Intervención codirector César Giraldo "Finanzas Públicas y Política Monetaria" - 15 de octubre de 2026

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 Giraldo-Giraldo, César Augusto
Conferencia dictada en la Escuela Superior de Administración Pública, el 15 de octubre del 2026

Fecha de publicación Viernes, 20 de noviembre 2026
(Los puntos de vista aquí expuestos no representan la opinión del Banco de la República y ni de su Junta Directiva)

Agradezco a la Escuela Superior de Administración Pública (ESAP) por la invitación. La presencia de la entidad en todo el territorio nacional, y su papel en la formación de alcaldes, gobernadores, diputados, concejales, funcionarios, y contratistas públicos, la convierte en el espacio idóneo para mirar los retos del país desde una visión multidisciplinaria, donde se combine el análisis económico, con el social y el político.

El país atraviesa un momento de importantes tensiones e incertidumbres, particularmente en materia fiscal. El proyecto de Presupuesto General de la Nación para el año entrante fue aumentado en sesenta billones de pesos por el gobierno de De La Espriella, lo que implica que el déficit fiscal será de 9.4% del PIB, la cifra más alta desde que se tienen registros. Es tan grave la situación que el gobierno está iniciando conversaciones con el Fondo Monetario Internacional para pedir un crédito de rescate económico.

Al desbalance fiscal se suma el comportamiento de la tasa de cambio. La apreciación del peso ha generado presiones sobre diversos sectores productivos. Con dólar a tres mil cien pesos el ingreso en pesos de los exportadores se reduce drásticamente, como lo han expresado los gremios del sector agropecuario, del turismo y de la industria. Dejaron de ser competitivos y su actividad económica se está contrayendo. Lo mismo pasa con los sectores que atienden el mercado interno, quienes no pueden competir porque las mercancías llegan muy baratas, a lo que se suma la competencia agresiva de China.

Por eso considero fundamental discutir estos temas de manera abierta. Los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República tenemos la responsabilidad de actuar en función del interés general y, por tanto, también la obligación de explicar a la ciudadanía las razones que sustentan nuestras decisiones.

Es importante recordar que al interior de la Junta conviven distintas visiones sobre la política económica. Los codirectores son designados en diferentes momentos y bajo distintos gobiernos, lo que naturalmente enriquece la discusión. Estas diferencias hacen parte de un debate técnico legítimo y saludable que debe ser conocido por la opinión pública, no sólo por razones académicas, sino porque las decisiones de la Junta del Banco tienen consecuencias sobre la economía real y la vida de la gente.

Crecimiento Económico

El Gobierno ha planteado una meta de crecimiento económico del 6 %. Para alcanzar ese objetivo ha presentado una estrategia orientada a fortalecer la inversión privada como motor de la expansión económica. Esta propuesta incluye medidas de desregulación económica, reducción de trámites incluidas las consultas previas, disminución de cargas tributarias para el sector empresarial, fortalecimiento de la seguridad jurídica y física y la promoción de cerca de 170 proyectos productivos, principalmente en los sectores de energía, hidrocarburos, minería e infraestructura.

En la Convención Bancaria de hace mes y medio los banqueros señalaron que tenían identificados los proyectos y los recursos disponibles, lo que necesitaban eran remover los obstáculos regulatorios y el respeto a las condiciones pactadas para las concesiones, por ejemplo, en la recaudación de peajes y otro tipo de cobros. También se anuncia rondas con inversionistas internacionales. Es lo que en la versión preliminar del Plan Nacional de Desarrollo se conoce como “los megaproyectos (que) serán los grandes motores de la patria milagro”.

Sin embargo, aquí aparece una tensión importante. La meta de crecer al 6 % entra en conflicto con la necesidad de realizar un ajuste fiscal que contempla recortes del gasto público del 4% del PIB. A esto se suma la posibilidad de una nueva reforma tributaria, las altas tasas de interés, y la apreciación del peso colombiano.

La meta de crecimiento del 6% se basa en un planteamiento que se ha repetido a lo largo del siglo XX y que se conoce como teoría del derrame, que es básicamente bajarle los impuestos al capital, desregular la economía para estimular la inversión privada, y por esta vía generar crecimiento. Y ese crecimiento es el que se derrama sobre los pobres: primero hacer crecer la economía y después distribuir los beneficios de ese crecimiento.

Recuerdo una frase que se hizo popular de Álvaro Gómez en sus fallidas campañas presidenciales: “Primero hagamos crecer la torta y después la repartimos”. Fue también la visión de Ronald Reagan en Estados Unidos y la del Consenso de Washington en América Latina.

La pregunta es: ¿cuál es el propósito de ese crecimiento y hacia dónde se dirige? ¿Qué papel tendrán sectores estratégicos como la agricultura, la manufactura, el turismo y los servicios, dentro de una visión integral de desarrollo nacional? Porque partir del acervo de proyectos que tienen los grandes inversionistas locales e internacionales, apunta más bien a participar de una bolsa de inversiones que generan rentas mineras o cobros por concesiones, más que un proyecto de Nación.

Tasa de Interés

Ahora bien, cuando la tasa de interés es altamente contractiva, y se anuncia un ajuste fiscal profundo, se hace difícil ver las fuentes del crecimiento. Desde diciembre de 2025 la tasa de interés ha aumentado 300 puntos básicos, pasando de 9,25 % a 12,25 %. Ningún país ha hecho un aumento de tal magnitud. Se tiene una tasa altamente contractiva real del 6% durante el presente año, si de descuenta la inflación. Sin embargo, pese a este endurecimiento monetario, la inflación no ha cedido. El modelo de política monetaria adoptado en Colombia, al igual que en Estados Unidos y gran parte de América Latina, se basa en el esquema de metas de inflación y libre mercado de divisas. La meta de inflación para Colombia es del 3%. Bajo este enfoque, la principal herramienta para controlar los precios es la tasa de interés.

Las altas tasas de interés han generado un diferencial de rentabilidad frente a otros mercados. Los inversionistas pueden financiarse en el exterior a tasas alrededor del 5% en dólares, traer esos recursos al país e invertirlos en títulos colombianos que ofrecen rendimientos superiores al 13 %. A esto se suma la apreciación del peso, lo que incrementa aún más la rentabilidad de la operación, porque al momento de sacar los recursos del país compran los dólares más baratos.

Este fenómeno, conocido como *carry trade*, ha contribuido al fortalecimiento del peso colombiano. De hecho, si se compara con otras monedas latinoamericanas, como las de Brasil, Chile, Perú y México, Colombia presenta la

moneda más apreciada de la región.

Si bien una moneda fuerte puede tener algunos beneficios, también representa una dificultad para exportadores y productores nacionales, que ven reducida su competitividad. Este es uno de los principales dilemas que enfrenta la política monetaria: controlar la inflación mediante tasas elevadas de interés termina afectando negativamente la producción, la inversión y el empleo.

Inflación

La inflación anual alcanzó 6,29 % en septiembre de 2026, frente a 5,1% en diciembre de 2025. En el caso de los alimentos, los mayores incrementos se observan en los productos perecederos, afectados por fenómenos climáticos como El Niño y por el aumento en los costos de insumos agrícolas como resultado de las guerras de Ucrania e Irán. En cuanto a los regulados, destacan las tarifas de energía y gas, influenciadas tanto por factores climáticos como por la necesidad creciente de importar energía y combustibles.

En este contexto, aumentar las tasas de interés no resuelve ni los problemas climáticos que afecta la oferta de alimentos, ni las restricciones de oferta energética. Por ello, es una pregunta válida sobre la conveniencia de seguir utilizando exclusivamente la tasa de interés para reducir la Demanda agregada de la economía y con ello controlar la inflación, cuando el origen de esa inflación es de Oferta.

Al mismo tiempo, comienzan a observarse señales de desaceleración económica como resultado de castigar la Demanda vía tasa de interés. Aunque el crecimiento superó el 3 % durante buena parte del año, los indicadores más recientes muestran una desaceleración importante. El dato a agosto, del Indicador de Seguimiento Económico, ISE, es que el crecimiento de la economía fue prácticamente cero, y que la industria y el sector agropecuario tuvieron crecimientos negativos.

Este comportamiento negativo es producto de la desaceleración del Consumo de los hogares, que representa cerca del 75 % de la Demanda agregada de la economía. Por su parte el otro 25% de la Demanda se contrae por el ajuste fiscal, y la baja dinámica de la inversión.

En síntesis, Colombia enfrenta varios desafíos de forma simultánea: una tasa de interés elevada, una moneda apreciada, una situación fiscal compleja y una inflación impulsada principalmente por factores de Oferta.

Crecimiento

Por eso, más allá de la discusión técnica, surgen las siguientes preguntas fundamentales: ¿cuáles serán los motores del crecimiento económico en los próximos años y qué sectores estratégicos recibirán el apoyo necesario para impulsar la producción nacional?, ¿cómo se equilibrará la necesidad de controlar la inflación con la de preservar la actividad productiva, el empleo y la competitividad del país? Estas son discusiones que no tienen respuestas simples ni únicas.

El crecimiento que el país en los últimos cuatro años, hasta el segundo trimestre del 2026, estuvo jalonado principalmente por el Consumo de los hogares, y ese Consumo aumentó porque los ingresos de los hogares aumentaron. Este es un punto importante. Si el Consumo crece por ingresos es sostenible, que es diferente al caso que el Consumo creciera por endeudamiento.

¿Cuáles han sido los factores que impulsaron el crecimiento de los ingresos en el período del gobierno anterior? En primer lugar, el aumento del salario mínimo. Entre el 2023 y 2025 el salario mínimo, en promedio anual, creció alrededor del 5% real, en 2026 el crecimiento fue superior. En segundo lugar, las remesas enviadas por los colombianos en el exterior. En tercer lugar, el crecimiento de las exportaciones agropecuarias, especialmente de café, banano y flores, que son sectores que generan una importante cantidad de empleo, de manera que esas exportaciones se convirtieron en ingresos de una gran cantidad de familias. En cuarto lugar, el dinamismo del turismo. Sin embargo, es importante señalar que la tendencia del aumento de los ingresos de las familias se

revierte a partir del tercer trimestre del 2026 y que seguramente tendrá efectos negativos sobre el PIB.

Es bueno anotar que Colombia mostró fortalezas en la exportación del sector servicios. Turismo, servicios informáticos, y salud. Las empresas multinacionales demandan cada vez más talento colombiano para trabajos remotos. También se destaca el turismo de salud. Colombia se ha consolidado como un destino atractivo para personas que buscan tratamientos médicos de calidad a costos competitivos. Para muchos extranjeros resulta más económico venir al país, recibir atención médica y regresar a su lugar de origen que realizar los mismos procedimientos en sus respectivos países. El sector servicios tiene buenas potencialidades de crecimiento, y ese un dato que debemos tener en cuenta cuando se hagan las apuestas sobre el modelo de desarrollo.

En materia de exportaciones, el crecimiento estuvo apoyado principalmente en tres sectores: agropecuario, servicios y manufactura. Incluso durante el proceso de reducción de la dependencia de los hidrocarburos, parte de los ingresos que dejó de generar este sector se compensaron con el mejor desempeño de estas actividades productivas.

No obstante, en la segunda mitad del 2026 varios de estos indicadores comenzaron a deteriorarse. Las exportaciones han mostrado una tendencia descendente y parte de los ingresos externos se han sostenido principalmente por el aumento de los precios internacionales de los hidrocarburos, especialmente petróleo y carbón, más que por un incremento en los volúmenes exportados.

Aunque la cuenta corriente no refleja un deterioro tan pronunciado gracias a las remesas y al aporte del sector servicios, el balance comercial de bienes muestra el déficit más grande desde la segunda mitad del siglo pasado.

Empresarios de distintos sectores han advertido que enfrentan dificultades para competir. En algunos casos, los productos importados llegan al país a precios inferiores al costo de los insumos requeridos para fabricarlos localmente como resultado del bajo valor del dólar y la competencia China. Esta situación afecta especialmente a actividades como confecciones, calzado, manufacturas y varios sectores agropecuarios.

Conclusión
En síntesis, el país enfrenta desafíos complejos. Por un lado, una tasa de cambio apreciada; por otro, tasas de interés elevadas y un deterioro fiscal. Estos factores plantean interrogantes sobre la sostenibilidad del crecimiento económico y sobre las estrategias de financiamiento del desarrollo productivo.

La reflexión de fondo es la siguiente: Es cierto, la economía puede crecer, pero es necesario preguntarse dónde y cómo. ¿Se fortalecerán los sectores productivos como la industria, el agro, los servicios en los que somos competitivos, y las pequeñas y medianas empresas? ¿O el crecimiento continuará concentrándose en actividades de carácter financiero y rentista?

Asimismo, resulta fundamental discutir el papel del crédito, la orientación de la política monetaria y los mecanismos para impulsar sectores estratégicos de la economía. Son debates legítimos, sin respuestas únicas, pero que tendrán un impacto decisivo sobre las oportunidades de crecimiento y desarrollo del país.

Finalmente, también es importante reconocer que la estabilidad de precios sigue siendo un objetivo fundamental. La experiencia internacional demuestra que los procesos de alta inflación o hiperinflación deterioran las condiciones de vida de la población, generan incertidumbre y debilitan los acuerdos económicos y sociales.

La discusión, por tanto, no se limita al reduccionismo de tasa de interés e inflación. La verdadera pregunta es quién accede a esos recursos del crédito, bajo qué reglas se asignan y cuáles son los mecanismos de control y responsabilidad que garantizan que contribuyan al desarrollo económico y al bienestar colectivo.

Fuente: https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/es/publicaciones-investigaciones/intervencion-cesar-giraldo-esap-15-octubre-2026