

**Intervención codirector César Giraldo en el foro “Política monetaria y desarrollo económico: el Banco de la República ante la sociedad”, organizado por la facultad de Ciencias Sociales y Económicas de la Universidad del Valle**

Agradezco a la Universidad del Valle por la invitación a este espacio académico para hablar sobre Política Monetaria. El análisis que realizaré a continuación corresponde a una posición personal y no representa la postura institucional del Banco de la República, ni la de su Junta Directiva.

En primer lugar, quiero referirme al papel de la Banca Central en la historia moderna y en el desarrollo del capitalismo financiero. Y en segundo lugar, hablaré sobre la privatización de la emisión monetaria y el concepto de una Banca Central independiente.

Después de la crisis de los años treinta, la Banca Central pasó a ser una banca de desarrollo, tanto en los países centrales como en América Latina. Posteriormente, surgió el concepto de Banca Central independiente, orientada principalmente a garantizar la estabilidad financiera a través de la política monetaria y el control de la inflación mediante la tasa de interés, que es lo que se conoce como Inflación Objetivo (*Inflation Targeting*).

Utilizar la tasa de interés como único instrumento para controlar la inflación suscita debate, porque desde lo monetario se renuncia a otros mecanismos como son los balances monetarios y crediticios, las operaciones de mercado abierto, la regulación crediticia, y el mercado cambiario. Y desde lo real, que le corresponde al gobierno, se renuncia a instrumentos como resolver los cuellos de botella en la oferta de bienes y servicios, y desindexar los precios que son administrados. Además, la política monetaria basada sólo en tasa de interés tiene efectos redistributivos que no se discuten.

Uno de los puntos que a veces se pierde de vista es que la función de la Banca Central va más allá de la lucha contra la inflación. Históricamente, los bancos centrales no nacieron exclusivamente —ni en muchos casos principalmente— como instituciones encargadas de controlar los precios. Su desarrollo estuvo vinculado a varias funciones: financiar al Estado, organizar la emisión monetaria, preservar la convertibilidad del dinero, actuar como prestamistas de última instancia y, de manera cada vez más clara, garantizar la estabilidad del sistema financiero y de pagos.

El Banco de Inglaterra, creado en 1694, ilustra bien esta trayectoria. En sus orígenes fue ante todo una institución destinada a financiar al Estado y a actuar como banquero del gobierno. Con el tiempo, especialmente durante el siglo XIX y en el contexto del patrón oro, fue consolidando funciones más propiamente asociadas a la Banca Central moderna: la administración de reservas metálicas, el control de la emisión, la defensa de la convertibilidad y la provisión de liquidez en momentos de crisis financiera.

Un caso distinto, pero complementario, es el de la Reserva Federal de los Estados Unidos, creada en 1913. Su origen estuvo directamente relacionado con las crisis bancarias recurrentes y, en particular, con el pánico financiero de 1907, que evidenció la fragilidad del sistema bancario estadounidense, la ausencia de un prestamista de última instancia y los riesgos de parálisis del sistema de pagos. En este caso, la creación de un Banca Central

respondió más claramente a la necesidad de estabilizar el sistema financiero, proveer liquidez en momentos de tensión y ordenar la emisión monetaria.

Así, la Banca Central contemporánea se fue consolidando sobre varias funciones históricas que no siempre aparecieron al mismo tiempo ni con la misma intensidad: servir como banquero del Estado, organizar la emisión de dinero, preservar la estabilidad monetaria, actuar como prestamista de última instancia y proteger la estabilidad financiera y del sistema de pagos. Por eso, reducir la Banca Central exclusivamente al control de la inflación empobrece su sentido histórico e institucional.

En este marco, la independencia de la Banca Central se justificó posteriormente como un mecanismo de disciplina monetaria y credibilidad, especialmente frente a presiones fiscales o políticas de corto plazo. Sin embargo, esa independencia no elimina sus responsabilidades más amplias: preservar la estabilidad monetaria, financiera y del sistema de pagos.

Como ustedes saben, el Banco de la República de Colombia también fue creado en 1923, en el marco de la misión Kemmerer, con el objetivo de garantizar la estabilidad del sistema de pagos. Previamente se creó Banco Nacional con el propósito de consolidar el Estado, en particular un Estado nacional centralizado, en el marco del proyecto de la Regeneración liderado por Rafael Núñez y la Constitución de 1886, tras una guerra civil entre los estados federales. Sin embargo, este proyecto fracasó. El país enfrentó la Guerra de los Mil Días, a finales del siglo XIX y comienzos del siglo XX. Durante este periodo y hasta las primeras décadas del siglo XX, coexistieron diversos bancos que emitían su propio dinero.

Finalmente el monopolio del Estado sobre la moneda se consolidó en 1923 con la creación del Banco de la República bajo los principios del patrón oro. En este esquema, la emisión monetaria estaba respaldada por reservas en oro, dólares o libras esterlinas, con el propósito de garantizar la estabilidad del valor de la moneda. De manera simultánea, y en el marco de la misión Kemmerer, se establecieron importantes reformas institucionales. Entre ellas, la creación de un estatuto presupuestal —también elaborado bajo las recomendaciones de Kemmerer— y se creó la Contraloría General de la República.

El estatuto presupuestal de la época prohibía la emisión monetaria para financiar el gasto público; es decir, el Banco de la República no podía financiar al gobierno.

Con la creación de la Contraloría General de la República, se reemplazó el antiguo Tribunal de Cuentas, fortaleciendo así los mecanismos de control fiscal. El Tribunal de Cuentas era una institución heredada de España, que hacía parte de la administración pública del mundo latino. En ese contexto, el control de las finanzas públicas se concebía principalmente como un control de carácter numérico, legal y contable.

Es decir, se trataba de un control orientado al cumplimiento de la ley y la Contraloría introdujo un enfoque de vigilancia financiera. En este contexto surge también la noción de déficit fiscal, ya que, desde la perspectiva promovida por Kemmerer, lo fundamental era que las finanzas públicas se mantuvieran en equilibrio.

Estas reformas las propagó Kemmerer en América, Asia, África y Europa a comienzos del siglo XX. Cabe preguntarse por qué tantos países adoptaron las reformas de Kemmerer casi sin discusión.

¿Será por qué que Kemmerer era muy inteligente? No, era porque Los inversionistas, principalmente de Inglaterra y Estados Unidos, exigían este tipo de reformas como condición para canalizar recursos hacia estos países, ya que su principal interés era poder cobrar sus préstamos y sus inversiones financieras.

De este modo, se adoptó un esquema institucional muy similar al de Banca Central contemporánea. Sin embargo, este modelo se vio perjudicado con la crisis de los años treinta, que afectó tanto a América Latina como a las economías centrales.

El efecto en América Latina fue particular, debido a que la inserción de estas economías en la economía mundial se basaba en la exportación de productos primarios. En el caso de países como Colombia, se trataba de productos como el café, el banano, el oro y el tabaco, cuyas exportaciones colapsaron. En ese contexto, el problema radicaba en que el patrón oro exigía que la masa monetaria estuviera respaldada por reservas internacionales en metálico o divisas. Esto limitaba la capacidad de respuesta de las economías frente a la crisis, ya que restringía la expansión monetaria en momentos de caída de la actividad económica.

En Colombia, por ejemplo, en 1930, las exportaciones cayeron a la cuarta parte en valor, y las reservas internacionales se agotaron al pagar la factura de las importaciones, y al salir las reservas la masa monetaria se contrajo (los pesos salían de circulación a medida que había que comprar dichas reservas) y se produjo una deflación que fue el 40% en Colombia en 1930 y caídas del PIB del orden del 25%. Hay un trabajo de la CEPAL que reconstruyó estas cifras para Colombia. Esto sería equivalente a que, por ejemplo, si en 2026 exportáramos sesenta mil millones de dólares, y en 2027 pasáramos a exportar sólo quince mil millones.

Esto condujo a una recesión económica sumamente profunda. De hecho, Kemmerer regresó al país cuando la crisis y, según su enfoque, la solución consistía en reforzar la disciplina fiscal y monetaria, como se repite hoy día. Sin embargo, estas medidas terminaron por contraer aún más la economía.

¿Qué ocurrió entonces? El contexto se volvió aún más complejo con la guerra del Perú, en un escenario en el que, probablemente, ambos países enfrentaban dificultades económicas similares.

A raíz de la guerra con el Perú, y en aras de sostener el esfuerzo nacional, el Banco de la República comenzó a emitir dinero, rompiendo así con el patrón oro. Esta emisión se respaldó inicialmente con garantías como las minas de sal de Zipaquirá y de Nemocón.

Sin embargo, una vez que se rompe el principio del patrón oro, este cambio tiende a repetirse: el banco empezó a desempeñar un papel más activo en el financiamiento del gobierno y del sector productivo. Este giro no fue exclusivo de Colombia, sino que también se observó en los países centrales. En los países centrales, primero se impulsó el desarrollo

económico a través de políticas keynesianas activas, y luego ese activismo se transformó en el impulso del aparato de guerra. En este contexto, se pasó de una Banca Central orientada a garantizar la estabilidad monetaria a una Banca Central enfocada en promover el desarrollo económico. En América Latina, este enfoque se expresó en el Modelo de Sustitución de Importaciones. Por su parte, en Estados Unidos tomó forma a través del New Deal.

Sin embargo, en la segunda mitad del siglo XX se produjo un nuevo giro. Se avanzó hacia un modelo de Banca Central independiente, en el que se abandonó el concepto de que el Banco Central debía financiar directamente a los gobiernos y el desarrollo económico.

En el caso de Estados Unidos, en 1951 la Reserva Federal (la FED) adoptó la restricción de no financiar directamente el presupuesto público. Esta decisión respondió a las presiones inflacionarias de la época y dio lugar a un acuerdo que buscaba separar al Banca Central del gobierno, con el fin de evitar la monetización del gasto público. Desde entonces, se consolidó un esquema de Banca Central independiente en Estados Unidos.

Por supuesto, cada país presenta particularidades, pero estoy generalizando. Un ejemplo adicional es el del Banco Central Europeo, creado a finales del siglo XX en el marco del Tratado de Maastricht, como parte del proceso de integración monetaria que dio origen al euro como moneda común de la Unión Europea.

En el caso del Banco Central Europeo, su diseño estuvo fuertemente influenciado por el Bundesbank alemán, creado en 1957. Este Banco Central se caracterizó por establecer una clara prohibición de financiar directamente al gobierno, como respuesta a la experiencia de la hiperinflación en Alemania durante el período de entreguerras. Este episodio generó un desorden económico y social de tal magnitud que contribuyó al surgimiento de opciones políticas extremas, entre ellas el ascenso de Hitler al poder.

En América Latina, por su parte, los bancos centrales independientes surgieron principalmente después de las experiencias de hiperinflación registradas en la década de 1980. Colombia, a diferencia de otros países de la región, no experimentó episodios de hiperinflación en ese período. Este comportamiento particular de Colombia constituye un tema de gran interés académico: ¿qué factores explican que el país no haya caído en procesos de hiperinflación, como ocurrió en otras economías de la región? Sin duda, este podría ser un excelente tema de investigación para un estudiante.

A raíz de la experiencia de la hiperinflación de los años ochenta, entre finales de esa década y comienzos de los noventa, muchos países de América Latina adoptaron el modelo de Banca Central independiente. En el caso colombiano, el Banco de la República adquirió este carácter con la Constitución Política de 1991.

La década de 1980 es conocida como el período de la moratoria de la deuda externa, lo que hoy en día denominamos *default*. En aquel entonces se utilizaba el término moratoria. Durante esos años, varios países de América Latina suspendieron el pago de su deuda y, como consecuencia, adoptaron programas de ajuste promovidos por el Fondo Monetario Internacional.

Estos programas incluían una serie de condicionalidades que algunos recordarán: apertura de la economía, reducción del gasto público y el no financiamiento por parte del Banco Central al gobierno. Este era un requisito central exigido por el Fondo Monetario Internacional para implementar los programas de ajuste. En este contexto surge una pregunta clave: si se estaban aplicando políticas orientadas a la disciplina fiscal y monetaria, y el Banco Central no podía financiar a los gobiernos, entonces ¿por qué se registraron episodios de hiperinflación en varios países de la región? Este es otro buen tema para una tesis estudiantil.

Los países se vieron obligados a financiarse a través de la emisión de bonos de deuda pública, porque no podían recurrir al financiamiento del Banco Central. Sin embargo, se trataba de economías con baja credibilidad, es decir, países que enfrentaban serias dudas sobre su capacidad de pago. Para atraer a los compradores de bonos se ofrecieron garantías a los inversionistas mediante la indexación de los bonos, ya fuera a la tasa de cambio o a la inflación. No obstante, este mecanismo generó nuevas distorsiones, ya que las tasas de cambio registraban fuertes devaluaciones, lo que incrementaba significativamente el valor de la deuda y alimentaba presiones inflacionarias.

Como resultado, el valor de los bonos aumentaba de manera gigantesca. El gobierno, para poder atender esos pagos, debía emitir nuevos bonos con el fin de cubrir los anteriores, generando así un proceso de refinanciación continua.

Al final el Banco Central terminaba interviniendo mediante la compra de esos bonos. Al hacerlo, inyectaba dinero en la economía, es decir, emitía pesos para adquirir la deuda pública. De esta manera, se producía un aumento de la masa monetaria que, a su vez, alimentaba una espiral inflacionaria, similar a un efecto de ‘bola de nieve’.

Este proceso tiene una historia compleja que merece ser estudiada con mayor detalle. No obstante, lo importante es entender que, incluso en un régimen de Banca Central independiente y de prohibición de financiamiento directo al gobierno, una compra masiva de bonos públicos por parte del Banca Central puede expandir la cantidad de dinero en circulación y generar una hiperinflación aún hoy en día.

He contado esta historia para mostrar cómo llegamos a un modelo de Banca Central independiente, en el cual el Banco Central se separa del gobierno y no puede financiarlo mediante crédito, es decir, a través de la emisión de dinero. Sin embargo, este modelo tiene una segunda dimensión igualmente importante.

Se trata del esquema de política monetaria basado en inflación objetivo o metas de inflación, en el cual el único instrumento es la tasa de interés. Este es precisamente el debate actual en materia de política monetaria, como lo señalaba el decano. Esto implica que se ha renunciado a otros instrumentos de control de la inflación, como se señaló atrás. En Colombia, la Constitución Política y la ley establecen que la función principal del Banco de la República es preservar el poder adquisitivo de la moneda, es decir, controlar la inflación. No obstante, dichas normas no fijan una meta específica de inflación del 3%, ni se definen explícitamente un esquema de inflación objetivo. Estas son decisiones de

política que se han adoptado con el tiempo, y que pueden ser cambiadas si se requiere ajustes.

¿Por qué la tasa de interés se ha convertido en el instrumento central de la política monetaria? Esto ocurre porque la política monetaria ha renunciado al manejo directo de los agregados monetarios en lo que tiene que ver con la esfera monetaria, para no hablar de medidas en el sector real.

Bajo este enfoque, se plantea que, si se fija una meta de inflación —por ejemplo, del 3%—, esta debe ser creíble. Para lograrlo, el Banco Central ajusta la tasa de interés en función de las expectativas de inflación del mercado. En otras palabras, el problema se reduce esencialmente a un sistema de precios: el precio del dinero (la tasa de interés), el nivel de inflación que se desea alcanzar y las expectativas de inflación.

En este marco se aplica la regla de Taylor, a partir de la cual se construye todo un andamiaje teórico y modelos de política monetaria. Sin embargo, esto conduce a una pregunta fundamental: ¿qué son realmente las expectativas? Porque, al final, gran parte de la política monetaria moderna depende de ellas.

Por ejemplo, si se fija una meta de inflación del 3%, pero las expectativas del mercado se desvían, el resultado puede ser muy distinto. En Colombia, tras el aumento del salario mínimo del 23,7% en diciembre de 2025, las expectativas de inflación para 2026, que se ubicaban alrededor del 4%, subieron a aproximadamente 6,3% según los analistas, e incluso cerca del 7,7% en lo que se conoce como *'break-even inflation'*, concepto que explicaré más adelante.

Otra pregunta que surge es: ¿por qué las expectativas de inflación aumentan cuando se incrementa el salario mínimo? Allí hay una disputa entre capital y trabajo. Además, cabe preguntarse: ¿a quiénes se les hace las encuestas?: a los analistas que trabajan en sistema financiero, como ya lo ha señalado el propio ministro de hacienda, y como puede verificarse en los documentos del Banco.

Por otro lado, el *break-even inflation* corresponde a la inflación implícita en el rendimiento de los TES, es decir, de los bonos de deuda pública del gobierno en el mediano y largo plazo. Este indicador se obtiene a partir de la diferencia entre tasas de interés de instrumentos indexados a la inflación (UVR) y aquellos denominados en pesos. En esencia, el rendimiento de estos bonos incorpora una expectativa de inflación futura.

Cuando se proyecta una mayor inflación, el rendimiento del bono se hace más alto, lo que eleva las tasas de los bonos. A partir de estas diferencias, se estima la inflación implícita. El Banco de la República realiza un seguimiento detallado de estas variables y cuenta con metodologías específicas para su cálculo.

Sin embargo, me pregunto: ¿cómo separar, dentro de la tasa de interés de esos bonos, los distintos componentes que la conforman? Es decir, ¿cuánto corresponde efectivamente a inflación esperada, a riesgo de liquidez, a incertidumbre general, y cuál a factores como la opinión sobre la regulación del gobierno, por ejemplo, los impuestos a capital o el tamaño del déficit fiscal?

En ese sentido, surge una cuestión clave: ¿hasta qué punto el aumento en la rentabilidad de los bonos refleja verdaderas expectativas de inflación, y hasta qué punto responde a las exigencias de rentabilidad del capital financiero? Y los analistas y los empleados de los bancos están obviamente permeados por esa por esa visión.

En otras palabras, ¿cómo distinguir entre inflación esperada y primas de riesgo? Esta es una de las principales limitaciones de estos indicadores y un aspecto central para el análisis crítico de la política monetaria.

Entonces, se configura un fenómeno que se auto valida: una mayor rentabilidad exigida por los mercados refleja una mayor inconformidad con la política económica del gobierno y con los resultados fiscales. Esto, a su vez, se traduce en mayores expectativas de inflación, lo que termina justificando nuevos incrementos en la tasa de política monetaria, es decir, en la tasa de interés.

Se trata, en buena medida, de un proceso que se retroalimenta. Cuando los mercados no comparten contigo la orientación de la política económica, responden elevando sus exigencias de rentabilidad, lo que incide en las expectativas de inflación y por tanto la exigencia de subir las tasas de interés. Estamos en una situación donde le están diciendo a la gente que la inflación va a subir cuando la están determinando en los mercados financieros. Esta es una crítica conceptual que haría en torno al tema.

Ahora bien, surge un segundo elemento de análisis: ¿quiénes ganan y quiénes pierden con el aumento de la tasa de interés? Diversos estudios, como el de Cristian Frasser y Diego Ramírez (aquí presentes), así como otros trabajos académicos, sugieren que, aunque algunas entidades financieras de menor tamaño pueden verse afectadas negativamente con el aumento de la tasa de interés, los bancos de mayor escala no necesariamente experimentan reducciones importantes en sus ganancias. Los bancos no necesariamente pierden, pero sí ganan menos. Esto se debe a que el negocio bancario consiste fundamentalmente en captar recursos y prestar a través del crédito.

Cuando la tasa de interés sube, la tasa de captación se hace más costosa, lo que obliga a prestar a tasas más altas. Esto reduce la demanda de crédito, ya que los agentes económicos son menos propensos a endeudarse cuando el financiamiento se encarece. Además, el mayor costo del crédito tiende a deteriorar la calidad de la cartera, lo que impacta negativamente los balances. En consecuencia, los bancos tienden a ganar menos.

Aunque algunas entidades más pequeñas pueden verse particularmente afectadas, el sistema financiero en su conjunto sigue siendo rentable, y los bancos de mayor tamaño incluso pueden mantener o mejorar su posición relativa.

Ahora bien, surge una pregunta clave: si las ganancias pueden reducirse, ¿por qué los bancos apoyan aumentos en la tasa de interés? La respuesta radica en algo fundamental y es que el negocio del banquero más allá de prestar es también garantizar la recuperación de los recursos. En este sentido, tasas de interés más altas contribuyen a preservar el valor real de los activos financieros, al reducir el efecto de la inflación sobre las ganancias. Cuando una institución posee un activo financiero, por ejemplo, un TES o cartera colocada a determinada tasa de interés, su rentabilidad efectiva está dada por la diferencia entre esa

tasa y la inflación. Por ejemplo, si el rendimiento nominal es del 12% y la inflación también es del 12%, la ganancia real es cero; en cambio, si la inflación es del 2%, la rentabilidad real asciende al 10%.

En este sentido, el negocio bancario opera bajo ciertos principios fundamentales y es consciente de sus límites. Si asumen riesgos excesivos o se deterioran las condiciones macroeconómicas, puede verse comprometida su sostenibilidad. Por ello, el sistema financiero debe gestionar cuidadosamente ese equilibrio, y la tasa de interés se convierte en un instrumento clave de regulación. Aunque los bancos puedan ganar menos en un entorno de tasas altas, estas contribuyen a preservar el valor real de sus activos.

Además, el sistema financiero tiene un doble carácter: no solo actúa como intermediario financiero, sino también como rentista, particularmente a través de su participación en el mercado de deuda pública. De hecho, el 84% de las operaciones en el mercado de capitales corresponde a operaciones de títulos de deuda pública. En este contexto, las entidades financieras pueden captar recursos a tasas más altas —por ejemplo, mediante certificados de depósito— e invertirlos en bonos del gobierno, manteniendo así su rentabilidad.

En última instancia, los intereses de la deuda pública representan un gasto para el gobierno, pero al mismo tiempo constituyen un ingreso para los tenedores de esos títulos. Es decir, lo que para el Estado es un gasto, para los inversionistas es una utilidad.

La política monetaria debe entenderse en toda su complejidad y tiene que ver con todo esto. Se ha renunciado a otros instrumentos de intervención. La política monetaria tiene unos efectos redistributivos que no se pueden desconocer.

Un aumento en la tasa de interés tiene impactos diferenciados: afecta negativamente al pequeño productor, a los empresarios del sector real, a las familias, a los trabajadores y a los agricultores, al encarecer el crédito y reducir la actividad económica. Al mismo tiempo, favorece a los rentistas y a los especuladores financieros.

También suele afirmarse que la inflación es el “impuesto de los pobres”, lo cual tiene fundamento. Sin embargo, también actúa como un impuesto sobre los tenedores de riqueza financiera, ya que una inflación elevada reduce el valor real de sus activos. En otras palabras, la inflación tiene efectos redistributivos en múltiples direcciones y no afecta exclusivamente a un solo grupo.

En el fondo, el debate central gira en torno al régimen de regulación fiscal y financiero que existe. En el caso de Colombia es un régimen de inflación objetivo estricto en el cual la meta se reduce a reducir la inflación sólo con tasa de interés. Se prioriza el control de la inflación por encima de otros objetivos, como es el empleo o el crecimiento económico, a diferencia de lo que ocurre en otros países.

Pero ese régimen fiscal-financiero tiene un elemento central: la creación monetaria queda, en gran medida, privatizada. El Banca Central no puede emitir dinero para financiar directamente al gobierno, porque la Constitución Política lo prohíbe. Sin embargo, la emisión monetaria sigue existiendo. Entonces surge la pregunta: ¿cómo se crea el dinero en

Colombia y, en general, en los países que adoptaron esquemas de Banca Central independiente?

La adopción de un régimen de Banca Central independiente guarda cierta similitud con el esquema del patrón oro promovido por Kemmerer en Colombia, y vigente en los países centrales antes de la crisis de los años treinta. En ambos casos, se limita la capacidad del Estado para crear dinero con fines fiscales. Bajo este tipo de régimen, la expansión de la masa monetaria no depende directamente del financiamiento monetario del gobierno, sino principalmente de dos mecanismos: la acumulación de reservas internacionales y la creación de crédito por parte de los bancos privados.

En otras palabras, la independencia del Banca Central no elimina la emisión monetaria: la desplaza. Lo que se prohíbe o restringe es que el Banco Central cree dinero para financiar directamente al Gobierno. Pero la creación de dinero continúa, sólo que ahora ocurre principalmente dentro del sistema financiero privado, a través del crédito bancario, la expansión de depósitos, la administración de portafolios y la compra de activos financieros, entre ellos deuda pública.

Por eso puede decirse que la emisión monetaria se privatiza: el Estado renuncia a la emisión directa como mecanismo ordinario de financiamiento, mientras el sistema financiero conserva la capacidad de crear dinero bancario y de canalizarlo hacia distintos usos, incluida la adquisición de deuda pública. El resultado es que el financiamiento del Gobierno queda subordinado a los mercados financieros: el Estado emite TES, los intermediarios financieros los compran, y la relación entre dinero y gasto público queda mediada por la rentabilidad, la liquidez y las condiciones impuestas por esos mercados.

Ahora bien, cuando el Banco de la República necesita aumentar la liquidez, es decir, expandir el dinero base en la economía, puede intervenir comprando los TES al sistema financiero en el mercado secundario. En la práctica, esto significa que el Banca Central entrega pesos a cambio de esos títulos valorados a precios de mercado.

De este modo, aunque el Banco de la República no financia directamente al Gobierno, sí puede crear dinero mediante operaciones realizadas con el sistema financiero. La emisión monetaria no desaparece, sino que queda mediada por los mercados financieros: el Gobierno emite deuda, el sistema financiero la adquiere, y posteriormente el Banco Central puede inyectar liquidez comprando esos títulos o aceptándolos como respaldo en sus operaciones monetarias.

En ese sentido, aunque formalmente el Banco de la República conserva la autoridad emisora, en la práctica una parte importante de la creación monetaria queda articulada con los balances, activos y decisiones del sistema financiero. Esto introduce una dimensión fundamental: la creación de dinero no depende ya del financiamiento directo del gasto público, sino de la interacción entre deuda pública, crédito privado, portafolios financieros y política monetaria.

Algo similar ocurre con las operaciones de mercado abierto, como los REPOS. En estas operaciones, el Banca Central proporciona liquidez al sistema financiero a cambio de títulos, generalmente deuda pública, que funcionan como garantía. En esencia, se trata de

mecanismos mediante los cuales el Banco de la República canaliza liquidez hacia el sistema financiero y facilita el funcionamiento del crédito en la economía.

Por eso puede hablarse de una cierta “privatización” de la creación monetaria: no porque el Banco de la República pierda formalmente su función emisora, sino porque la expansión del dinero queda cada vez más mediada por el sistema financiero privado. El crédito bancario, la compra de títulos, la administración de portafolios y las operaciones con deuda pública se convierten en canales centrales de creación y circulación del dinero. En ese proceso, el sistema financiero cobra un “peaje” en forma de tasas de interés, valorizaciones y rentabilidades financieras.

La Banca Central independiente se justificó con el argumento de que el Gobierno no debía financiarse directamente con crédito del Banco de la República, porque eso podía generar presiones inflacionarias. Y ese riesgo existe. Sin embargo, el problema es que la restricción al financiamiento monetario del Estado no elimina la creación de dinero ni los riesgos macroeconómicos asociados. Lo que hace es desplazar esa creación hacia el sistema financiero privado.

En la práctica, entonces, se restringe el financiamiento directo del Gobierno, pero se preservan y fortalecen los mecanismos de liquidez, rentabilidad y respaldo al sistema financiero privado. Esto puede alimentar dinámicas especulativas, valorización de activos, entrada de capitales, apreciación cambiaria y rentas financieras elevadas, especialmente en contextos de tasas de interés altas, e incluso hiperinflaciones como ya ocurrió en América Latina en los ochenta. Ese, a mi juicio, es el debate de fondo: no si debe existir o no disciplina monetaria, sino quién tiene acceso a la creación de dinero, en qué condiciones, para financiar qué tipo de actividades y con qué efectos distributivos.

El problema no es simplemente técnico —emisión sí o emisión no—, sino político-económico: quién controla la creación de dinero y quién captura sus beneficios. Con esto dejaría planteados los elementos principales para abrir la discusión aquí en el auditorio.