la oferta monetaria"(Roberts, 2026). En contraposición a las medidas tradicionales, esto quedó demostrado en la década de 2010, cuando la inyección masiva de

liquidez o "flexibilización cuantitativa" no generó inflación porque el dinero "nunca salió del sistema bancario" o se destinó a la especulación financiera.

En última instancia, la política actual de los bancos centrales ante choques externos y rupturas en las cadenas de suministro confirma que la política monetaria tiene poca correlación sobre la inflación, ya que este fenómeno responde a factores estructurales de producción y no simplemente al costo del dinero. Por lo cual, las medidas a implementar deben superar la política inflación objetivo e implementar medidas que permitan el desarrollo y crecimiento de las economías productivas.

En ese contexto, especial atención merece el escenario global actual, puesto que estamos en un momento de alta incertidumbre caracterizada por la persistencia de presiones inflacionarias derivadas de choques de oferta, las cuales pueden estar constituidas por tensiones geopolíticas, disrupciones en cadenas de suministro, volatilidad energética y alimentaria, combinadas con una desaceleración del crecimiento económico. En este contexto, organismos multilaterales como el FMI han advertido sobre la posibilidad de una inflación más persistente de lo previsto inicialmente, lo que ha llevado a mantener posturas monetarias restrictivas a nivel global. Sin embargo, este diagnóstico indica que la inflación reciente no responde a excesos de demanda, sino a restricciones estructurales de oferta y a dinámicas de formación de precios en mercados con alta concentración.

En el panorama actual, el uso generalizado de aumentos en tasas de interés como instrumento principal de estabilización resulta insuficiente e incluso contraproducente cuando el origen del fenómeno inflacionario no es monetario. En este tipo de escenarios, la contracción de la demanda agregada no sólo tiene efectos limitados sobre los precios, sino que además profundiza la desaceleración económica, afectando el empleo y la inversión productiva.

En el transcurso de 2026, la economía mundial se encuentra bajo una incertidumbre de proporciones históricas, proyectando un crecimiento que oscila en 2.6%, la cifra más baja para una década desde los años sesenta (Banco Mundial, 2026). Esta fragilidad estructural ha revivido el riesgo de estanflación, reconocida como la combinación de alta inflación y crecimiento lento. El panorama se ha agravado por la escalada bélica entre Estados Unidos

e Irán, la cual ha generado aumento acelerado en los precios del petróleo y el gas que afecta directamente el poder adquisitivo global. Según lo planteado por el Banco de Pagos Internacionales advirtió que un posible cierre del Estrecho de Ormuz actuaría como un punto crítico, provocando choques de oferta que obligarían a los bancos centrales a mantener políticas restrictivas, profundizando el estancamiento económico en un entorno de deuda récord (2025).

Por otro lado, la política comercial de los Estados Unidos, centrada en medidas de presión que permita negociar acuerdos comerciales y obtener mejores cuotas de mercado, ha redefinido las cadenas de suministro globales mediante el uso de aranceles como herramientas de guerra económica (Council of Economic Advisers, 2026). El gobierno de EE. UU. ha endurecido su posición diplomática con la guerra desarrollada con Irán, lo que ha inyectado una volatilidad severa en los mercados financieros y de materias primas. Esta geoeconomía de confrontación eleva los costos de producción y dificulta que las economías emergentes logren un "aterrizaje suave" (Bank for International Settlements, 2025).

Para Colombia, las consecuencias de este entorno de guerra y el bloqueo del Estrecho de Ormuz son necesarias de analizar, situando al país en un alto riesgo de estanflación (Banco Mundial, 2026). Aunque la región de América Latina proyecta un crecimiento limitado del 2.3%, la economía colombiana podría enfrentar una vulnerabilidad particular debido al encarecimiento de insumos fundamentalmente agrícolas.

Mensajes claves:

- ➔ Nos encontramos ante un panorama internacional que posibilita superar la narrativa de la desinflación como objetivo de política, sin embargo, las decisiones que se tomen desde los bancos centrales determinarán si se logran aplicar medidas efectivas que aborden de manera estructural las dinámicas inflacionarias.
- ➔ El contexto intencional de guerra comercial y militar está generando choques inflacionarios en los diferentes países, para ello se requiere implementar una política monetaria articulada con la política económica del país en la medida que permita

proteger los sectores más vulnerables de la economía y evitar la pérdida de capacidad productiva con la crisis que se presenta.

11. ¿Existen herramientas más allá de las tasas de interés de política?

“Controlar la inflación con mecanismos distintos a las tasas está 'mandado a recoger' [...] este tipo de mecanismos, que ya se implementaron en Colombia durante las décadas de los 70 y 80, resultaron ser un desastre que generaba confusión en los mercados.”

- Juan José Echavarría, exgerente del Banco de la República, Valora Analitik (abril 2026)

"La fijación de metas de inflación mediante tasas de interés es un mecanismo de transferencia de ingresos hacia el sector financiero que estrangula la producción nacional."

- Eduardo Sarmiento, La economía del posneoliberalismo (2002)

El enfoque dominante de la política monetaria contemporánea sostiene que la inflación debe ser controlada principalmente mediante el uso de la tasa de interés. Sin embargo, en este apartado se cuestiona esta visión, argumentando que los episodios inflacionarios recientes responden a factores más complejos, incluyendo choques de oferta y poder de mercado. En este contexto, economistas como Isabella M. Weber han propuesto una ampliación de la caja de herramientas de política económica, incorporando instrumentos fiscales y productivos que actúan directamente sobre los determinantes de los precios.

Es decir, frente a la ineficacia de la tasa única para combatir la inflación de oferta, es necesario explorar un portafolio de instrumentos que aborden directamente las causas estructurales del fenómeno inflacionario y que también deben pasar por mecanismos de planeación de la política monetaria en función de la política económica del país en el largo plazo.

Weber (2021) propone la implementación de controles estratégicos de precios como instrumento complementario de política económica, particularmente en sectores caracterizados por su alta relevancia sistémica dentro de las cadenas productivas. Se plantea la regulación de precios sistemáticamente importantes e identifica que dicho mecanismo puede evitar la propagación de choques de costos hacia el resto de la economía. Este tipo de intervenciones busca contener dinámicas inflacionarias en contextos de emergencias, permitiendo estabilizar expectativas mientras se corrigen las restricciones de ofertas.

Adicionalmente, Weber y Wasner (2023) plantean que en contextos donde la inflación está asociada a incrementos en márgenes de ganancias, resultan pertinentes medidas como impuestos a ganancias extraordinarias, regulación de precios en sectores concentrados, regulación de márgenes de ganancias y políticas de ingresos que coordinen la evolución de salarios y precios. Estas herramientas, complementadas con políticas industriales, permiten una respuesta más alineada con la naturaleza de los choques inflacionarios, evitando los efectos contractivos innecesarios que implica una dependencia exclusiva de la tasa de interés como instrumento de estabilización.

Otros autores han explicado alternativas diferentes a las de la tasa monetaria, pero son herramientas que deben ir articuladas con la política económica de los países. En este sentido, Servaas Storm (2022) argumenta que la inflación reciente en economías avanzadas y emergentes responde principalmente a choques de ofertas, especialmente en energía y cadenas globales de suministro. Critica el uso de tasas de interés para enfrentar este tipo de inflación, señalando que estas medidas reducen la demanda sin afectar las causas subyacentes del aumento de precios.

Asimismo, como alternativa propone instrumentos como controles de precios en energía, subsidios focalizados, políticas de oferta y regulación de mercados globales (aunque en esta estrategia es importante decir que debe ser un acuerdo entre países). Estas medidas buscan amortiguar el impacto de los choques externos sobre los precios internos, evitando efectos negativos sobre el empleo y la inversión. Es decir, propone el uso de controles estratégicos de precios, especialmente en sectores clave como energía, alimentos y transporte, buscando intervenir directamente en los nodos donde se originan los aumentos de costos, evitando que estos se propaguen al resto de la economía a través de mecanismos de indexación y

formación de expectativas, que es básicamente lo que está sucediendo en la economía colombiana.

Adicionalmente, destaca la importancia de mecanismos internacionales como el alivio de deuda y el acceso a liquidez en dólares para economías emergentes, dado que el endurecimiento monetario global agrava las restricciones externas y limita la capacidad de respuesta de estos países frente a choques inflacionarios.

Por otra parte, Sarmiento (2024a) sostiene que el modelo económico vigente, basado en altas tasas de interés y tipo de cambio flexible, tiende a profundizar el estancamiento productivo, sin resolver las presiones inflacionarias. Por el contrario, plantea que el ajuste debe orientarse hacia una combinación de reducción de tasas de interés y devaluación del tipo de cambio, con el fin de estimular la producción interna y corregir los desequilibrios entre ahorro, inversión y demanda agregada. Según Sarmiento, estos mecanismos constituyen los medios más efectivos para que el modelo económico colombiano tome una senda de crecimiento con estabilidad de precios.

De manera complementaria, Sarmiento argumenta que el uso persistente de tasas de interés elevadas, junto con la revaluación cambiaria, no sólo resulta ineficaz para controlar la inflación, sino que puede agravar los problemas estructurales de la economía. En Sarmiento (2024b), se plantea que este enfoque genera un entorno de desequilibrio en el que la producción y el empleo se contraen, mientras se amplían las brechas entre oferta y demanda. Asimismo, propone una estrategia alternativa basada en intervención cambiaria, fortalecimiento del aparato productivo y reorientación del modelo económico, en lugar de una dependencia exclusiva de instrumentos monetarios. Estas recomendaciones sugieren que el control de la inflación requiere actuar sobre las condiciones estructurales de la oferta y la competitividad, más que restringir la demanda agregada mediante política monetaria contractiva.

Ahora bien, en el marco de una estrategia de política económica orientada a enfrentar presiones inflacionarias de origen estructural y de oferta, resulta pertinente avanzar hacia instrumentos que trascienden el uso exclusivo de la tasa de interés como mecanismo de ajuste de la inflación. Es por esto, que la implementación de esquemas de crédito dirigido

permitiría canalizar recursos financieros hacia sectores estratégicos que enfrentan cuellos de botella productivos, particularmente en actividades como la agricultura, la manufactura y la construcción. Este tipo de instrumento tiene antecedentes en la experiencia colombiana durante la Gran Depresión, cuando la Caja de Crédito Agrario facilitó la asignación de financiamiento hacia actividades productivas prioritarias, contribuyendo a dinamizar la oferta sin depender del encarecimiento generalizado del crédito.

Asimismo, el uso de encajes diferenciados se configura como una herramienta de política crediticia con alto potencial de focalización. Mediante la reducción de los requerimientos de encaje para créditos destinados a actividades productivas y su incremento para segmentos de consumo no esencial, es posible buscar la expansión del crédito de manera selectiva, incentivando la inversión en sectores estratégicos sin afectar negativamente el costo del financiamiento para la producción.

En esta misma línea, resulta fundamental avanzar en una política industrial coordinada, orientada a reducir costos de producción y ampliar la capacidad de oferta en sectores clave de la economía. El fortalecimiento de la producción nacional de alimentos y bienes básicos, a través de incentivos, subsidios focalizados e inversión pública estratégica, permite abordar de manera directa las determinantes estructurales de la inflación. A diferencia de los instrumentos contractivos, este tipo de intervención actúa sobre la oferta agregada, contribuyendo a aliviar cuellos de botella y a mejorar la resiliencia del sistema productivo frente a choques externos.

De manera articulada, el gasto público productivo debe priorizar inversiones que incrementen la capacidad instalada de la economía y mejoren la eficiencia de los procesos productivos. La evidencia reciente sugiere que el gasto público, particularmente en el periodo 2021–2024, ha tenido un impacto significativo en la reducción de la pobreza y en la dinamización de sectores clave, lo que evidencia su potencial como instrumento de política económica con efectos tanto sociales como productivos. En este sentido, reorientar el gasto hacia infraestructura, tecnología y fortalecimiento sectorial permite expandir la oferta sin generar presiones inflacionarias adicionales por el lado de la demanda.

Por otra parte, en contextos donde se evidencian dinámicas de inflación asociadas a incrementos en márgenes de ganancia, resulta pertinente explorar mecanismos ya mencionados anteriormente, como el control de márgenes o regulación de precios en sectores altamente concentrados. La literatura reciente sobre la inflación del vendedor ha mostrado que, en escenarios de incertidumbre o choques de oferta, las empresas pueden ampliar sus márgenes de ganancias, generando presiones inflacionarias adicionales. En este marco, la intervención temporal y focalizada sobre precios de bienes esenciales puede constituir una herramienta efectiva para contener aumentos desproporcionados y proteger el poder adquisitivo de los hogares, especialmente en economías con alta concentración de mercado.

Adicionalmente, la implementación de stocks reguladores se presenta como un instrumento clave para estabilizar los precios de productos básicos frente a choques de oferta, particularmente en el sector agropecuario. La experiencia internacional en países como Estados Unidos, India o China demuestra que la creación de reservas estratégicas permite suavizar la volatilidad de los precios, garantizando la disponibilidad de bienes esenciales en momentos de escasez. Este tipo de mecanismo resulta especialmente relevante en economías con alta exposición a factores climáticos y a fluctuaciones en los mercados internacionales de alimentos.

En el mismo sentido, la adopción de esquemas de precios no lineales o sistemas de cuotas puede contribuir a proteger el consumo básico sin distorsionar completamente las señales de mercado. Bajo este esquema, se establece un precio regulado para una cantidad esencial de consumo (caracterizada por su baja elasticidad) mientras que el consumo adicional se mantiene a precios de mercado. Experiencias recientes, como el mecanismo de contención del precio del gas en Alemania, muestran que este tipo de instrumentos permite mitigar el impacto de choques de precios sobre hogares y empresas, al tiempo que preserva incentivos para la eficiencia en el consumo.

Finalmente, es importante reconocer que el Banco de la República dispone de instrumentos adicionales que complementan la política monetaria convencional y que pueden desempeñar un papel relevante en contextos inflacionarios. Entre estos, las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) constituyen el principal mecanismo para gestionar la liquidez del

sistema financiero, permitiendo ajustar la cantidad de dinero en circulación y facilitar la transmisión de la política monetaria. Por su parte, los encajes bancarios actúan como una herramienta complementaria que influye indirectamente sobre la capacidad de creación de crédito del sistema financiero. La articulación de estos instrumentos con las medidas anteriormente descritas permitiría configurar una estrategia de política económica más integral, capaz de abordar la inflación desde sus múltiples determinantes.

Mensajes claves:

- El control de la inflación requiere una combinación de instrumentos regulatorios, fiscales, productivos y cambiarios. Herramientas como controles estratégicos de precios, regulación de márgenes, política industrial, crédito dirigido y encajes diferenciados permiten intervenir directamente sobre los determinantes de los costos y la oferta, alineando la respuesta de política con la naturaleza del fenómeno inflacionario.
- Además, el manejo efectivo de la inflación en economías como la colombiana exige articular la política monetaria con la política económica en sentido amplio, priorizando la expansión de la capacidad productiva y la estabilización de sectores estratégicos. Esto implica transitar hacia un enfoque que combine instrumentos como gasto público productivo, stocks reguladores, precios no lineales y gestión de liquidez, con el fin de garantizar estabilidad de precios sin sacrificar crecimiento económico ni bienestar social.

12. ¿Se puede hacer más democrático el Banco de la República?

“El Banco de la República no es del Gobierno. No es de los gremios. No es de los políticos. Es una institución autónoma e independiente, creada por la Constitución para proteger la estabilidad económica del país”

Lina Quiroga Rubio, ‘El Banco de la República no es del Gobierno’: fuerte llamado del Consejo Gremial a respetar la autonomía del Emisor, (2026).

“El Banco podrá ser independiente del gobierno, pero no lo es de los mercados financieros”

César Giraldo, Conversaciones Pendientes. Con Juan David Correa, (2026)

Se necesita reformar el mandato para incluir objetivos explícitos de empleo y mayor flexibilidad ante choques de diferente naturaleza. La independencia monetaria no es un atributo absoluto, sino que está mediada por arreglos institucionales específicos que determinan el grado real de control democrático. El contraste entre países flexibles y rígidos permite identificar un patrón sistemático: los bancos centrales más flexibles tienden a reconocer explícitamente la naturaleza de los choques inflacionarios y evitan respuestas mecánicas basadas únicamente en el aumento de tasas de interés. El mandato del Banco de la República en la constitución es claro, los miembros de la junta directiva representarán exclusivamente el interés de la Nación.

Por otro lado, es urgente recuperar mecanismos democráticos de rendición de cuentas en la conducción de la política monetaria. Se debe avanzar hacia la publicación de las transcripciones íntegras de las discusiones de la Junta Directiva, como ya lo hace el Banco de Inglaterra, para determinar de manera certera los argumentos y visiones de cada integrante.

Asimismo, es necesario hacer explícitos los modelos macroeconómicos completos y los conjuntos de datos que soportan las proyecciones, lo que permite que la academia, el gobierno y la comunidad validen y debatan las bases técnicas de las decisiones. El Banco podría profundizar en explicar por qué eligió una opción de política y no otra, detallando las deliberaciones y las razones que motivaron la decisión final frente a los riesgos detectados.

La adopción de un lenguaje pedagógico y accesible es una de las acciones más efectivas para reducir el déficit democrático. Los informes no deben ser solo de especialistas para especialistas, sino que deben explicar cómo las decisiones afectan el costo de vida diario de los ciudadanos. Finalmente, la publicación del sentido del voto nominal de cada miembro

de la Junta, como ocurre en Brasil, aumentaría la responsabilidad personal de los directivos ante la sociedad.

Mensaje clave:

- ➔ El mandato del Banco de la República debe ampliarse para incluir explícitamente el empleo y el desarrollo económico. Su independencia no puede significar independencia de la sociedad; las decisiones exigen mayor transparencia y rendición de cuentas democrática.

Un llamado a abrir la discusión

El recorrido por las distintas aristas entorno a la política monetaria colombiana deja una constatación ineludible, que las decisiones del Banco de la República no son técnicas ni socialmente neutrales. Son elecciones políticas con ganadores y perdedores claros, presentadas durante décadas como si fueran leyes naturales sin ningún tipo de debate. Este documento ha reunido argumentos para mostrar que esa presentación es insostenible, y busca precisamente abrir el debate que durante tanto tiempo ha permanecido clausurado.

El primer gran hallazgo es que el diagnóstico de la inflación presentado por el Banco de la República ha sido unilateral. Ha operado como si la inflación respondiera exclusivamente a un exceso de demanda agregada, cerrando el espacio a otros factores que la evidencia señala con igual o mayor peso. En Colombia, la inflación reciente ha estado influida por choques externos —guerras, disrupciones de cadenas de suministro, precios internacionales de energía y alimentos— y por fenómenos climáticos recurrentes como El Niño y La Niña, elementos que, aunque circunstanciales, no han sido incorporados al análisis de política monetaria como factores determinantes. Además, la literatura internacional ha documentado una dinámica de *sellers' inflation* o inflación por márgenes de ganancia, donde firmas con poder de mercado amplían sus markups en contextos de incertidumbre. Pero el elemento más fundamental es que la tesis de exceso de demanda carece de sustento empírico en el caso colombiano. La existencia de un desempleo históricamente alto no indica una economía recalentada por la demanda, sino todo lo contrario donde persiste una falta estructural de demanda agregada que la política monetaria contractiva agrava en lugar de corregir. Encerrarse en un solo canal explicativo tiene consecuencias de política: subir la tasa de interés contrae la demanda sin atacar las causas de los costos, actuando sobre la variable equivocada. La propia proyección del Banco —que solo alcanzaría la meta de inflación hacia 2027, con brecha del producto negativa y desempleo urbano del 10 %— confirma que el control de la inflación por vía de contracción de la demanda agregada se logra a costa de recesión y destrucción de empleo, no porque sea inevitable, sino porque se insiste en una herramienta que no corresponde al origen del problema.

De allí se deriva una segunda constatación, que el esquema de inflación objetivo que guía al Banco de la República es un trasplante acrítico que no responde a la realidad colombiana. La meta del 3 % carece de respaldo empírico para una economía en desarrollo. La literatura especializada muestra que los umbrales a partir de los cuales la inflación daña el crecimiento en países como el nuestro se sitúan entre 7 % y 12 %, no en 3 %. Adoptar el estándar de economías industrializadas ha significado sacrificar crecimiento, empleo e inversión productiva sin una justificación técnica sólida. Incluso frente a bancos centrales ligeramente más flexibles, pero no ajenos al paradigma monetario global, como la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra o el Riksbank, que combinan estabilidad de precios con mandatos explícitos de empleo, el Banco de la República ha optado por una rigidez que privilegia el control de precios incluso cuando ello profundiza el estancamiento y amplía las brechas sociales.

Esa rigidez no es ingenua ni meramente técnica. Un tercer elemento del análisis es que la política monetaria colombiana está capturada por el sector financiero. Las expectativas que guían las decisiones no son una agregación neutral de todos los agentes económicos: la Encuesta Mensual de Expectativas (EME) es respondida por un panel dominado por bancos, fondos de pensiones y comisionistas de bolsa, mientras que los trabajadores, los gremios productivos y la economía popular están sistemáticamente ausentes. Los mismos actores que reportan inflación alta y exigen tasas altas son los mayores tenedores de deuda pública (TES), concentrando el 65 % del total de estos activos. Cuando el Banco sube la tasa, esos actores ven valorizadas sus inversiones y ampliados sus márgenes de intermediación. No sorprende, entonces, que las utilidades bancarias hayan crecido 103 % en 2025 y que el coeficiente de Gini de las ganancias del sistema financiero supere 0,80. El circuito es claro: el sector financiero provee la "lectura técnica" que orienta la política monetaria, y esa misma política le retorna rentas extraordinarias.

La posición privilegiada del sector financiero no se limita a la captura cognitiva de las expectativas, se extiende a la propia arquitectura monetaria. El Estado colombiano se ha autoimpuesto una restricción que lo obliga a financiarse exclusivamente mediante emisión de deuda pública en el mercado de capitales, es decir, a acudir al sector financiero privado para cubrir sus necesidades de gasto. Esta decisión institucional transfiere al sistema bancario y a los fondos de inversión una función que en otros esquemas corresponde a la

soberanía monetaria, esto es la capacidad de crear liquidez y capturar el señoreaje. El sector financiero no solo fija las expectativas que guían al Banco de la República: es el proveedor indispensable de financiamiento estatal, el creador de liquidez privada y el principal beneficiario de las tasas que ambas funciones le aseguran.

La cuarta constatación es que los costos del ajuste los pagan los sectores productivos, las pequeñas empresas y los trabajadores. El Indicador de Calidad por Riesgo (ICR) muestra que manufactura, comercio y construcción revirtieron su recuperación post-pandemia y hoy están peor que al inicio del ciclo alcista de tasas. Las pequeñas empresas —que representan el 99,5 % del tejido empresarial, generan el 79 % del empleo y aportan el 40 % del PIB— no tienen colchón financiero para absorber nuevas alzas; su ICR alcanzó el 16,2 % en junio de 2025, más del doble que el de las grandes empresas. La tasa de interés encarece el costo del capital y frena el crecimiento de la economía. El concepto de NAIRU, piedra angular de los modelos del Banco, resulta ser una construcción frágil y endógena: la política contractiva que eleva el desempleo tiende a aumentar la propia NAIRU por histéresis, convirtiendo el "ancla técnica" en una profecía autocumplida que condena a una porción de la fuerza laboral a permanecer desocupada para que los precios no suban. La pregunta ética que la retórica técnica oculta es inevitable, ¿quién decide que es socialmente aceptable mantener a un margen significativo de la población sin ingresos para proteger el valor de la moneda?

Frente a este panorama, el documento ha mostrado que existen herramientas alternativas, pero la discusión sobre ellas ha sido clausurada ideológicamente. Controles estratégicos de precios, impuestos a ganancias extraordinarias, regulación de márgenes, crédito dirigido, encajes diferenciados, política industrial, stocks reguladores y precios no lineales son instrumentos disponibles que actúan directamente sobre las causas estructurales de la inflación reciente. Su descarte no obedece a una incapacidad técnica, sino a una opción política que protege la renta financiera y la independencia dogmática del banco central. La experiencia internacional y la literatura heterodoxa más rigurosa demuestran que se puede estabilizar precios sin sacrificar crecimiento y empleo, siempre que se esté dispuesto a ampliar la caja de herramientas y a discutir abiertamente los conflictos distributivos que subyacen a cualquier política monetaria.

De todo lo anterior emerge un punto adicional, una invitación a abrir el debate donde es urgente democratizar la política monetaria. La independencia del Banco de la República no puede seguir siendo un blindaje contra la rendición de cuentas. Es necesario reformar su mandato para incluir objetivos explícitos de empleo y crecimiento; publicar las transcripciones íntegras de las discusiones de la Junta Directiva, como ya lo hace el Banco de Inglaterra; hacer público el sentido del voto nominal de cada miembro, como ocurre en Brasil; garantizar el acceso ciudadano a los modelos macroeconómicos completos y a los conjuntos de datos que soportan las proyecciones; y adoptar un lenguaje pedagógico que explique a la ciudadanía cómo las decisiones sobre la tasa afectan su costo de vida diario. La macroeconomía no es una ciencia neutral: es un campo de conflicto distributivo, y pretender lo contrario es mistificar lo que es, en esencia, una elección política.

Así, la tasa de interés no es un mero instrumento técnico, en su uso actual opera como un mecanismo de redistribución regresiva que empobrece a la mayoría para enriquecer a una minoría financiera. El blindaje construido alrededor del Banco de la República —autonomía, tecnicismo, llamado recurrente a la estabilidad de precios— ha servido para despolitizar esa redistribución y presentarla como inevitable. Este documento ha intentado mostrar que no lo es. Abrir la discusión significa reconocer que la política monetaria tiene ganadores y perdedores, que las metas y los instrumentos son reformables, y que la ciudadanía tiene derecho a deliberar sobre ellos. No se trata de abandonar el control de la inflación, el cual siempre es un objetivo legítimo, sino de equilibrar la balanza en favor del interés público general, recuperando el mandato constitucional del Banco de la República de contribuir al bienestar de todos los colombianos, no solo al de los rentistas.

Las preguntas que este trabajo invita a seguir discutiendo dentro y fuera de las instituciones son dos. En un momento de cambio histórico y de agotamiento evidente de los paradigmas que gobernaron los últimos treinta años, ¿debe seguir el Banco de la República abstraído de los propósitos de transformación estructural, desarrollo económico y del interés público general? Y ¿hasta cuándo seguiremos aceptando que los costos de la estabilidad de precios los paguen siempre los mismos y que los beneficios se los lleven siempre los mismos? Porque esas son, en el fondo, las principales preguntas que valen la pena formular.

Bibliografía

Amaya, C. A. (2005). *Interest rate setting and the Colombian monetary transmission mechanism* (Borradores de Economía núm. 352). Banco de la República.

Arango, L. E., García, A. F., & Posada, C. E. (2011). *Inflación y desempleo en Colombia: NAIRU y tasa de desempleo compatible con alcanzar la meta de inflación (1984–2010)* (Borradores de Economía núm. 453). Banco de la República.

Arango, L. E., González, A., León, J. J., & Melo, L. F. (2006). *Cambios en la tasa de intervención y su efecto en la estructura a plazo de Colombia* (Borradores de Economía No. 424). Banco de la República.

<https://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra424.pdf>

Asobancaria. (2026, 1 de abril). *Asobancaria respalda al Banco de la República, su independencia y su valía para la sociedad, al tiempo que aclara que la subida de tasas, lejos de favorecer al sector financiero, debilita su actividad* [Comunicado de prensa]. <https://www.asobancaria.com/comunicados-de-prensa/asobancaria-respalda-al-banco-de-la-republica-su-independencia-y-su-valia-para-la-sociedad-al-tiempo-que-aclara-que-la-subida-de-tasas-lejos-de-favorecer-al-sector-financiero-debilita-su-actividad/>

Ávila-Montealegre, O. I., Grajales, A., Ospina-Tejeiro, J. J., & Ramos-Veloza, M. A. (2026). Posibles efectos macroeconómicos del aumento del salario mínimo (Recuadro 1). En *Informe de Política Monetaria, enero de 2026*. Banco de la República.

Banco de la República. (2016-2025). *Reporte de Estabilidad Financiera* [Serie semestral]. <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reportes-estabilidad-financiera>

Banco de la República. (2025). *Reporte del Mercado Laboral, octubre 2025*. Bogotá.

Banco de la República. (2026). *Informe de Política Monetaria, enero de 2026*. Bogotá.

Banco Mundial. (2026, 13 de enero). *La economía mundial muestra resiliencia en medio de una incertidumbre de proporciones históricas en el comercio y las políticas*.

<https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2026/01/13/global-economic-prospects-january-2026-press-release>

Bank for International Settlements. (2025). *BIS Annual Economic Report 2025*.
<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e.htm>

BBVA Research. (2014). *La NAIRU en Colombia cae y se acerca a tasas de un dígito*. Economic Watch / Observatorio Económico Colombia.

BBVA Research. (2024). *Una mirada a las mipymes en Colombia*. Observatorio Económico Colombia.
<https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/colombia-una-mirada-a-las-mipymes-en-colombia/>

Bejarano-Salcedo, V., Caicedo-García, E., Lizarazo-Bonilla, N. F., Julio-Román, J. M., & Cárdenas-Cárdenas, J. A. (2020). *Hechos estilizados de la relación entre El Niño, La Niña y la inflación en Colombia* (Borradores de Economía No. 1105). Banco de la República.
<https://doi.org/10.32468/be.1105>

Bernal, J. (2002). *La Regla de Taylor y la función de reacción del Banco de la República*. Banco de la República / Universidad de los Andes (Documento CEDE).

Bruno, M., & Easterly, W. (1998). *Inflation crises and long-run growth*.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304393297000639>

Cardona, L. (2004). *Estimación de la función de reacción del Banco de la República*. Universidad Nacional de Colombia.

CEPAL. (2025). *Panorama de la inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2025*. División de Inversión y Empresas de la CEPAL.
<https://repositorio.cepal.org/handle/11362/70771>

Chick, V. & Dow, S. (2005). The meaning of open systems. *Journal of Economic Methodology*, 12(3), 363-381.

Consejo Asesor de Regulación Financiera CARF. (2025). *Actualización de la estimación de PIB tendencial* (Documento técnico, 5 de mayo de 2025). CARF.

Corficolombiana. (2023, 20 de noviembre). *¿Cuál es el efecto sectorial de las tasas de interés altas?* (Informe semanal).

<https://investigaciones.corficolombiana.com/documents/38211/0/20231120.pdf>

Correa, J. (2024). *Conversaciones Pendientes*. Con César Giraldo. <https://www.youtube.com/watch?v=CZU5nY1IzK4>

Council of Economic Advisers. (2026). *Economic report of the President*. The White House.

Davidson, P. (2002). *Financial markets, money and the real world*. Edward Elgar.

Echavarría, J. J. (2024). Prólogo: Lecciones aprendidas. En B. Taboada-Arango & M.

Villamizar-Villegas (Eds.), *Mitos y realidades de la política monetaria* (pp. 17-22). Banco de la República de Colombia.

Epstein, G. (2002). *Financialization, rentier interests, and central bank policy* (PERI Working Paper). Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst.

Estrada, D., & Rozo, S. (2006). Poder de mercado en el sistema bancario colombiano. *Archivos de Economía*.

European Central Bank. (2023). How have profits contributed to the recent inflation episode in the euro area? *Economic Bulletin*.

Felipe, J., & McCombie, J. S. L. (2013). *The Aggregate Production Function and the Measurement of Technical Change: 'Not Even Wrong'*. Edward Elgar Publishing.

Felipe, J., & McCombie, J. S. L. (2014). The Aggregate Production Function: 'Not Even Wrong'. *Review of Political Economy*, 26(1), 60-84.
<https://doi.org/10.1080/09538259.2013.874192>

Galbraith, J. K. (1997). Time to ditch the NAIRU. *Journal of Economic Perspectives*, 11(1), 93–108. <https://doi.org/10.1257/jep.11.1.93>

Galindo, A. J., & Steiner, R. (2022). Asymmetric interest rate transmission in an inflation-targeting framework: The case of Colombia. *Latin American Journal of Central Banking*, 3(3).

Giraldo, A. F. (2007). *La función de reacción del Banco de la República: una estimación con datos de encuestas*. Banco de la República / Cuadernos de Economía (2008).

Goodhart, C. y Pradhan, M. (2020). *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*. Palgrave Macmillan.

González, A., Guarín, A., Rodríguez-Guzmán, D., & Vargas-Herrera, H. (2020). *4GM: A New Model for the Monetary Policy Analysis in Colombia* (Borradores de Economía núm. 1106). Banco de la República.

Gnos, C. y Rochon, L. P. (2002). *Money Creation and the State: A Critical Assessment of Chartalism*. *International Journal of Political Economy*, 32(3), 41-57.

Grañas, S. (2019). *Regímenes de metas de inflación: un análisis sobre la idoneidad de la teoría de precios*. [Verificar datos adicionales de publicación según fuente original].

Grigoli, F., Herman, A., Swiston, A., & Di Bella, G. (2015). *Output gap uncertainty and real-time monetary policy* (IMF Working Paper WP/15/14). Fondo Monetario Internacional.

Hamilton, J. D. (2018). Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter. *The Review of Economics and Statistics*, 100(5), 831-843.

Ibarra, R., & Trupkin, D. (2015). *Reexamining the relationship between inflation and growth: Do institutions matter in developing countries?*
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0264999315002576?via%3Dihub>

International Monetary Fund (IMF). (2023). *World Economic Outlook: Inflation and disinflation*.

Julio, J. M. (2006). *La política monetaria y la Regla de Taylor en Colombia* (Borradores de Economía núm. 404). Banco de la República.

Julio, J. M., & Gómez, J. (1999). *La función de reacción del Banco de la República: una estimación preliminar* (Borradores de Economía núm. 125). Banco de la República.

Kalecki, M. (1954). *Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy*. Allen & Unwin.

Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Macmillan.

Khan, M. S., & Senhadji, A. S. (2000). *Threshold effects in the relationship between inflation and growth*.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00110.pdf>

Kremer, S., Bick, A., & Nautz, D. (2013). *Inflation and growth: New evidence from a dynamic panel threshold analysis*.
<https://link.springer.com/article/10.1007/s00181-012-0553-9>

Lapavistas, C. (2013). *Profiting without producing: How finance exploits us all*. Verso

Lavoie, M. (2013). *Reseña editorial/contratapa*. En J. Felipe & J. S. L. McCombie, *The Aggregate Production Function and the Measurement of Technical Change: 'Not Even Wrong'*. Edward Elgar Publishing.

López, M. (2004). *Efficient policy rule for inflation targeting in Colombia*. *Ensayos sobre Política Económica*, (45), 80–115.

Martínez Ricaurte, O. J. (2017). *La economía política de la política monetaria en Colombia: Un análisis de la política de Inflación Objetivo desde la teoría de la Regulación para el periodo 1991–2015* (Tesis de maestría). Universidad Nacional de Colombia.

Mazzucato, M. (2018). *The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy*. PublicAffairs.

McLeay, M., Radia, A., & Thomas, R. (2014). Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2014(Q1), 1–14. <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2014/q1/money-creation-in-the-modern-economy>

Mejía, L. F., & Arbeláez, M. A. (2025). *¿Qué explica la caída de la inversión en Colombia?* Fedesarrollo. <http://hdl.handle.net/11445/4854>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2024). *Inflación y política monetaria: Causas, tipologías y acciones*. Bogotá.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2026, 21 de abril). *La política monetaria en un contexto progresista* [Presentación]. Foro organizado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Centro Cultural Gabriel García Márquez, Bogotá.

Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press.

Misas, M., & López, E. (1999). *Un examen empírico de la curva de Phillips en Colombia* (Borradores de Economía núm. 117). Banco de la República.

Montoya, M. A. (2006). *El Banco de la República en la coyuntura actual*. Análisis Político, 19(57), 30-47.

Moreno, A. (2014). *La política monetaria y la distribución funcional del ingreso: lo que usted quiso saber y no se atrevió a preguntar*. Documentos de Trabajo, Escuela de Economía 12827, Universidad Nacional de Colombia, FCE, CID.

Nigrinis, M. (2004). *¿Es lineal la curva de Phillips en Colombia?* (Borradores de Economía núm. 282). Banco de la República.

Numpaque, L. Á. (2024). Regla fiscal y empleo objetivo en Colombia: estimación de coeficientes de Ley de Okun para la medida de la brecha de producto. Recovered from: <https://repositorio.unal.edu.co/handle/unal/88017>

Orphanides, A. (2003). The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time. *Review of Economics and Statistics*, 85(4), 813-831.

Orphanides, A., & van Norden, S. (2002). The unreliability of output gap estimates in real time. *Review of Economics and Statistics*, 84(4), 569–583.

Palley, T. I. (2015). Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory. *Review of Political Economy*, 27(1), 1-23.

Pérez, C. (2005). *La Regla de Taylor en Colombia: una estimación con expectativas*. Banco de la República.

Polania-Cerinza, Y. T., Rojas-Mora, J. E., & Guerrero-Sierra, H. F. (2025). Monetary policy and banking market structure: Evidence from an emerging economy. *Journal of Financial Stability*.

Quiroga, L. (2026, 06 de abril) ‘El Banco de la República no es del Gobierno’: fuerte llamado del Consejo Gremial a respetar la autonomía del Emisor. *El Tiempo*.
<https://www.eltiempo.com/economia/sectores/el-banco-de-la-republica-no-es-del-gobierno-fuerte-llamado-del-consejo-gremial-a-respetar-la-autonomia-del-emisor-3544757>

- Ramos-Veloza, M., Naranjo-Saldarriaga, S., & Pulido, J. (2026). *Wage Dynamics, Unemployment, and Inflation: Enhancing 4GM Semi-Structural Model* (Borradores de Economía núm. 1341). Banco de la República.
- Redondo, J. F. (2013). La NAIRU y la Pseudociencia Neoliberal. *Revista de Economía Institucional*, 15(28), 193-214.
- Roberts, M. (2026, 14 de abril). *La inflación y los bancos centrales*. Sin Permiso. <https://thenextrecession.wordpress.com/2026/04/14/inflation-and-the-central-banks/>
- Rodríguez Salazar, O. (2023). El Banco de la República en contra de los intereses nacionales: Experiencia histórica. *Revista Sur / Corporación Latinoamericana Sur* (2026).
- Rodrik, D. (2006). Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform. *Journal of Economic Literature*, 44(4), 973–987. <https://doi.org/10.1257/jel.44.4.973>
- Sarmiento, E. (2002). *La economía del posneoliberalismo*. Editorial Norma.
- Sarmiento, E. (2024a). *La inflación y el estancamiento en el modelo económico*. El Espectador. <https://repositorio.escuelaing.edu.co/handle/001/3483>
- Sarmiento, E. (2024b). *El modelo de altas tasas de interés y revaluación no reactiva la economía*. El Espectador. <https://repositorio.escuelaing.edu.co/handle/001/3458>
- Setterfield, M. (2014). Aggregate structural macroeconomic analysis: a reconsideration and defence. *Cambridge Journal of Economics*, 38(4), 797-815.
- Sengupta, R., & Xue, F. (2022). The sensitivities of bank net interest margins to interest rates. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Shaikh, A. (1974). Laws of Production and Laws of Algebra: The Humbug Production Function. *The Review of Economics and Statistics*, 56(1), 115-120.
-

Shiller, R. J. (1997). Why do people dislike inflation? En C. Romer & D. Romer (Eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy* (pp. 13–70). University of Chicago Press / NBER.

Staiger, D., Stock, J. H., & Watson, M. W. (1997). The NAIRU, unemployment and monetary policy. *Journal of Economic Perspectives*, 11(1), 33–49.

Stiglitz, J. E. (2003, junio). *Big lies about central banking*. The Economic Times. <https://economictimes.indiatimes.com/big-lies-about-central-banking/articleshow/19985.cms?from=mdr>

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.

Storm, S. (2022). *Inflation in the Time of Corona and War: Demand vs. Cost-Push*. Institute for New Economic Thinking.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2026). *Sistema Financiero Colombiano en Cifras, diciembre 2025*. Bogotá.

Svensson, L. E. (1999). Inflation targeting as a monetary policy rule. *Journal of Monetary Economics*, 43(3), 607-654.

Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.

Therét, B. (2013). The socio-cultural dimensions of the currency: Implications for the future of the international monetary system. En M. Aglietta & G. Maarek (Eds.), *Monnaie, dette et finance*.

Tiscornia, M. (2022). *Inflación: por qué suben los precios y qué hacer al respecto*. Siglo XXI Editores.

Tooze, A. (2019). *Output Gap Madness*. Social Europe / Columbia University.

Tooze, A. (2022). *Chartbook #130: The end of the great moderation — or just a blip?* Substack, adamtooze.substack.com.

Turbay Bernal, G. (2004). Tasa de interés, crisis y crecimiento económico: ¿Qué tan alta debe ser la tasa de interés? *Revista Universidad y Empresa*, 3(3–4–5), 7–19.

Weber, I. M. (2021). *Could strategic price controls help fight inflation?* The Guardian.

Weber, I. M. (2023). *A new economic policy playbook*. Project Syndicate.

Weber, I. M., & Wasner, E. (2023a). Sellers' Inflation, Profits and Conflict: Why can Large Firms Hike Prices in an Emergency? *Review of Keynesian Economics*, 11(2), 183-213.

Weber, I. M., & Wasner, E. (2023b). *Sellers' inflation, profits and conflict: Why can large firms hike prices in an emergency?* (Economics Department Working Paper Series). University of Massachusetts Amherst.