

Sobre el aumento de tasa de interés del Banco de la República

Por Diego Borja Cornejo*

01-04-2026

1. Contexto

En un contexto en el que el peso se esté apreciando de forma sostenida cambia por completo el balance de riesgos y, por tanto, la justificación de subir la tasa. Desde marcos neokeynesianos y, con más claridad, postkeynesianos, una apreciación persistente debilita varios de los argumentos clásicos para endurecer la política monetaria.

Primero, por el canal cambiario. Una moneda que se aprecia abarata importaciones y reduce el *pass-through* a precios internos, que en economías como la colombiana es un componente importante de la inflación. En ese contexto, la apreciación ya está haciendo parte del “trabajo desinflacionario”. Subir la tasa en ese momento tiende a reforzar la misma fuerza (atrae capitales de corto plazo, mejora el *carry* y presiona más la revaluación), con lo cual el banco central podría estar sobre-reaccionando: logra más desinflación por la vía externa, pero a costa de profundizar la apreciación.

Segundo, por la naturaleza de los flujos. En un entorno de tasas altas y moneda apreciándose, aumenta la entrada de capitales financieros de corto plazo. Desde una mirada postkeynesiana, esto no es neutral: genera “dominancia financiera” sobre la política monetaria. La tasa deja de ser solo un instrumento antiinflacionario y se convierte en un imán de portafolios, con efectos colaterales: volatilidad potencial (si los flujos se revierten), presión sobre sectores transables y mayor dependencia de condiciones externas. En ese escenario, subir la tasa no corrige un exceso de demanda interna, sino que profundiza un ciclo financiero.

Tercero, por la economía real. La apreciación ya introduce un sesgo contractivo sobre la producción doméstica que compite con importaciones y sobre exportaciones no minero-energéticas. Si además se eleva la tasa, se encarece el crédito y se enfría la inversión. El resultado es una doble restricción (cambiaría más financiera) que puede afectar empleo y tejido productivo. Aquí la crítica heterodoxa es directa: se estaría usando un instrumento potente para combatir una inflación que ya viene cediendo por factores externos, generando costos internos innecesarios.

Cuarto, por la causalidad. Si aceptamos -como sugieren muchos neokeynesianos críticos y postkeynesianos-, que en episodios recientes la inflación fue impulsada en gran parte por choques de costos (alimentos, energía, tipo de cambio previo, márgenes), entonces una apreciación sostenida es señal de que esos impulsos están revirtiéndose. En ese caso, subir la tasa parte de un diagnóstico discutible

* Master en Economía por la Université Catholique de Louvain-la-Neuve.

(inflación “de demanda”) y puede terminar desalineado con la fuente del problema.

Ahora bien, hay matices importantes. Un banco central podría argumentar que, aun con apreciación, necesita mantener o subir la tasa si observa: (i) expectativas de inflación desancladas, (ii) presiones internas persistentes (salarios, indexación), o (iii) riesgo de que la apreciación sea transitoria y una relajación prematura lleve a una depreciación brusca posterior. Ese argumento existe, pero exige evidencia sólida de esas presiones. Si no la hay, el endurecimiento luce procíclico respecto del canal financiero.

En términos de política, la lectura más equilibrada sería: con una apreciación continua del peso, el banco central debería ser más cauteloso con subidas adicionales e incluso considerar una normalización gradual de la tasa, complementada -si le preocupa la volatilidad de flujos- con herramientas macroprudenciales o de gestión de liquidez. De lo contrario, corre el riesgo de lograr desinflación “rápida” vía tipo de cambio, pero al precio de sobreapreciación, menor diversificación productiva y mayor fragilidad financiera.

En este contexto, la política del Banco de la República adquiere un carácter procíclico: soportar las condiciones financieras cuando los factores que impulsan la inflación ya se están revirtiendo y cuando el tipo de cambio está contribuyendo a la desinflación. En lugar de suavizar el ciclo, lo amplifica.

2. Respuesta del Banco de la República

El Banco de la República no solo respondió a la inflación, sino que terminó sosteniendo durante demasiado tiempo una tasa de interés real ex post muy alta, es decir, una tasa de intervención claramente por encima de la inflación observada.



En el gráfico, eso aparece como la ampliación de la brecha desde 2023 en adelante. La lectura ortodoxa diría que esa dureza monetaria era necesaria para “anclar expectativas” y defender la moneda. Pero desde una mirada heterodoxa la conclusión es más crítica: esa política pudo contribuir a la apreciación del peso colombiano por la vía financiera -atracción de capitales de corto plazo, *carry trade*, mejora relativa del rendimiento en pesos-, sin que eso pruebe que la inflación original haya sido causada por “exceso de dinero”. Más bien, lo que se observa es que la tasa se mantuvo elevada cuando buena parte del impulso inflacionario ya venía cediendo por factores de oferta, menores choques externos y desaceleración de precios internacionales.

En otras palabras: el Banco actuó como si el problema fuera esencialmente monetario, cuando una parte decisiva del fenómeno era de costos, de precios importados, de estructura productiva y de conflicto distributivo.

Desde el punto de vista postkeynesiano, esto es central. La causalidad no va mecánicamente de masa monetaria a precios; más bien, el dinero es endógeno: el crédito responde a la actividad, a los costos y a la demanda de financiamiento, y luego el sistema monetario acomoda esa necesidad. Por eso tiene sentido que la propia FED haya relativizado o incluso invertido la relación entre agregados monetarios e inflación: no porque “el dinero no importe nunca”, sino porque los agregados monetarios no funcionan como un motor autónomo y estable de los precios.

Los neokeynesianos más serios, aunque mantienen un papel para la tasa de interés y las expectativas, también han terminado reconociendo que en episodios inflacionarios concretos la causalidad puede ir de precios a dinero: suben los precios, aumenta la necesidad nominal de financiamiento, crecen los balances, y recién después se observan expansiones monetarias.

Los estructuralistas latinoamericanos dirían algo parecido: la inflación en economías como la colombiana suele venir de cuellos de botella, *pass-through* cambiario, concentración sectorial, precios regulados, alimentos, energía y choques externos, no de un exceso abstracto de circulante.

Cuando el Banco Central del Ecuador, en dolarización, realizaba la encuesta de utilización de capacidad instalada, sus resultados eran valiosos precisamente porque aterrizaba la discusión. Si la economía no está operando al límite, si existe holgura productiva, si el problema no es un exceso de demanda generalizada sino restricciones específicas o choques de costos, entonces la tesis monetarista pierde fuerza. Esa herramienta permitía discutir con evidencia concreta la pretensión neoclásica de que toda inflación es, en el fondo, “demasiado dinero persiguiendo pocos bienes”.

En Colombia, un enfoque de ese tipo llevaría a preguntar: ¿cuánto de la inflación reciente vino de demanda interna desbordada y cuánto de alimentos, energía, tipo de cambio, márgenes empresariales, indexación y shocks externos? Si la respuesta es que predominó lo segundo, entonces subir la tasa hasta producir

una apreciación del peso puede bajar parte de la inflación importada, sí, pero al costo de enfriar inversión, encarecer crédito productivo, afectar empleo y reforzar la reprimarización financiera de la economía.

Además, la apreciación del peso no debe interpretarse automáticamente como signo de “éxito macroeconómico”. Desde esta perspectiva, puede ser más bien el resultado de una política que privilegia la estabilidad nominal y la renta financiera por encima de la transformación productiva. Un peso apreciado abarata importaciones y ayuda a moderar el IPC de transables, pero también puede golpear a exportadores distintos de los minero-energéticos, a la industria y a la producción local que compite con importados. Es una desinflación lograda parcialmente por la vía cambiaria y financiera, no necesariamente por una mejora estructural de la oferta. En términos postkeynesianos, eso equivale a disciplinar la economía real para tranquilizar a los mercados financieros.

Cuando Stiglitz o Acemoglu han criticado la gestión de la tasa de interés en Estados Unidos, lo que subrayan no es solo un error técnico, sino el hecho de que la política monetaria nunca es socialmente neutral. Tasas altas redistribuyen ingreso hacia acreedores y tenedores de activos financieros, encarecen la deuda pública, debilitan la capacidad de negociación laboral y enfrían la actividad. Es decir, tienen un contenido de clase.

En Colombia, una tasa persistentemente alta no solo busca reducir inflación: también protege la valorización financiera en pesos, fortalece a los rentistas, premia la liquidez y castiga a empresas endeudadas, hogares con crédito y al empleo. Por eso, desde una óptica nekeynesiana crítica y, con más razón, desde una postkeynesiana, puede sostenerse que la decisión del Banco de la República de mantener una postura tan restrictiva contribuyó a la apreciación del peso, pero lo hizo a través de un mecanismo regresivo y con eficacia discutible sobre las causas reales de la inflación.

La política monetaria no solo gestiona la inflación, también distribuye ingresos. El Banco de la República está presionando un reordenamiento de precios financieros y del tipo de cambio, aun cuando el origen de la inflación haya sido predominantemente no monetario. Dicho de otra manera, el Banco pudo influir sobre la moneda y sobre la desaceleración del IPC, pero eso no significa que haya atacado la causa principal de la inflación. Significa que utilizó el instrumento más poderoso que tiene: la tasa de interés, para producir una corrección macrofinanciera cuyos costos recaen sobre la producción, el empleo y los sectores no rentistas.

Lo que emerge no es solo una política antiinflacionaria, sino un régimen de dominancia financiera, en el cual la tasa de interés se convierte en un instrumento para sostener la valorización de activos financieros y atraer capitales, subordinando la dinámica de la economía real.

3. Crítica del Presidente Gustavo Petro al Banco de la República

Cuando el presidente Petro dice que es completamente estrafalaria la posición de los 4 de la junta directiva del Banco de la República, porque pone en riesgo el nivel de vida de la población colombiana y su empleo. Cuestiona la base técnica para tomar esta decisión, fundamentada en una encuesta a 26 referentes, que son los dueños de los bancos. Es muestra de que el Banco ha perdido su real independencia.

Se plantea el siguiente debate: (i) qué tan contractiva fue la postura del banco y con qué costos, (ii) qué evidencia se usó para decidir, y (iii) qué significa, en la práctica, la independencia del Banco de la República.

Desde un marco nekeynesiano y, con más énfasis, postkeynesiano, hay un punto de partida claro: cuando la inflación viene en buena medida de choques de oferta, precios importados y márgenes, sostener tasas reales altas durante mucho tiempo tiende a enfriar la economía más de lo necesario. Eso puede traducirse en menor inversión, crédito más caro, deterioro del empleo y del ingreso real, incluso si ayuda a moderar el IPC por la vía financiera y cambiaria.

En ese sentido, sí es defendible la preocupación por los costos sociales de una postura excesivamente restrictiva, sobre todo cuando el propio gráfico sugiere que la brecha tasa de interés – inflación se amplió cuando la inflación ya venía cediendo.

La discusión no es si la tasa “debía” ser alta o baja en abstracto, sino si el nivel y la duración de la restricción fueron proporcionales al origen de la inflación. Ahí es donde la crítica heterodoxa gana fuerza: si el shock no era principalmente de demanda, el sesgo contractivo pudo haber sido sobredimensionado.

Sobre la base técnica (una encuesta a 26 referentes -banqueros-) usada. Los bancos centrales del mundo incorporan encuestas de expectativas (a analistas, empresas, intermediarios) como un insumo más. El punto crítico es el peso relativo que se les da y la composición de la muestra. Si el insumo dominante proviene de actores con exposición directa a la tasa (intermediación financiera), existe el riesgo de sesgo de perspectiva: esos agentes internalizan mejor la estabilidad nominal y la rentabilidad financiera que los efectos sobre empleo o estructura productiva. Una práctica robusta exigiría triangular: encuestas a hogares y firmas no financieras, indicadores de utilización de capacidad, salarios, márgenes sectoriales, *pass-through* cambiario, y evidencia de oferta. Si la decisión se apoyó de forma desproporcionada en un grupo estrecho, la crítica metodológica es válida: su uso es insuficiente y sesgado.

Sobre la autonomía del Banco de la República.

Un banco puede ser formalmente independiente y, aun así, alinearse sistemáticamente con preferencias del sistema financiero o con una visión

particular de estabilidad (baja inflación como objetivo dominante), lo que algunos autores llaman “sesgo de clase” o “captura cognitiva”.

En el caso del Banco de la República se está poniendo en evidencia una independencia asimétrica, donde la institución es muy autónoma frente al gobierno pero permeable a consensos del sector financiero y a un marco analítico (más monetarista) que subestima factores de oferta.

Quienes abogan por la autonomía absoluta del Banco de la República, hacen una interpretación de la autonomía como separación, lo cual implica una lectura incompleta de la Constitución, que en realidad establece un principio de autonomía coordinada, no de autonomía aislada. Lo que se configura es un desalineamiento macroeconómico: mientras la política económica general busca sostener el crecimiento, la política monetaria introduce un sesgo contractivo que neutraliza ese esfuerzo.

Existe un problema de correspondencia entre instrumento y objetivo: la tasa de interés es eficaz para moderar la demanda, pero limitada frente a choques de oferta. En ese sentido, la política aplicada presenta un desajuste instrumental. La autonomía técnica no excluye la rendición de cuentas. Por el contrario, la refuerza: cuanto mayor es la autonomía de una institución, mayor debe ser la exigencia de justificar sus decisiones en términos de resultados económicos y sociales.

Cuando la defensa de la autonomía sustituye la discusión sobre los efectos económicos de las decisiones, la política monetaria deja de ser un instrumento técnico para convertirse en un dogma. Y en ese punto, la autonomía deja de ser garantía de buen gobierno económico y se convierte en un límite para el debate democrático.