



# Monetización del déficit fiscal por parte del Banco de la República

2025

## **Monetización del déficit fiscal por parte del Banco de la República**

### **Autores**

#### **Carlos Augusto Chacón Monsalve**

Director ejecutivo del ICP

#### **Oscar Torrealba Hernández**

Investigador asociado al Observatorio Económico del ICP

#### **Katherine Flórez Pinilla**

Directora de investigaciones ICP

### **Corrección de estilo**

#### **Katherinn Cuervo Rojas**

Directora de Comunicaciones estratégicas del ICP

### **Diagramación y diseño**

#### **Luisa Fernanda Peña Guevara**

Profesional en comunicaciones del ICP

### **Instituto de Ciencia Política Hernán Echavarría Olózaga (ICP)**

Calle 70 #7a - 29

(+57) 313 431 20 95

<http://www.icpcolombia.org>

**Febrero, 2025**

**Bogotá, Colombia**

## Contenido

<b>Principales hallazgos.....</b>	<b>6</b>
1. Desempeño fiscal del Gobierno Nacional Central .....	10
2. Características de la deuda pública interna .....	13
3. Reflexiones finales .....	23
<b>Referencias.....</b>	<b>25</b>

## Índice de abreviaturas

<b>BRC</b>	Banco de la República de Colombia
<b>COP</b>	Pesos colombianos
<b>TES</b>	Títulos de Tesorería
<b>TPM</b>	Tasa de política monetaria
<b>GNC</b>	Gobierno Nacional Central
<b>DIAN</b>	Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales
<b>IPC</b>	Índice de Precios al Consumidor
<b>PIB</b>	Producto Interno Bruto
<b>FMI</b>	Fondo Monetario Internacional
<b>USD</b>	Dólares americanos

## Índice de gráficas

<b>Gráfica 1.</b> Déficit fiscal promedio mensual (12 meses) en miles de millones de pesos corrientes. Periodo 2014 - 2024 (ago.).....	11
<b>Gráfica 2.</b> Recaudo fiscal real total acumulado en 12 meses en millones de pesos de 2018. Periodo 2023 a agosto 2024 .....	12
<b>Gráfica 3.</b> Composición (%) de la deuda por fuentes de financiamiento (TES y pagarés de tesorería). Periodo 2014 - 2024 (agosto).....	13
<b>Gráfica 4.</b> Tenedores de TES según su adquisición con respecto al total de emisión hasta agosto de 2024 .....	14
<b>Gráfico 5.</b> Activos netos del Banco de la República frente al Gobierno Nacional Central en miles de millones de pesos. Periodo 2018 - 2024 (sep.).....	16
<b>Gráfico 6.</b> Depósitos remunerados del Gobierno Nacional Central en millones de pesos. Periodo 2014 a 2024 (sep.) .....	17
<b>Gráfico 7.</b> TES en manos del Banco de la República en millones de pesos corrientes. periodo 2014 - 2024 (sep.) .....	18
<b>Gráfico 8.</b> Tasa de interés cero cupón de Títulos de Tesorería y tasa de política monetaria.....	20
<b>Gráfico 9.</b> Monetización del déficit fiscal mediante la adquisición de TES, inflación anual y tasa de interés de política monetaria .....	22

## Principales hallazgos

### **Crecimiento sostenido del déficit fiscal mensual**

Entre agosto de 2023 y 2024, el déficit fiscal mensual promedio **aumentó un 152,55%, pasando de 3,95 a 9,97 billones de pesos. Este es el nivel más alto de déficit desde 2014**, impulsado por un recaudo fiscal real en caída, que en agosto de 2024 decreció 11,98% con respecto a 2023, y por una estructura de gasto inflexible a la baja.

### **Rol activo del Banco de la República en el déficit fiscal**

El Banco de la República ha **incrementado su adquisición directa e indirecta de Títulos de Tesorería (TES) para financiar el déficit fiscal**, ampliando la oferta monetaria y generando tensiones en la estabilidad económica. A pesar de las elevadas tasas de interés para controlar la inflación, la continua monetización del déficit ha neutralizado estos esfuerzos, manteniendo una inflación alejada de la meta del 3% y debilitando la efectividad de la política monetaria.

### **Deuda pública interna dependiente de TES**

En agosto de 2024, el **89,09% de la deuda interna se financió con TES**, y los principales tenedores son fondos de pensiones (31,57%), fondos de capital extranjero (19,78%) y bancos comerciales (14,51%). Otros tenedores son compañías de seguro y capitalización (11,35%), fiducia pública (8,6%), Banco de la República (5,35%), instituciones oficiales especiales (3,7%) y otros (5,15%). **La creciente dependencia de estos instrumentos destaca la dificultad del Gobierno para ajustar el gasto a sus ingresos.**

### **Efectos en el crédito y los fondos prestables**

La combinación de **alta inflación y las elevadas tasas de interés** ha encarecido el crédito y afectado la inversión privada.

### **Reformas para la eficiencia del Estado**

**El uso de emisión monetaria para financiar el déficit fiscal pone en riesgo la estabilidad monetaria.** Se recomienda una revisión estructural del gasto público y del tamaño del Estado, para evitar dependencia a la deuda en general, especialmente con el Banco de la República, que impacta directamente en el poder adquisitivo de los ciudadanos.

### **Redefinir el papel del Banco de la República**

El Banco de la República debe redefinir su estrategia respecto a la financiación del déficit fiscal del Gobierno, **implementando límites o controles que garanticen su autonomía constitucional del Ejecutivo.** Esto le permitirá cumplir efectivamente con su mandato de controlar la inflación y preservar el poder adquisitivo de la moneda.

## Monetización del déficit fiscal por parte del Banco de la República

**La práctica de monetizar el déficit, es decir, financiar el gasto público mediante la emisión primaria de dinero** por parte del banco central en lugar de recursos generados por el ahorro previo de otro agente económico, **tiene efectos sobre la estabilidad monetaria y la política anti-inflacionaria**. De acuerdo con Steiner y Salazar (2000), mientras no se observe un aumento en la demanda de dinero, una financiación monetaria del déficit muy probablemente se traduciría en mayor inflación o en pérdida de reservas internacionales.

En el contexto actual de la economía colombiana, caracterizado por una inflación alejada de la meta constitucional, un déficit fiscal que continúa en aumento y una contracción de los ingresos fiscales reales, surgen cuestionamientos sobre **el papel del Banco de la República en el financiamiento del déficit fiscal mediante la adquisición directa o indirecta de Títulos de Tesorería (TES)**.

Diversos autores de la economía han sido enfáticos en señalar la relación entre aumento de la oferta monetaria, vía TES o baja tasas de interés de intervención, sobre la inflación. Friedman señalaba que la consecuencia de bajar la tasa de interés sobre la inflación tarda 18 meses (Friedman, 1980). De acuerdo con el Banco de la República, **el efecto rezagado** en Colombia **puede efectuarse en 24 meses** (BanRep, 2022, mecanismos...).

En contraste, después de llegar a **niveles inflacionarios de hace tres décadas**, el Banco de la República ha enfrentado la inflación con un **aumento sostenido de la tasa de interés de política monetaria**, que, entre octubre de 2021 y mayo de 2023, pasó de 1,75% a 13,25%. Sin embargo, el alza de precios no mostró en su momento signos de ceder a corto plazo y, a pesar de su disminución en 2024, siendo la interanual de 5,2% en noviembre, aún se mantiene alejada de la meta constitucional de inflación del 3%.

Esto ha llevado a cuestionar los verdaderos efectos de la política de tasas de interés en combinación con la continua monetización del déficit. Mientras que la teoría económica convencional espera que el aumento de tasas controle la inflación, lo cierto es que su efecto se neutraliza cuando en paralelo el BRC emite dinero con la compra de TES, expandiendo la oferta monetaria. Esto **representa un problema dado que el incremento de tasas es una política recesiva que tiene un impacto significativo en la actividad económica**. De esta manera, el BRC no logra solucionar de forma efectiva el problema de



inflación, pero sí impacta de forma negativa sobre la actividad económica dado el incremento de tasas.

Bajo este contexto, en 2024 el Banco de la República ha decidido bajar la tasa de interés de política monetaria 50 puntos básicos cada 45 días en promedio y el pasado 30 de agosto, el Banco decidió reducir en 100 puntos básicos el coeficiente de encaje legal ordinario, pasando de 8% a 7%. Medidas características de una política monetaria expansiva. Esta decisión parece inconsistente, dado que el país aún no ha alcanzado la meta de inflación objetivo.

Este informe analiza **cómo la adquisición directa o indirecta de los TES podría contrarrestar la política de tasas que afectan tanto al mercado crediticio como al poder adquisitivo del peso colombiano**. A partir de este análisis, se busca aportar una reflexión crítica sobre el rol del Banco de la República en un contexto donde la inflación y el gasto deficitario plantean serios retos a la estabilidad económica.

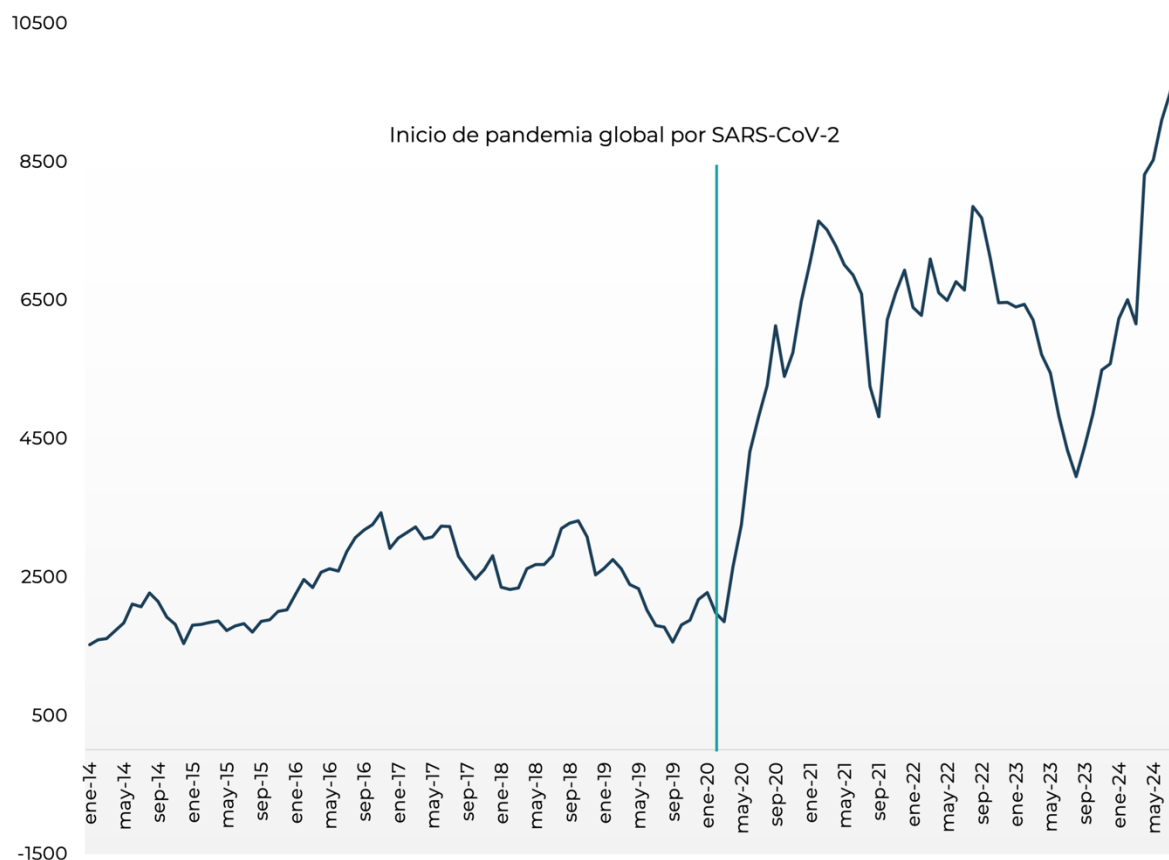
## 1. Desempeño fiscal del Gobierno Nacional Central

**El balance fiscal del Gobierno Nacional Central ha sido predominantemente deficitario en los últimos 10 años.** Los gastos han sido mayores a los ingresos fiscales de manera constante.

En particular, el desempeño fiscal durante los gobiernos del expresidente Iván Duque y del actual presidente Gustavo Petro se ha caracterizado por un preocupante aumento del déficit. **Con el gobierno de Duque, el déficit fiscal promedio mensual aumentó 286,44% entre febrero de 2023 y 2024, y fue financiado con emisión monetaria,** generando así un incremento del IPC, justificado por la financiación de las medidas de aislamiento obligatorio entre otras excepcionales en época de pandemia.

En el gobierno de Gustavo Petro, aunque al inicio del periodo **se registró una reducción del déficit, esta tendencia no se mantuvo y, desde agosto de 2023, el déficit no ha dejado de crecer.** En términos anuales, **hasta agosto de 2024 el déficit promedio aumentó 152,55%.** Entre enero y agosto de 2024 el déficit acumula 72,08 billones de pesos, lo que representa el 4,23% del PIB y es 3,72 veces más que el déficit acumulado en el mismo periodo de 2023 (19,36 billones; 1,2% del PIB) (Min. Hacienda, 2024a).

**Gráfica 1. Déficit fiscal promedio mensual (12 meses) en miles de millones de pesos corrientes. Periodo 2014 - 2024 (ago.)**



**Fuente:** Ministerio de Hacienda, 2024, Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central.

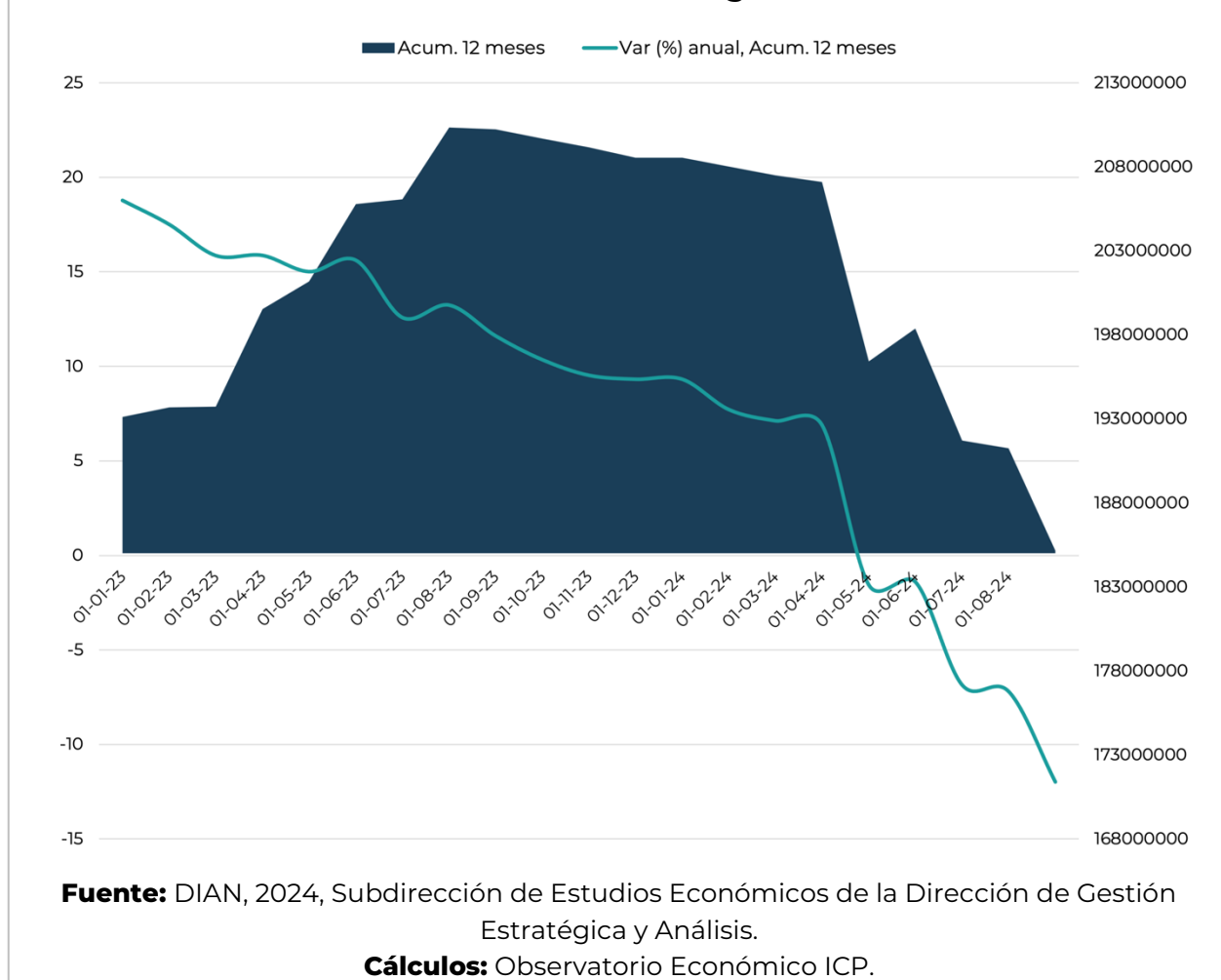
**Cálculos:** Observatorio Económico ICP.

**Llama la atención que el déficit promedio mensual (12 meses) no haya podido disminuir a niveles pre pandemia, pero es aún más significativo su aumento sostenido en el último año, ya que entre agosto de 2023 y 2024 pasó de 3,95 billones/mes a 9,97 billones/mes, un aumento de 152,55%, siendo así el déficit más alto desde 2014 medido en miles de millones de pesos corrientes.**

Una explicación a este incremento se encuentra en el **comportamiento del recaudo fiscal en términos reales**<sup>1</sup>, es decir, descontando el efecto inflacionario y observando su capacidad adquisitiva en pesos de 2018. Así, a partir de agosto de 2023 el recaudo real ha comenzado una senda de decrecimiento, con una variación anual negativa desde abril de 2024, siendo en agosto de -11,98% (DIAN, 2024).

<sup>1</sup>Recaudo fiscal deflactado por IPC a 2018

**Gráfica 2. Recaudo fiscal real total acumulado en 12 meses en millones de pesos de 2018. Periodo 2023 a agosto 2024**

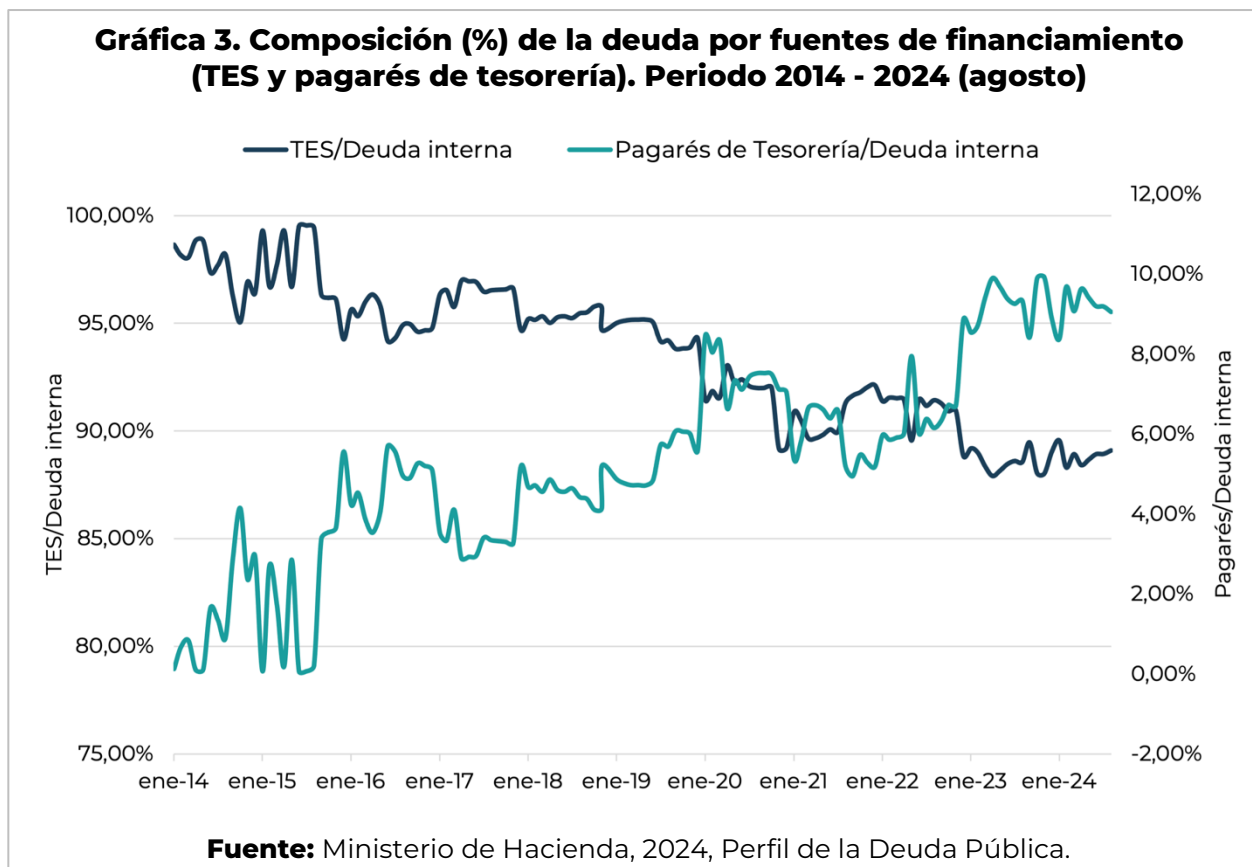


En definitiva, el desempeño fiscal en los dos últimos gobiernos evidencia grandes retos en las finanzas públicas de Colombia. **El balance fiscal del Gobierno Nacional Central ha sido predominantemente deficitario; en los últimos 10 años**, los gastos han sido mayores a los ingresos fiscales, lo que sugiere la presencia de problemas estructurales que se ven reflejados en el creciente déficit, y que no permiten una reestructuración y disminución del gasto público con el fin de ajustarse a sus niveles de ingresos.

Este panorama subraya **la urgencia de implementar reformas que ajusten el gasto público a los ingresos y aseguren la sostenibilidad fiscal**, evitando depender de medidas transitorias que comprometan la estabilidad económica a largo plazo. Esta urgencia incluso ha sido puesta de manifiesto por el Comité Autónomo de Regla Fiscal (19-12-2024) ante el cierre de vigencia fiscal.

## 2. Características de la deuda pública interna

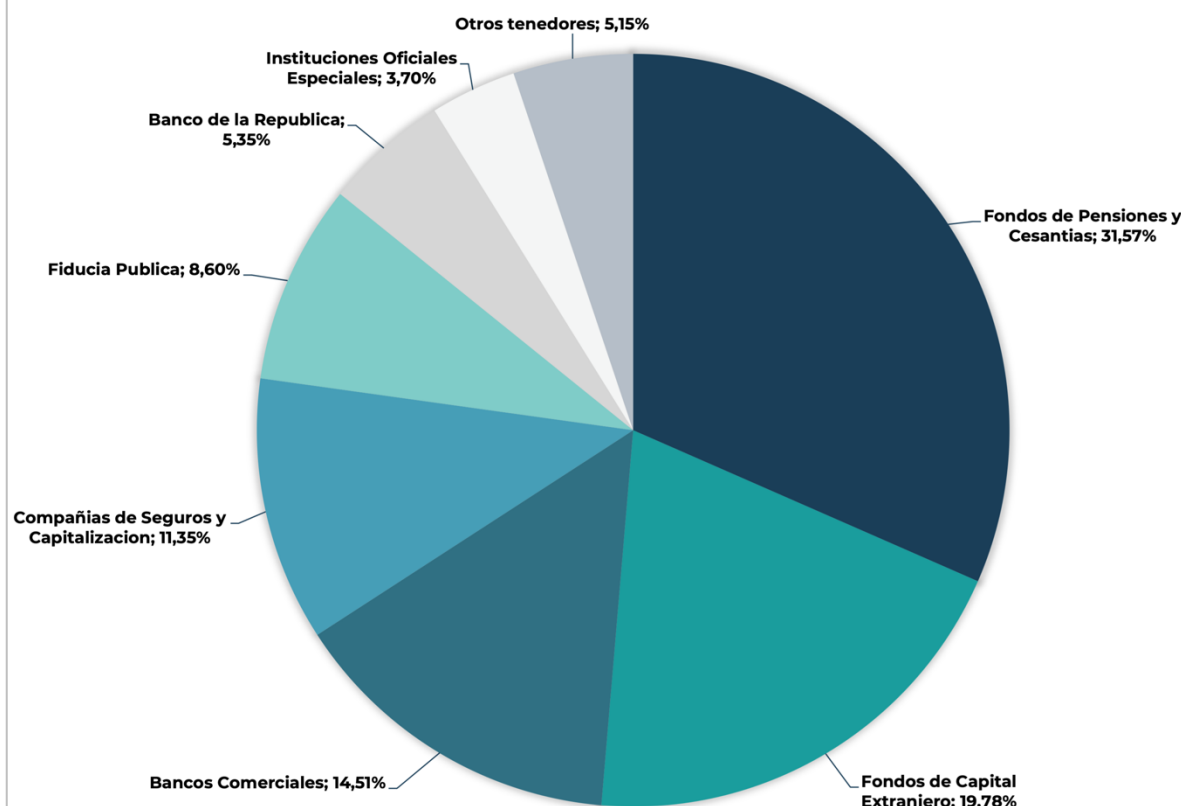
**Ante la incapacidad del Gobierno nacional para ajustar sus niveles de gasto a sus ingresos disponibles, el creciente déficit debe ser financiado a corto plazo mediante un mayor endeudamiento.** En agosto, la deuda pública ascendió a 960,4 billones de pesos, un incremento de 10,96% con respecto a 2023 (865,21 billones). El 65,37% de la deuda total corresponde a deuda interna y el resto a externa.



El 89,09% de la deuda interna se financia a través de Títulos de Tesorería (TES), que se han consolidado como el principal mecanismo de endeudamiento interno del Gobierno nacional. No obstante, conviene destacar que los pagarés de tesorería<sup>2</sup> han ganado relevancia en la deuda interna, representando el 9,06% del total hasta agosto de 2024 (Min. Hacienda, 2024b).

<sup>2</sup> Los pagarés de tesorería son instrumentos que representan obligaciones de deuda asumidas por la Tesorería Nacional frente a otras entidades del sector público. Estos instrumentos surgen cuando los recursos de dichas entidades son administrados temporalmente por la Tesorería mientras se ejecutan los proyectos o presupuestos correspondientes. El pagaré formaliza la obligación de la Tesorería de devolver estos recursos cuando sean requeridos por la entidad ejecutora. Dado que los pagarés de

**Gráfica 4. Tenedores de TES según su adquisición con respecto al total de emisión hasta agosto de 2024**



**Fuente:** Ministerio de Hacienda, 2024.

**Cálculos:** Observatorio Económico ICP.

**La deuda interna emitida por medio de TES acumula 559,16 billones de pesos en agosto de 2024.** El 31,57% de los TES han sido adquiridos por fondos de pensiones y cesantías<sup>3</sup>, 19,78% por fondos de capital extranjero y 14,51% por

tesorería constituyen deuda de corto plazo, devengan intereses determinados por las tasas de mercado, generalmente alineadas con las tasas de referencia establecidas por el Banco de la República.

<sup>3</sup> Los fondos de pensiones suelen realizar inversiones en activos o instrumentos financieros de bajo riesgo; entre los componentes de su cartera diversificada se incluye la deuda pública del gobierno nacional e, incluso, la de otros países. Este hecho contrasta con las recientes disposiciones aprobadas bajo el proyecto de ley de reforma pensional, debido a que una gran parte de los ahorros de los colombianos se canalizará hacia el fondo de pensiones estatal. Aunque el Banco de la República actuaría como custodio de estos ahorros, existe un riesgo considerable de que el gobierno los utilice para financiar su déficit fiscal, tratándolos como recursos públicos de libre disposición en lugar de deuda adquirida bajo condiciones formales. Esto no solo comprometería la sostenibilidad de los ahorros pensionales, sino que también supondría una extralimitación de las funciones constitucionales del Banco de la República, al asumir roles propios de un agente fiscal sin estar facultado para administrar el patrimonio de agentes privados. Una ampliación sobre este debate se encuentra en <https://icpcolombia.org/wp->

bancos comerciales, siendo así las tres principales instituciones tenedoras de bonos del tesoro, con 65,86% del total. El 34,14% restante está en manos de compañías de seguro y capitalización (11,35%), fiducia pública (8,6%), Banco de la República (5,35%), instituciones oficiales especiales (3,7%) y otros tenedores (5,15%).

## 2.1. Activos netos del BRC frente al GNC

A pesar de que el Banco de la República posee solo el **5,35%** del total de TES, **llama la atención el saldo favorable en su cuenta de activos netos frente al Gobierno Nacional Central**. Esta cuenta indica la diferencia entre las posiciones activas y pasivas del Banco con el GNC, siendo las principales posiciones activas los TES adquiridos por el banco y las principales posiciones pasivas los depósitos del GNC en la institución.

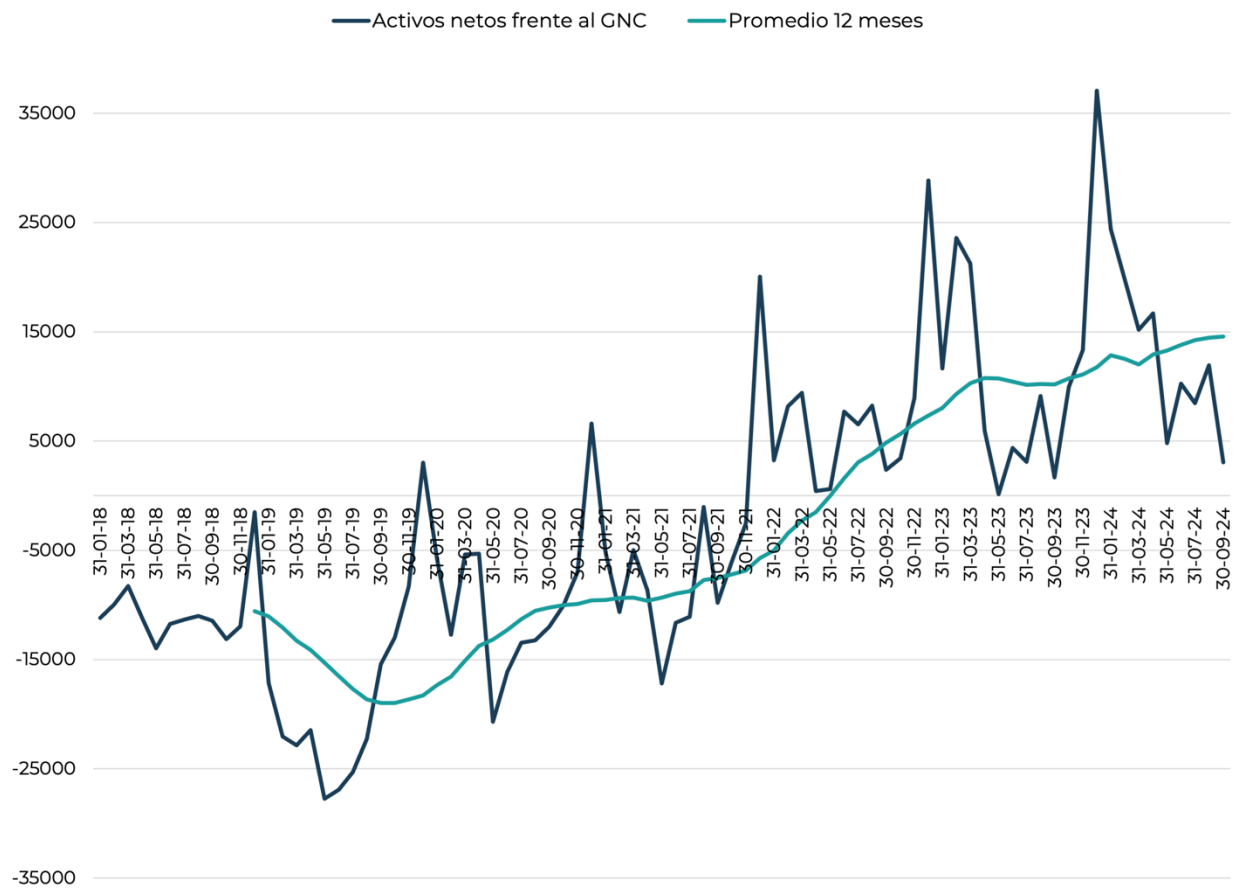
**El saldo positivo y creciente de esta cuenta merece especial atención porque está directamente relacionado con una de las funciones fundamentales del Banco de la República: el control de la oferta de dinero.**

Cuando el Gobierno Central acumula un superávit fiscal, los depósitos gubernamentales en el banco central aumentan. Este aumento reduce la cantidad de dinero en circulación, lo que genera presión al alza sobre las tasas de interés de corto plazo.

Para contrarrestar este efecto y mantener la tasa de interés del mercado alineada con la tasa de política monetaria, el Banco de la República puede justificar una adquisición de TES. Esta medida incrementa nuevamente la oferta de dinero, compensando parcialmente la reducción inicial. Sin embargo, dicha intervención no es estrictamente proporcional ni automática, ya que la estrategia del banco central también toma en cuenta su función como prestamista de última instancia para la banca comercial, entre otros instrumentos a disposición que inciden en conjunto sobre la oferta de dinero.

Así las cosas, en medio de una política monetaria que busca controlar la inflación, resulta notable que la cuenta de activos netos esté en aumento, lo que podría deberse tanto a un incremento en la adquisición de TES, principalmente, como a una reducción de los ahorros del GNC.

**Gráfico 5. Activos netos del Banco de la República frente al Gobierno Nacional Central en miles de millones de pesos. Periodo 2018 - 2024 (sep.)**



**Fuente:** Banco de la República, Sectorización Monetaria del Banco de la República (metodología Manual del FMI 2016). Información disponible desde 2018.

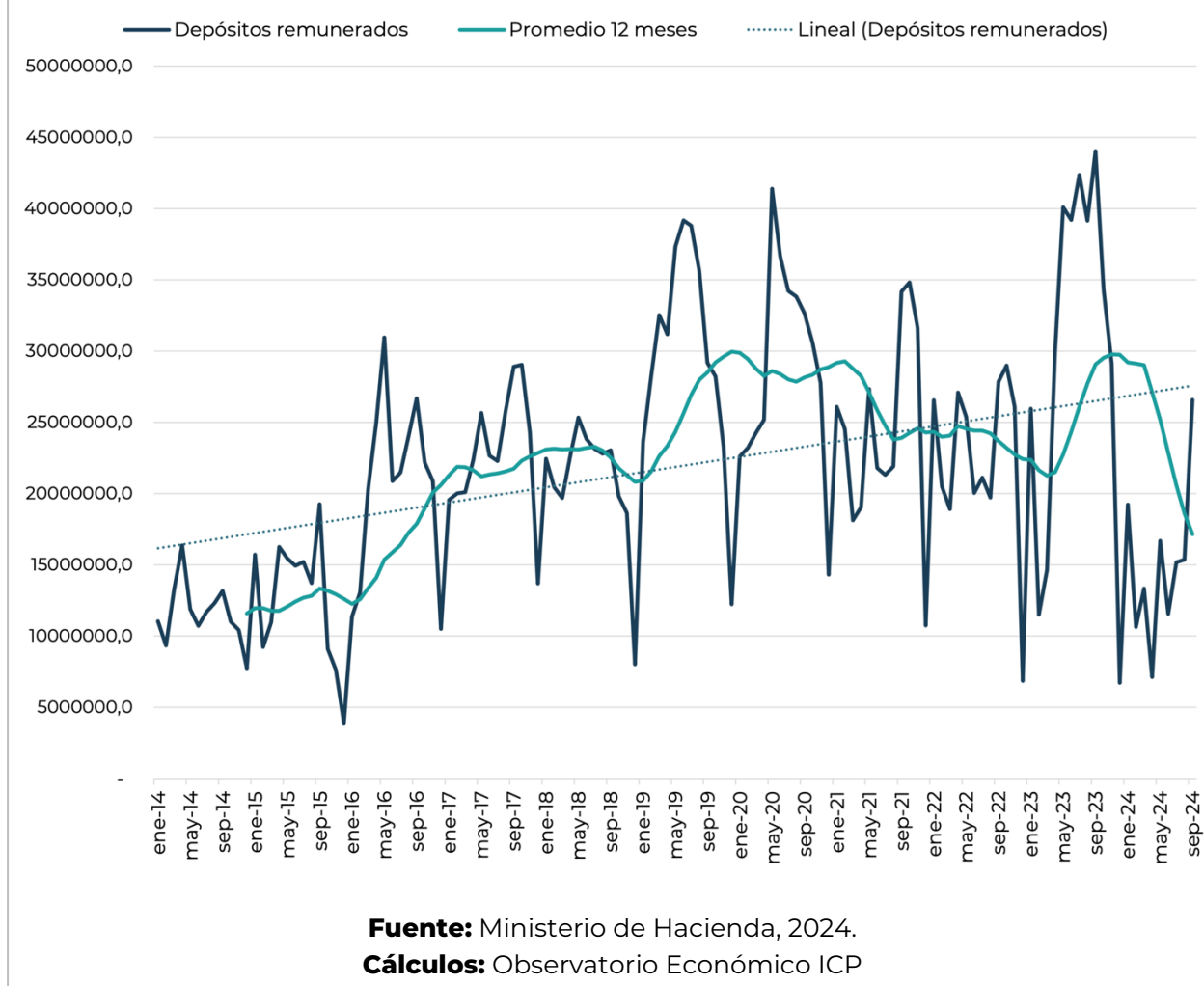
**De acuerdo con datos del Ministerio de Hacienda (2024), los depósitos remunerados del GNC ascendieron a 26,58 billones de pesos en septiembre, siendo el monto más alto de 2024.** El comportamiento de los depósitos tiene un importante componente estacional, que se deriva de varios factores, entre ellos el calendario tributario y las propias necesidades de gasto del Gobierno en el transcurso del año. Sin embargo, a pesar de las fluctuaciones se logra identificar una línea de tendencia con pendiente positiva a lo largo del tiempo.

Es posible que, dada la disminución del recaudo en términos reales, la magnitud de los depósitos se vea afectada, aunque a pesar de ello se observa un crecimiento sostenido desde abril. De cualquier forma, la tendencia creciente de los depósitos remunerados descarta que sea este el motivo por el cual aumentan los activos netos del BRC frente al GNC; solo explica en gran



medida las fluctuaciones periódicas que sobre este saldo se observan en el tiempo.

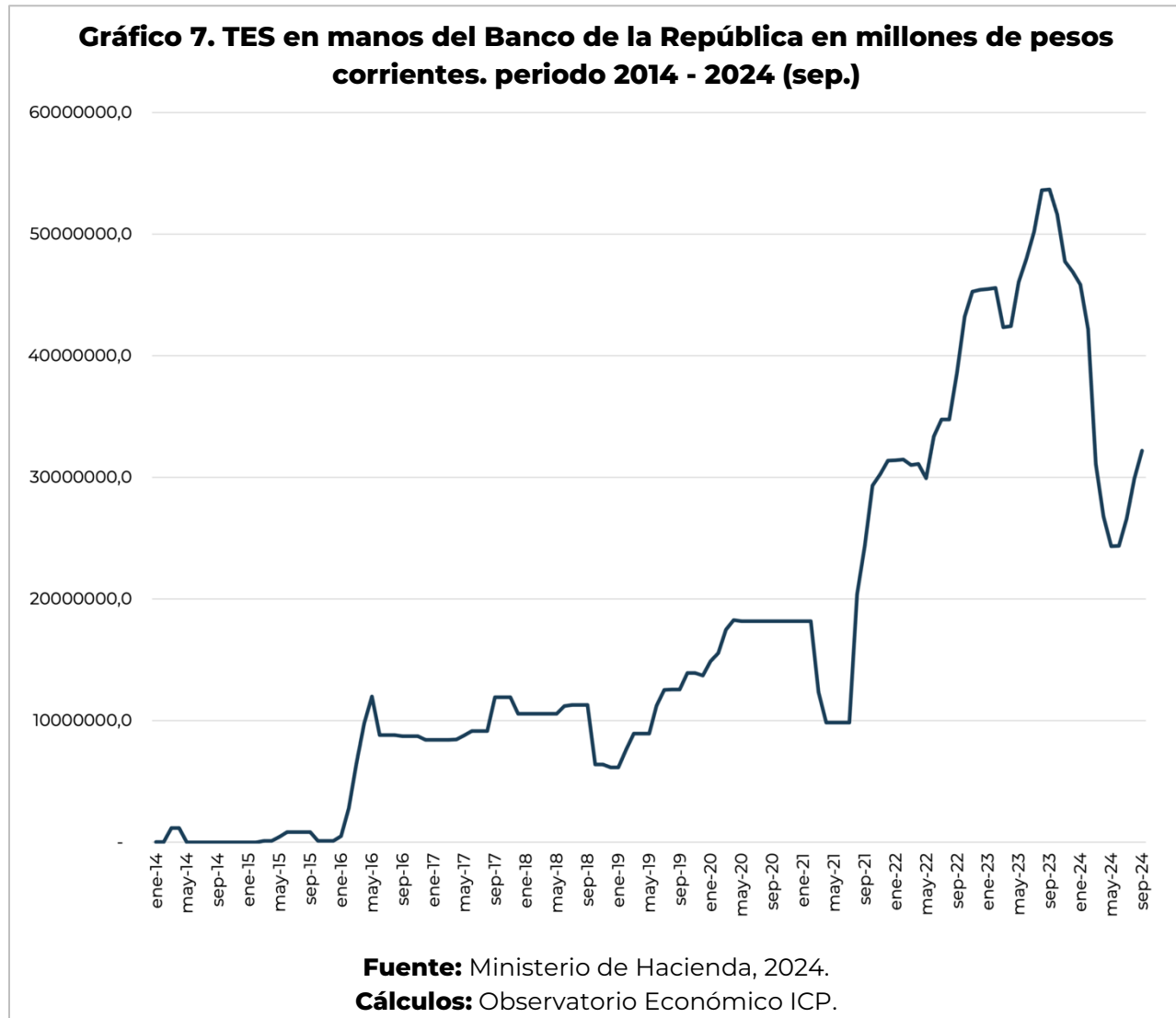
**Gráfico 6. Depósitos remunerados del Gobierno Nacional Central en millones de pesos. Periodo 2014 a 2024 (sep.)**



El Banco de la República ha incrementado significativamente su adquisición de TES en los últimos 8 años, concretamente a partir de enero de 2016. Sin embargo, el crecimiento más pronunciado y sostenido ocurre **entre julio de 2021 y septiembre de 2023, cuando alcanza su punto máximo con TES por valor de 53,68 billones**. En este periodo de 14 meses, el Banco de la República multiplicó por 5,45 veces su tenencia de TES, con un incremento promedio mensual de 1,6 billones.

**Hasta septiembre de 2024, la tenencia de TES acumula 32,21 billones de pesos, una reducción de 40% con respecto a septiembre de 2023.** A pesar de ello, desde junio se ha observado un incremento mensual promedio de 1,96

billones de pesos (Min. Hacienda, 2024b). Es la compra de TES por parte del BRC lo que explica en gran medida la tendencia creciente sobre el saldo de activos netos.



La adquisición de TES por parte del BRC no es comparable con la realizada por otras instituciones, como los fondos de pensiones o los fondos de capital extranjeros, debido a las diferencias significativas en sus implicaciones. Cuando un fondo adquiere TES, utiliza recursos propios derivados de un ahorro previo, y buscan generar rentabilidad mediante instrumentos de bajo riesgo. En cambio, **el BRC no requiere de un ahorro previo para adquirir TES**, y mucho menos generar una rentabilidad; le basta con emitir dinero, base monetaria, dado su monopolio sobre la oferta monetaria.

**La adquisición de TES implica una alteración directa sobre la oferta de dinero (expansión primaria) con una alteración posterior dada la propia dinámica de la intermediación financiera (expansión secundaria).** Es decir, el incremento de TES por parte del BRC no es una política que se debe tomar a la ligera, por ello es tan importante considerar su comportamiento hasta septiembre de 2023.

Incluso partiendo del supuesto de que el BRC adquiere TES para neutralizar los depósitos del GNC, esto no ha implicado un saldo positivo de los activos netos del BRC frente al GNC: entre 2014 y finales de 2021, el saldo era negativo y por lo tanto reflejaba depósitos mucho mayores a los TES en manos del BRC, esto ocurre porque el BRC cuenta con otros instrumentos para incidir en la oferta de dinero y que bien pueden orientar el mercado crediticio hacia la tasa de intervención de política monetaria.

**Es probable que las adquisiciones de TES no correspondan con una política que busque controlar la oferta de dinero sino simplemente monetizar una fracción del déficit.** Desde mayo de 2019 se observa una tendencia creciente del saldo de los activos netos del BRC, siendo positivo desde principios de 2022, con una tendencia que sigue en ascenso, reflejo principalmente del incremento en TES por parte del BRC y, en menor medida, por disminuciones sobre el promedio de los depósitos del GNC entre enero de 2021 y abril de 2023.

Recientemente, entre septiembre y diciembre de 2023 hubo una caída importante de los depósitos del GNC, y se espera que esto ocurra cuando los ingresos reales comenzaron a caer mientras que el déficit promedio comenzó a aumentar. Esto se vio reflejado en el saldo de los activos netos del BRC y se evidencia en el último máximo registrado en diciembre de 2023.

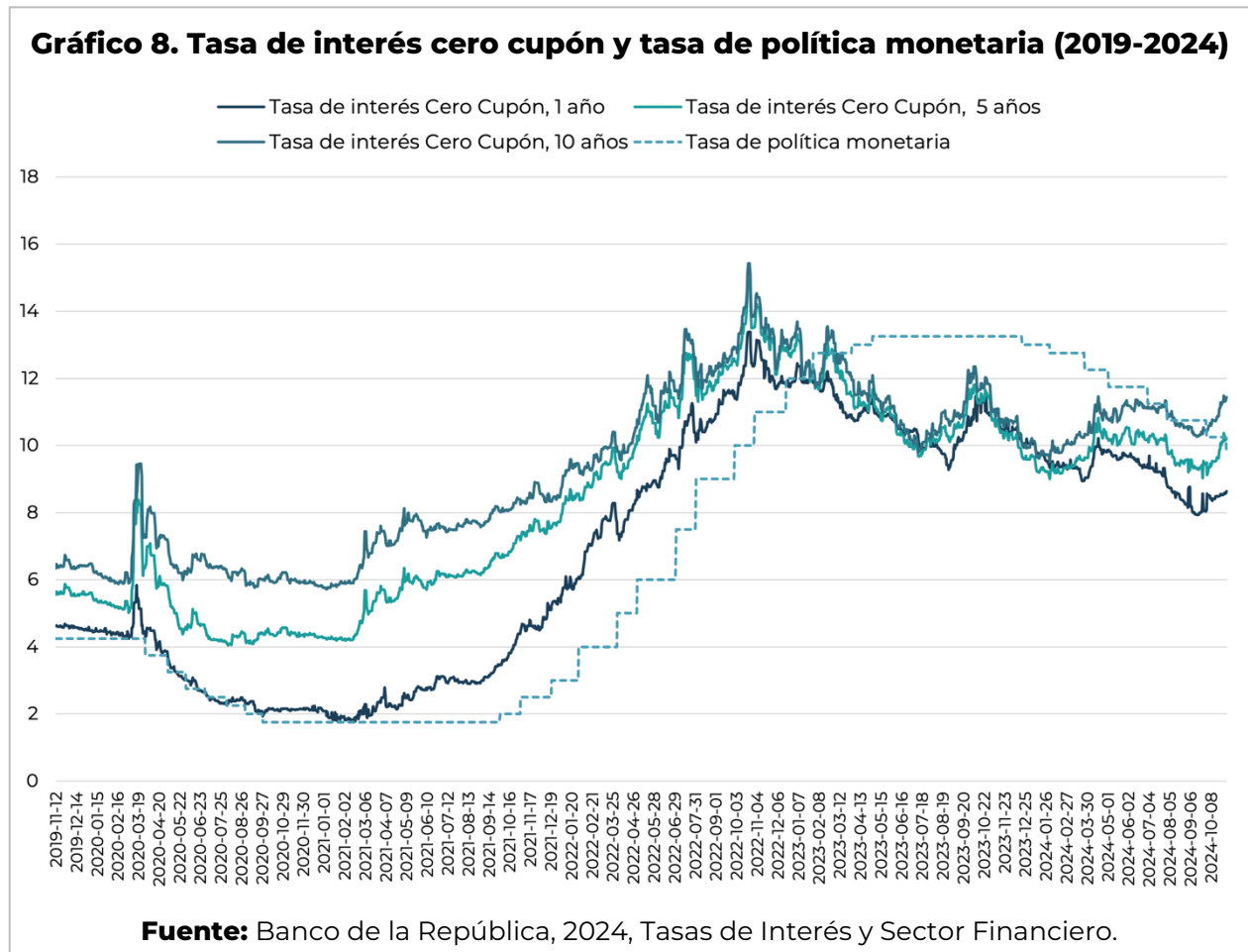
### 2.1.1. Crédito preferente para el Gobierno

Resulta llamativo que **la tasa de interés a la que el Banco de la República ha adquirido TES sea inferior a la tasa de interés de política monetaria (TPM)**, como se presenta en la gráfica 8, que no solo sirve como referencia para orientar el mercado crediticio nacional, sino también como base para las operaciones de recobro con la banca comercial<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Afirma BanRep que con el objetivo de alcanzar la meta de inflación, fija la tasa de interés de referencia, también conocida como tasa de interés de política monetaria (TPM) o de intervención. Cuando el BanRep fija dicha tasa busca afectar el costo del dinero de corto plazo en la economía y, con ello, poner en marcha una serie de fuerzas que afectan las decisiones de los agentes, que llevan a un resultado en términos de crecimiento económico e inflación. Comunicación del Banco de la República en respuesta de derecho de petición. JD-S-CA-15757-2024, 26 de noviembre de 2024. Archivo no publicado.

Esta discrepancia sugiere la posibilidad de una adquisición de crédito en términos más laxos que los del mercado bancario, el cual está fuertemente influenciado por la Tasa de Política Monetaria (TPM). Cabe destacar que el Banco de la República no establece las tasas de interés de los TES emitidos por el Gobierno nacional. Estas tasas se determinan en un mercado donde diversos actores participan ofreciendo y demandando estos títulos a precios específicos<sup>5</sup>.



Es conocido que los TES son considerados instrumentos de bajo riesgo en momentos de incertidumbre en el mercado, los inversionistas pueden preferirlos, incrementando su precio y reduciendo su tasa de interés. Sin embargo, **conviene considerar que las adquisiciones de TES por parte del BRC se realizaron en un contexto de alta inflación y con expectativas del**

<sup>5</sup> Además, los TES al tener distintas fechas de vencimiento se negocian a diferentes tasas de interés, reflejando las expectativas que tienen los agentes sobre la evolución futura de distintas variables como la liquidez de los títulos, el riesgo del emisor, el nivel de la TPM, entre otras. Comunicación del Banco Comunicación Banco de la República en respuesta de derecho de petición. JD-S-CA-15757-2024, 26 de noviembre de 2024. Archivo no publicado.

**mercado de nuevos aumentos en la TPM.** Estas expectativas, en condiciones normales, habrían reducido la demanda de TES al anticiparse rendimientos más altos en el futuro, presionando a la baja sus precios y al alza sus tasas de interés.

**La compra de TES en el mercado secundario por parte del Banco de la República incrementó artificialmente la demanda de estos títulos, lo que resultó en precios superiores y tasas de interés inferiores a las que habrían prevalecido sin dicha intervención.** Este movimiento puede interpretarse como una medida que suaviza las condiciones financieras en un momento en el que el endurecimiento monetario parecía ser la respuesta esperada para contener las presiones inflacionarias. Esto puede explicar parte de la discrepancia de tasas de interés, así como también el aumento de los activos del banco en el último periodo.

**De manera que lo que evidencian las cifras podría interpretarse como una señal de postura más flexible hacia el gobierno, lo que podría comprometer la independencia y autonomía.** En términos de política monetaria, la mezcla entre objetivos fiscales y monetarios debe evitar cualquier conflicto que pueda erosionar la credibilidad y la eficacia del banco central en el control de la inflación y la estabilidad macroeconómica de manera directa o indirecta.

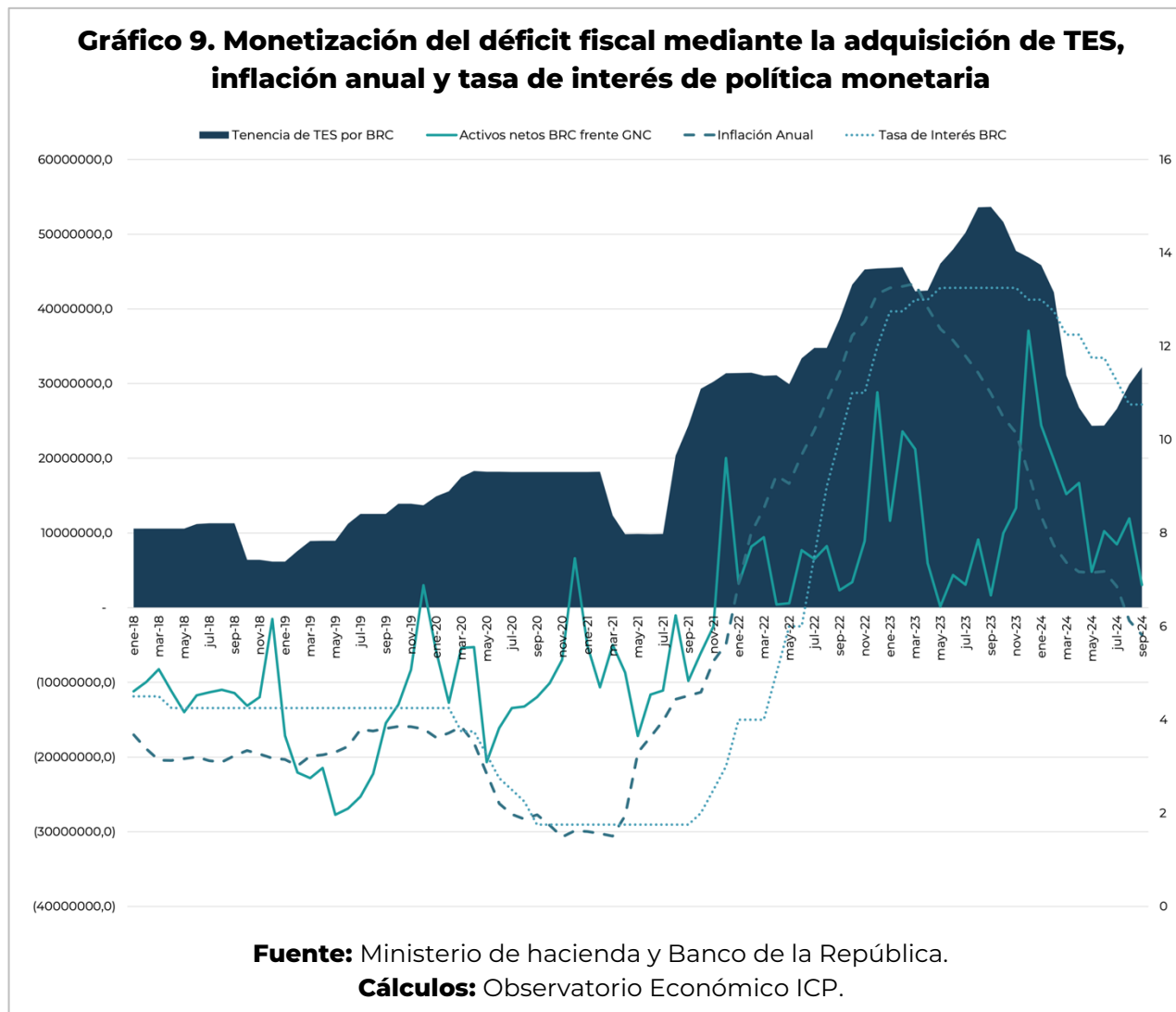
## **2.2. Inflación y política antiinflacionaria**

**La creciente adquisición de TES y la expansión de la oferta de dinero por parte del BRC no pueden ser vistas en aislamiento, ya que tales medidas tienen implicaciones directas en la estabilidad monetaria y en el poder adquisitivo de la moneda.** Este enfoque intervencionista tiene consecuencias, pues altera las condiciones del mercado y amplía la base monetaria, lo que puede contribuir a la inflación cuando las dinámicas productivas no compensan el flujo monetario adicional.

Este fenómeno se hizo evidente entre marzo de 2021 y marzo de 2023, cuando la variación anualizada del IPC experimentó un incremento significativo, pasando de 1,5% a 13,34%. La respuesta del BRC para contener la inflación fue aumentar la tasa de interés de política monetaria sin conseguir disminuir el creciente incremento de los precios sino hasta 19 meses después y luego de haber aumentado la tasa en 13 oportunidades entre octubre de 2021 y abril de 2023, pasando de 1,75% a 13%.

Una posible explicación es que, mientras el BRC incrementaba las tasas, también continuaba adquiriendo TES, lo que implicaba una monetización

constante del déficit. En la práctica, esta expansión de la base monetaria contrarrestaba el impacto que un aumento en las tasas de interés podría tener para frenar la inflación.



**El efecto de las tasas elevadas no se tradujo en una reducción de la inflación, sino que trasladó el costo de la política inflacionaria hacia el mercado crediticio, encareciendo el acceso al crédito.** Esto limitó la expansión secundaria típica de la intermediación financiera, restringiendo las condiciones de crédito y afectando la capacidad de expansión del sector privado real. De este modo, las decisiones del BRC ejercieron una doble presión sobre la economía: **mientras se ampliaba la oferta monetaria, por un lado, se encarecía el crédito por otro**, generando tensiones en el mercado financiero y generando al mismo tiempo una persistencia inflacionaria.

### **3. Reflexiones finales**

**El principal problema de la monetización del déficit radica en que los TES adquiridos por el BRC se financian con emisión primaria, lo que incrementa la oferta monetaria y reduce el poder adquisitivo del peso colombiano.** Este proceso resulta en una inflación persistente, incluso ante el sostenimiento de una alta tasa de interés.

Es fundamental que el Banco de la República adopte una mayor transparencia en su papel frente a la monetización del déficit fiscal, garantizando al mismo tiempo su independencia del gobierno central. Además, es necesario que defina objetivos claros no sólo en términos de inflación, sino también en cuanto al crecimiento de la oferta monetaria (metas sobre agregados monetarios), basados en criterios técnicos y de conocimiento público. Esto evitaría que la emisión de dinero quede sujeta a la discrecionalidad de la Junta Directiva o a coyunturas críticas que presionen su accionar.

La contradicción de políticas —monetización del déficit y encarecimiento del crédito— genera un escenario en el cual los esfuerzos por controlar la inflación mediante tasas elevadas se ven debilitados por el incremento en la base monetaria. La consecuencia directa es que **el costo de estas políticas recae en los ciudadanos, quienes enfrentan tasas de interés más altas para acceder al crédito, lo que limita su capacidad de inversión y consumo.**

Es fundamental que se priorice una revisión estructural de la política fiscal para enfrentar el crecimiento del déficit y su financiamiento mediante la emisión monetaria. La dependencia del Banco de la República para cubrir el déficit no solo perpetúa una inflación persistente, sino que también genera una erosión en la confianza hacia la moneda y la estabilidad financiera a largo plazo.

**En este sentido, una disciplina fiscal más sólida, que incluya disminución del gasto, es un punto de partida primordial para lograr una recuperación palpable de la economía colombiana.**

Por su parte, es imperante atender los actuales niveles impositivos y el costo burocrático asumido por las empresas en Colombia, que, de acuerdo con el Índice de Burocracia (2024) elaborado por el Instituto de Ciencia Política, dedican 1.952 horas para trámites de apertura y 2.620 horas para trámites exigidos en su funcionamiento. Juntos, incentivan altos niveles de informalidad, siendo en septiembre de 55,55% (DANE, 2024).

**Evaluar la disminución del costo de la legalidad, entendido como todos los componentes necesarios para disfrutar del amparo y protección del**

**régimen legal** (Gherzi, 1991), es vital en un escenario en el que una minoría formal soporta toda la presión tributaria del Estado, mientras que una mayoría, ante un creciente costo de la legalidad, decide desertar hacia la informalidad, teniendo como consecuencia, entre otras cosas, un impacto negativo en los ingresos fiscales.

Al no corregirse los niveles de gasto público a pesar de la caída en el ingreso real y el aumento del déficit fiscal, **el BRC asume un papel que más que estabilizar, termina incentivando un ciclo inflacionario.** La monetización del déficit, lejos de ser neutral, profundiza los desequilibrios fiscales y transmite un efecto inflacionario que la política de tasas no logra contener.

Así las cosas, el rol del Banco de la República en la adquisición de TES debe ser reevaluado, al igual que su independencia como institución, considerando **cómo las políticas de monetización del déficit en combinación con una alta tasa de interés podrían distorsionar la economía colombiana.**

El ajuste de los desequilibrios fiscales mediante la monetización no solo erosiona el valor de la moneda, sino que perpetúa una dependencia de la emisión monetaria para cubrir el déficit fiscal. **Para evitar un escenario de inflación estructural, es importante replantear la dependencia del gasto deficitario financiado por el BRC y considerar una revisión en la estructura del gasto público.** Solo una política monetaria consistente con un control efectivo del gasto permitirá restaurar la confianza en el peso colombiano y estabilizar el poder adquisitivo de los ciudadanos.



## Referencias

- Banco de la República de Colombia (2024a). *Sectorización monetaria y de crédito*. Obtenido de <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/sectorizacion-monetaria-y-credito>
- Banco de la República de Colombia (2024b). Tasa de interés de política monetaria. Obtenido de <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tasas-interes-politica-monetaria>
- Banco de la República de Colombia (2024c). *Agregados monetarios*. Obtenido de <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/agregados-monetarios>
- Banco de la República de Colombia (2022). Mecanismos de implementación de la política monetaria. Disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/como-se-implementa-la-politica-monetaria#mecanismos> (últ. Visita 01-02-2022).
- Comité Autónomo de Regla Fiscal (19-12-2024). El cumplimiento sostenido de la regla fiscal requiere medidas estructurales. Bogotá, diciembre 19 de 2024. Disponible en <https://www.carf.gov.co/documents/d/guest/pronunciamento-no-14-2>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2024a). *Índice de Precios al Consumidor*. Obtenido de <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc/ipc-informacion-tecnica>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2024). *GEIH Mercado Laboral: Empleo informal y seguridad social*. Obtenido de <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/mercado-laboral/empleo-informal-y-seguridad-social>
- Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (2024). *Estadísticas de recaudo*. Obtenido de <https://www.dian.gov.co/dian/cifras/Paginas/EstadisticasRecaudo.aspx>
- Friedman, M. (1980). Prices of Money and Goods across Frontiers: the £ and \$ over a Century. Obtenido de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-9701.1980.tb00918.x>

- Gherzi, E. (1991). El costo de la legalidad: una aproximación a la falta de legitimidad del derecho. *THEMIS Revista de Derecho*, (19), 5-14. Obtenido de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9590>
- Levy Carciente, Sary et al. Índice de Burocracia 2024. Resumen Ejecutivo. Adam Smith Center for Economic Freedom, Florida International University. Obtenido de <https://freedom.fiu.edu/wp-content/uploads/2024/11/Indice-de-Burocracia-2024.pdf>
- Ministerio de Hacienda (2024a). *Balance Gobierno Nacional Central*. Obtenido de [https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntidadesFinancieras/pages\\_EntidadesFinancieras/PoliticaFiscal/bgg/balancefiscalgobiernoocentral](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntidadesFinancieras/pages_EntidadesFinancieras/PoliticaFiscal/bgg/balancefiscalgobiernoocentral)
- Ministerio de Hacienda (2024b). *Cifras, datos e indicadores*. Obtenido de <https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/Estadisticas>
- Steiner, R., & Salazar, N. (2000). *Monetización de la deuda: ¿cómo no se nos había ocurrido antes?* Coyuntura Económica. Vol. XXX, No. 4, Diciembre de 2000, pp. 151-161. Fedesarrollo, Bogotá - Colombia. Obtenido de [https://repository.fedesarrollo.org.co/bitstream/handle/11445/2123/Co\\_Eco\\_Diciembre\\_2000\\_Steiner\\_y\\_Salazar.pdf?sequence=2&isAllowed=y](https://repository.fedesarrollo.org.co/bitstream/handle/11445/2123/Co_Eco_Diciembre_2000_Steiner_y_Salazar.pdf?sequence=2&isAllowed=y)



Instituto de Ciencia Política Hernán Echavarría Olózaga  
info@icpcolombia.org / Cel. +57 313 431 20 95  
Calle 70 #7A - 29 Bogotá, Colombia  
www.icpcolombia.org