Notas del Gerente general en el Congreso de Tesorería de Asobancaria, en Cartagena

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

Autores y/o editores Villar-Gómez, Leonardo
En su intervención, Leonardo Villar señaló entre otras que “Nuestro compromiso constitucional con mantener el poder adquisitivo de la moneda y favorecer el crecimiento sostenible nos obliga a actuar en una forma que no siempre es la más popular. Las decisiones que hoy nos vemos obligados a adoptar obedecen al interés por beneficiar a la sociedad colombiana en su conjunto”.

Fecha de publicación Jueves, 5 de febrero 2026 Cartagena, Congreso de Tesorería Asobancaria, febrero 5, 2026

- Un saludo a todos los asistentes a este Congreso de Tesorería y mis agradecimientos por la invitación a Asobancaria y en particular a su presidente, Jonathan Malagón, a su Vicepresidente, Alejandro Vera, y a todo el equipo que trabaja en la organización de este evento.
- Debo empezar por decir que la labor de la política monetaria no ha sido fácil en el período reciente y que las decisiones adoptadas por la Junta Directiva del Banco de la República, con fuertes diferencias entre la mayoría que las apoyó y los otros miembros de la Junta, han sido particularmente complejas y dolorosas.
- Creo que hay algo en lo que los siete miembros de la Junta estamos absolutamente de acuerdo. A todos nos habría encantado poder bajar las tasas de interés de política. ¿Por qué ello no se hizo si a todos nos hubiera gustado? Porque a juicio de la mayoría de la Junta, y debo decir que también del equipo técnico del Banco, en las condiciones actuales eso no habría sido consistente con el mandato constitucional asignado al Banco en la Constitución del 1991 de mantener el poder adquisitivo de la moneda.
- Tras el estancamiento en el proceso de reducción de la inflación que observamos a lo largo de 2025 y la perspectiva de un aumento importante en el ritmo de aumento de los precios en 2026, el Banco de la República se enfrenta hoy al grave riesgo de perder la credibilidad en su compromiso con la meta de inflación. Eso hace que debamos tomar decisiones que no nos gustan y que además son dolorosas e impopulares en el corto plazo, pero que consideramos necesarias y convenientes para la sostenibilidad del crecimiento económico y el bienestar de los colombianos a mediano y largo plazo.
- De hecho, la pérdida de credibilidad en el compromiso de la Junta del Banco de la República con llevar la inflación hacia la meta de 3% daría al traste con la estrategia de inflación objetivo, una estrategia adoptada hace cerca de 25 años que ha permitido no solo mantener una inflación relativamente baja y estable en buena parte de ese período, sino también adelantar políticas contracíclicas que han ayudado a estabilizar el crecimiento del PIB y de la demanda interna alrededor del crecimiento potencial de la economía.
- Entre la enorme cantidad de países del mundo cuyos bancos centrales utilizan actualmente la estrategia de inflación objetivo, la gran mayoría logró superar el choque inflacionario que se observó en los años inmediatamente posteriores a la pandemia de 2020. Ciertamente se requirió una política monetaria contraccionista con tasas de interés que subieron fuertemente entre 2021 y 2023. Pero en la medida en que la inflación empezó a ceder, dichas tasas de interés también pudieron bajar hasta niveles que hoy en día son cercanos a los que se consideran neutrales en cada uno de los países.
- En Colombia, como en esa gran mayoría de países, también tuvimos tasas de interés muy altas, que en 2023 se mantuvieron casi todo el año por encima de 13%. La caída subsiguiente en la inflación fue relativamente acelerada, permitiendo que el ritmo de crecimiento de los precios bajara de 13.4% al 5.2%

en un lapso de poco más de un año y medio, entre comienzos del segundo trimestre de 2023 y el cuarto trimestre de 2024.

- Esa caída en la inflación marcó un período exitoso de la política y permitió que en ese lapso pudiéramos bajar la tasa de interés de política de manera importante entre diciembre de 2023 y diciembre de 2024. Ciertamente el éxito era relativo porque otros países de la región bajaron la inflación aún más rápido. Varios de ellos, como Perú, Uruguay, Paraguay o Costa Rica ya habían llevado la inflación a rangos compatibles con sus respectivas metas hacia finales de 2024, lo que les permitió en 2025 avanzar sustancialmente en la reducción de sus tasas de interés de política. Otros países como Chile, México o Brasil no habían llegado en 2024 a los niveles deseados, pero estaban avanzando en esa dirección y lo lograron a lo largo de 2025. En consecuencia, Chile y México pudieron también reducir sus tasas de interés en ese mismo año y Brasil está actualmente anunciando el inicio de un proceso de relajamiento cauteloso de la política monetaria hacia una postura menos restrictiva.
- En el caso de Colombia la inflación a finales de 2024 se mantenía algo por encima del 5%, más de dos puntos porcentuales de la meta, lo cual implicaba el reto de seguirla reduciendo en 2025. En ese momento, tanto los analistas del mercado como, con mayor cautela, el equipo técnico y los miembros de la Junta teníamos expectativas de que el proceso de desinflación continuaría su curso, lo cual a su vez hacía razonable esperar que las tasas nominales de interés de política pudieran seguir bajando, aún si las tasas reales se mantenían en niveles contractivos mientras se lograba la convergencia plena de la inflación a la meta.
- Desafortunadamente esas expectativas no se materializaron. La inflación dejó de caer en 2025 y las expectativas sobre la misma empezaron a aumentar de manera importante a lo largo del año. Al principio de 2025 los analistas esperaban que la inflación básica bajaría hacia 3.3% en diciembre, pero al terminar el año ese indicador se mantenía en 5%. La inflación total, por su parte, terminó en 5.1%, un nivel muy similar al observado un año atrás. En esas circunstancias no fue viable seguir reduciendo la tasa de interés de política en 2025, excepto por un ajuste marginal de 25 pbs en el mes de abril.

¿Cuáles fueron las causas para el estancamiento en el proceso de desinflación en 2025?
Creo que pueden mencionarse fundamentalmente tres:

- En primer lugar, menciono el cambio en la **situación fiscal** que empezó a insinuarse en los últimos meses de 2024 y se consolidó de manera muy clara a mediados de 2025, cuando se suspendió formalmente la regla fiscal. Todavía no conocemos las cifras oficiales sobre 2025, pero los estimativos preliminares indican que el déficit primario del gobierno nacional excluyendo pago de intereses, habría sido cercano a 3.2% del PIB, 3 puntos porcentuales (pp) mayor al que se esperaba un año atrás (0.2% del PIB).

  Con las cifras estimadas, ese déficit primario de 2025 sería también superior al observado en 2024 (2.4% del PIB) y en 2023 (0.3% del PIB), lo que implica que entre 2023 y 2025 la demanda agregada recibió un enorme e inesperado impulso fiscal, del orden de tres puntos porcentuales del PIB. Valga decir acá que me refiero a las cifras de balance fiscal primario porque ellas son las más relevantes para entender el impacto sobre la demanda agregada. Adicionalmente, utilizar las cifras del déficit primario tiene la ventaja de que ellas, a diferencia de las del déficit fiscal total, no están afectadas por las operaciones de manejo de deuda llevadas a cabo por la dirección de tesorería y crédito público.

- En parte como resultado del impulso fiscal al que me acabo de referir, un segundo factor que frenó el proceso de reducción de la inflación que traíamos hasta finales de 2024 fue el comportamiento de la **demanda interna**, la cual ha crecido a un ritmo muy superior al que se esperaba.
  En los últimos cinco trimestres para los cuales tenemos información, la demanda interna ha crecido a ritmos superiores al 4% real anual y en el último de ellos, el tercer trimestre de 2025, creció al 5% real. Esto ha

facilitado un crecimiento muy fuerte en el empleo (a diciembre pasado la tasa de crecimiento del número de ocupados fue 2.6% a nivel nacional y 3.7% en las trece principales ciudades) y una reducción en la tasa de desempleo hasta mínimos históricos (del orden de 8% en diciembre pasado).

Este resultado es por supuesto positivo pero su sostenibilidad es cuestionable, no solo por estar basado en un impulso fiscal tan grande, que implica una fuerte acumulación de deuda por parte del gobierno, sino porque surge de un crecimiento de la demanda que no alcanza a ser atendida con producción doméstica. Esto último está llevando a crecimientos de doble dígito en el valor en dólares de las importaciones, a una reversión importante del ajuste que habíamos tenido en el balance comercial tras los grandes déficits que observamos en 2021 y 2022, y a presiones significativas sobre los precios, pese a la cautela que se ha mantenido en términos de la política monetaria.

- El tercer factor que contribuyó a frenar el proceso de reducción de la inflación en 2025 fue el aumento de 11% que para ese año se decretó en el costo de contratar un trabajador de **salario mínimo**, casi 6 pps superior a la inflación observada y 8 pps superior a la meta de inflación que se pretendía lograr. Las presiones al alza sobre la inflación generadas por ese aumento ayudaron a frenar la caída de esa inflación que previamente estábamos esperando.

  Las expectativas de que se repitiera un aumento del salario mínimo para 2026 similar al que se había observado en 2025 empezaron a generar perspectivas de inflación al alza a finales de ese año que por supuesto, fueron magnificadas el 28 de diciembre, cuando se conoció el anuncio de un aumento de 23.2%.

  ¿Cuál fue el impacto del aumento en el salario mínimo para 2026 sobre las expectativas de inflación? Algunas cifras:

- La proyección que el equipo técnico del Banco de la República tenía en diciembre pasado sobre la inflación para fines de 2026 era de 4.1%. En enero esa proyección aumentó en 220 pbs, a 6.3%.
- El aumento en la proyección de **inflación sin alimentos ni regulados** fue aún mayor, de **230 pbs**.
- Por su parte, si miramos la mediana de las **expectativas de los analistas**, reportadas en la encuesta que hace el Banco de la República, **la inflación básica esperada para fin de 2026 aumentó en 210 pbs**, al pasar de 4.6% en diciembre a 6.7% en enero.
- Hay que tener en cuenta que ya en diciembre pasado las expectativas de inflación para 2026 habían aumentado sustancialmente con respecto a las que se tenían a comienzos de 2025. De hecho, en enero de 2025 la expectativa de inflación básica que se tenía para diciembre de 2026 era de 3.3%. Esto implica que en **los últimos 12 meses la expectativa de inflación básica para finales de 2026 aumentó en cerca de 340 pbs.**
- Las **expectativas de inflación a dos años vista y a plazos aún más largos** también aumentaron de manera significativa. Así por ejemplo, la inflación prevista por los analistas para finales de 2027, que estaba en 3.7% en diciembre pasado, dentro de un rango razonable alrededor de la meta, aumentó a 4.8% en enero. Este aumento indica una importante pérdida de credibilidad en la meta, la cual completaría 7 años consecutivos sin cumplirse de acuerdo con este panorama esperado por los analistas.

    - Sin lugar a dudas, los aumentos en la inflación esperada implicarán mayores **costos de financiamiento para el gobierno en el mercado de TES**, costos que ya venían aumentado de manera sustancial en 2025, en parte por consideraciones de riesgo y en parte por el aumento en las expectativas de inflación que se estaba haciendo evidente. De hecho, las tasas cero cupón de los TES en pesos a cinco años de plazo aumentaron en cerca de 200 puntos básicos entre enero y diciembre de 2025 (de 10.5% a cerca de 12,5%) con un aumento particularmente fuerte entre septiembre y diciembre, algo que resulta particularmente llamativo cuando se tiene en cuenta que a lo largo de ese año la tasa de interés de política del Banco de la República estaba estable o bajando.

- Creo importante resaltar que el aumento en las expectativas de inflación implica por sí mismo una reducción de la misma magnitud en la **tasa de interés real exante**, la cual se mide como la diferencia entre la tasa de interés nominal y dicha expectativa de inflación. El ajuste realizado en la tasa de política el pasado 30 de enero no es suficiente para mantener la postura contractiva de la política monetaria que teníamos un mes atrás ni, mucho menos, la que teníamos un año atrás.
- En este contexto, a menos que las expectativas de inflación se ajusten a la baja, **podrían ser necesarios aumentos adicionales de la tasa de política**. De hecho, eso es lo que pronostican las sendas de tasas de interés implícitas en los mercados de swaps OIS a diferentes plazos. Por supuesto, esas expectativas no coinciden necesariamente con lo que vaya a ser el comportamiento futuro de las tasas de política, sobre las cuales la Junta deberá tomar en cada momento las decisiones que considere adecuadas con toda la información disponible.

Tasa de cambio y su impacto sobre la inflación

- Para terminar, quiero hacer un comentario sobre el comportamiento reciente de la tasa de cambio que para muchos observadores ha resultado sorprendente.
- Comparando la tasa de cambio que tuvimos al cierre de ayer ($3.650 por dólar) con la que teníamos un año atrás se observa una apreciación del peso, de más de 12%. Esa apreciación del peso colombiano frente al dólar puede ser explicada fundamentalmente por un fenómeno internacional: la depreciación del dólar frente a casi todas las monedas de mundo. De hecho, la apreciación del euro frente al dólar durante el mismo período fue muy similar, de 12%.
- En adición al comportamiento del dólar frente a las demás monedas, la fortaleza del peso colombiano puede haberse estimulado en el período más reciente por las operaciones de la Dirección de Crédito Público y Tesorería del Ministerio de Hacienda y por las expectativas de expedición de un decreto del gobierno que impondría límites a las inversiones de los Fondos Privados de Pensiones en el exterior.
- El aumento del salario mínimo en 23.2% en un contexto en que el peso se aprecia más de 12% significa que el valor en dólares de ese salario mínimo aumenta en algo más de 38%, algo que probablemente tendrá impactos importantes sobre la capacidad de competir de varios sectores exportadores intensivos en mano de obra, tales como el floricultor o el de *call centers*, y de sectores que compiten en el mercado nacional con importaciones de bienes y servicios extranjeros.
- Ese impacto es preocupante y será importante hacerle seguimiento cercano. Desafortunadamente, no es algo que pueda contrarrestarse con la política monetaria o con intervenciones del Banco de la República en el mercado cambiario cuando sus causas están más asociadas a fenómenos internacionales y a políticas del gobierno que implican flujos de divisas de muchos miles de millones de dólares.
- La **política del Banco ha sido la de no intervenir en el mercado cambiario** y así se ha mantenido durante varios años. La experiencia internacional y la propia de Colombia sugiere que las intervenciones cambiarias son poco efectivas para afectar el comportamiento de la tasa de cambio. Dichas intervenciones, además, generan impactos monetarios que pueden ser contradictorios con los que se buscan a través de la política de tasa de interés y con la estrategia de inflación objetivo.

Palabras de cierre

- Termino esta intervención reiterando el mensaje con el que la inicié. Aumentar la tasa de interés de política no ha sido una decisión fácil. Me atrevo a decir que todos los miembros de la Junta que participamos en ella habríamos preferido inmensamente estar en la posición en la que hace poco más de un año creíamos que íbamos a estar: con la inflación convergiendo a su meta y con la posibilidad de bajar las tasas de interés de política de una manera sostenible. Desafortunadamente esa no es la situación. Nuestro compromiso constitucional con mantener el poder adquisitivo de la moneda y favorecer el crecimiento sostenible nos obliga a actuar en una forma que no siempre es la más popular ni la más fácil de explicar al conjunto de la población. Espero que en el futuro se entienda que las decisiones que hoy nos vemos obligados a adoptar obedecen al interés por beneficiar a la sociedad colombiana en su conjunto y proteger de manera especial a los sectores más vulnerables, que son los que típicamente pagan los mayores costos

sociales cuando aumenta la inflación.

Muchas gracias.

Fuente: https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/es/publicaciones-investigaciones/intervencion-leonardo-villar-congreso-tesoreria-asobancaria-cartagena