

# La banca central moderna: tendencias y retos

Invitamos a Francisco Azuero, Profesor Asociado de la Universidad de Los Andes, a reflexionar sobre el papel que han jugado los bancos centrales en el mundo. ¿Son los bancos centrales simples técnicos o los últimos salvavidas de la economía?

# La banca central moderna: tendencias y retos

Francisco Azuero Zúñiga  
Profesor Asociado, Facultad de Administración  
Universidad de los Andes

## Introducción

La discusión sobre las responsabilidades de la banca central como preservadoras del valor de la moneda y como protagonistas importantes en la preservación de la solidez del sistema financiero se ha activado en los últimos años. Por ejemplo, en Estados Unidos, en Turquía y en Colombia se han agudizado las discusiones entre el poder ejecutivo y las autoridades monetarias sobre la conveniencia o no de elevar las tasas de interés de intervención en respuesta a amenazas de inflación. También está en discusión el papel que deben desempeñar estas instituciones frente a la mayor digitalización de la economía. Ello ha puesto de presente la necesidad de reabrir el debate sobre los objetivos que debe tener el banco central, la necesidad de su independencia frente a los gobiernos y el tipo de coordinación que deben existir con otras políticas económicas, como la fiscal.

La segunda sección de este artículo busca situar las responsabilidades actuales de la banca central en un contexto histórico que permita entender la motivaciones por las cuales estas instituciones fueron creadas, y la sucesiva evolución de sus responsabilidades. En la tercera, se plantean el estado de la discusión de algunos temas relevantes, como la independencia frente al poder ejecutivo, el esquema de inflación objetivo, adoptado en varios países, entre ellos Colombia, en los años noventa del siglo pasado, las limitaciones que pueden tener frente a la política fiscal (el caso de la llamada “dominancia fiscal”) y el papel que pueden desempeñar en la gestión de los sistema de pago, especialmente ante la mayor digitalización en las transacciones.

## Orígenes y funciones de la banca central

En la medida en que se extendió el uso de la moneda fiduciaria, especialmente en las economías occidentales <sup>1</sup>, se generó inicialmente un sistema de “libre emisión” por parte de bancos privados. Estos se

---

<sup>1</sup> Se entiende por moneda fiduciaria aquella que no tiene valor intrínseco. En su origen, su aceptación como medio de pago depende de la confianza en el emisor, quien debía comprometerse a convertir sus títulos de deuda emitidos en moneda con valor intrínseco, por ejemplo, por ejemplo oro o plata.

desarrollaron desde finales de la edad media en Italia, evolucionando desde recibos por depósitos de oro en custodia que entregaban orfebres, recibos que posteriormente se fraccionaron en pequeñas unidades y que pasaron de ser nominativos (redimibles solo por el depositante), a pagaderos al portador. Estos recibos son los predecesores de los billetes que hoy conocemos.

Este sistema llegó a caracterizarse por la existencia de múltiples monedas al interior de un país, según el número de bancos emisores autorizados a operar. Por otro lado, los bancos, con una regulación y controles apenas incipientes, podían ceder a la tentación de utilizar exageradamente su posibilidad de multiplicar el dinero a través del crédito, emitiendo billetes en cantidades bastante superiores al valor de sus reservas en moneda intrínseca. Las crisis financieras eran por lo tanto recurrentes. En el siglo XIX, por ejemplo, la economía de Estados Unidos fue afectada por varias de ellas, que conducían inevitablemente a recesiones. La crisis de 1907 fue particularmente aguda, y llevó al Congreso a reconsiderar la idea de un banco central, idea que había sido rechazada por dos de los fundadores de la Unión: Thomas Jefferson y James Madison (Bernanke B. , 2022). En Colombia, fue la insolvencia del Banco López la que condujo a acelerar la puesta en funcionamiento del Banco de la República en 1923, que había sido recomendada por la Misión Kemmerer (Meisel , 1990, pág. 280).

Una conceptualización importante sobre la necesidad y el papel de los bancos centrales fue la planteada por Bagehot (1873), quien estableció los principios que debían guiar la política de préstamos a los bancos comerciales: debía prestar a una tasa penalizada, y solo sobre colaterales sólidos. El propósito era el de que se pudiera reaccionar de manera rápida frente a caídas en los depósitos, pero desestimulando un manejo irresponsable por parte de los administradores de los bancos.

Las funciones de la banca central han evolucionado con el tiempo. Si bien el propósito original de los primeros de ellos, el Banco de Inglaterra (establecido en 1694) y el Riksbank de Suecia (de 1667) , era el de ayudar a los gobiernos en sus esfuerzos bélicos, bien a través de la financiación directa o interviniendo en los mercados de deuda pública, (Bordo , 2021, pág. 6) sus responsabilidades, especialmente desde principios del siglo XX han evolucionado hacia las siguientes (Goodhart, 1988)

- Proveer un eficiente sistema de pagos. Desde ese punto de vista, se trata de un típico bien público, que cumple las condiciones de no rivalidad y no exclusión característica esencial de este tipo de bienes.
- Propender por la estabilidad del sector financiero, a través de crédito de liquidez, que para aplicar uno de los principios de Bagehot (1873) debe ser cartera de buena calidad (es decir, se trata de

operaciones de redescuento), o compra de títulos con pacto de reventa de títulos negociables en las bolsas de valores, es decir lo que hoy se conoce como operaciones “repo”<sup>2</sup>.

- Asegurar estabilidad en el valor de la moneda. En la época del patrón oro, esto se lograba comprometiéndose a la convertibilidad de la moneda fiduciaria por su equivalente en ese metal precioso. Posteriormente, con el abandono del patrón oro, la provisión de liquidez a la economía dejó de guardar proporción con las reservas en metal que tuviera el banco central. Operar sin esta restricción puede ser aprovechada por los gobiernos para incrementar exageradamente las utilidades por señoreaje del banco, se trata del “impuesto inflacionario”. Para evitarlo, sobre todo teniendo en cuenta los múltiples efectos negativos que tiene la inflación, se llegó al consenso de que el crecimiento de la oferta monetaria debe ser tal que se evite la pérdida del valor de la moneda a través de esas emisiones exageradas, pero suficiente para que se permita el crecimiento de la economía según su potencial. Esta propuesta fue desarrollada teóricamente por Friedman (1967).
- Como prestamista a los bancos, el banco central debe asegurarse de la solidez financiera de sus deudores, lo cual exige labores de vigilancia sobre los riesgos asumidos por ellos y sobre su solidez financiera. En algunos países de latinoamericanos asesorados por la Misión Kemmerer, se optó porque esa vigilancia fuera adelantada por organizaciones distintas. Ese fue el caso de la Superintendencia Financiera de Colombia, que se creó simultáneamente con el Banco, en la ley 45 de 1923.
- Después de la segunda guerra mundial, y con el auge de las políticas Keynesianas, se ha encargado a los bancos centrales el papel de contribuir a la estabilidad macroeconómica, buscando disminuir la intensidad de los ciclos económicos.

La historia de la banca central ha sido un proceso de aprendizaje permanente. La hiperinflación de los años 20 en Alemania, durante la República de Weimar, tuvo su origen en la emisión incontrolada por parte del Reichsmark (antecesor del actual Bundesbank). Según Feldman (1997) la absoluta falta de independencia de este banco central permitió que la inflación fuera utilizada como herramienta política para demostrar que Alemania no podía pagar las reparaciones que le habían sido impuestas por el tratado de Versalles que puso fin a la primera guerra mundial.

Por otra parte, sin que fuera el principal causante de la Gran Depresión de los años treinta, la Reserva Federal, como lo señalan Friedmann y Schwartz (1963), así como Bernanke (2022, pág. xvii), el compromiso con el mantenimiento del patrón oro le impidió responder adecuadamente a la deflación

---

<sup>2</sup> La ventaja de las operaciones “repo” sobre un crédito convencional es que la propiedad del título queda registrada a nombre del acreedor, mientras que en el crédito el colateral se registra como “garantía”. Esta figura protege al banco central de posibles pérdida frente a la quiebra del banco deudor. Cuando este último no puede cumplir su obligación de recompra, la propiedad de los títulos pasa a ser del banco central, sin necesidad de ningún proceso judicial.

destruictiva que se presentó a principios de los años 30. Por otra parte, “hizo muy poco para detener los pánicos bancarios, a pesar de que se suponía que detener esos pánicos habían sido una de las motivaciones para su creación” (Bernanke B. , 2022, pág. xvii)

## Tendencias de la banca central moderna

### *Independencia*

Basado en la experiencia histórica, es abundante la literatura que ha enfatizado la importancia de la independencia del banco central frente a las presiones políticas de corto plazo. Esa independencia se manifiesta en las siguientes dimensiones (Cukierman , Webb , & Neyapti , 1992, pág. 356) :

- El mandato legal que tenga el banco: un objetivo claro, por ejemplo, el de preservar el valor de la moneda, permite que la evaluación de su gestión sea más clara por parte de la sociedad y que no haya conflicto entre objetivos.
- Su gobernanza: la manera como se eligen los miembros de su junta directiva y su gerente.
- Las posibilidades o restricciones que tenga para financiar gasto público a través de emisiones.

Las principales justificaciones para la independencia del banco central son las siguientes:

a) El problema de la inconsistencia Inter temporal. Este fenómeno se presenta cuando las preferencias de un agente económico pueden ser diferentes en dos momentos del tiempo. Un gobierno puede encontrar óptimo un determinado comportamiento en el año  $t$ , pero tener otra preferencia diferente en el año  $t+1$  (Klein , 2008 ). Un ejemplo de este comportamiento fue ilustrado por Kydland y Prescott (1977), utilizando precisamente la política monetaria. Un banco central puede estimular la actividad económica en el período actual, aún si en el período siguiente se genera un incremento en la inflación, sin efectos positivos sobre la tasa de crecimiento de la economía. También en la política fiscal puede presentarse este tipo de inconsistencia: un incremento exagerado en el gasto público, financiado bien por endeudamiento (cuyo servicio se pagará en un momento posterior) o elevando exageradamente la tributación (que puede ocasionar una caída en la inversión privada y afectar por lo tanto el crecimiento futuro) puede ser tentador para un gobierno que aspire a ser reelegido.

En el terreno fiscal, las sociedades pueden desarrollar instituciones que las protejan frente las tentaciones de esta inconsistencia: límites al endeudamiento, reglas fiscales, etc. En el caso de Colombia, un paso importante se dio con la obligación establecida en la Ley 819 de 2003 que obligó al gobierno a publicar, antes de la presentación del presupuesto anual, un Marco Financiero de Mediano Plazo que debe incluir, entre

otros, un análisis de la sostenibilidad de la deuda pública. En el mismo sentido se dictó en 2011 la ley 1473 de 2011 sobre la Regla Fiscal, complementada después por la 2155 de 2021.

En últimas un gobierno, especialmente en circunstancias relacionadas con los ciclos electorales, tendrá tendencia a privilegiar el corto sobre el mediano y el largo plazo, ello porque la tasa de descuento que utiliza para medir tanto los beneficios como los costos de sus decisiones es más alta que la del resto de la sociedad (Alesina & Tabellini, 1990).

Un banco central al que se le haya establecido como misión principal la de preservar el valor de la moneda (es decir, evitar la inflación), debe tomar decisiones impopulares, que por ello pueden estar en contravía de los intereses de un gobierno. Como lo dijo William Mc Chesney en un discurso ante una reunión de la Asociación de Banqueros de Inversión de Estados Unidos, “La Reserva Federal es como la chaperona que debe quitar el licor, justo cuando la fiesta está en su mejor momento” (McCheesy, 1955).

b) Manejo de las expectativas. Las expectativas sobre el comportamiento de la inflación pueden convertirse en profecías autocumplidas. Si todos los agentes económicos piensan que la inflación va a subir, todos ellos van a ajustar sus comportamientos para protegerse o aprovecharse de ella, lo cual hace que la inflación termine subiendo. Las contribuciones de Phelps (1967), y Friedman (1967), sobre la capacidad que tienen los agentes económicos de anticiparse a comportamiento oportunistas de los gobiernos para renegar de sus compromisos de combatir la inflación condujeron a la recomendación de Rogoff (1985) de la existencia de un banco central que reúna las siguientes condiciones: a) que sea independiente del ciclo político b) que, al privilegiar el mediano y largo plazo sobre el corto, tenga una tasa de descuento más baja que los políticos c) que en su función objetivo el combate a la inflación tenga una mayor prioridad.

Para que las expectativas de inflación que plantea el banco sean asimiladas por la sociedad, deben ser creíbles. Esa credibilidad se construye con el tiempo. Barro y Gordon (1983), señalaron la importancia de compromisos firmes por parte de la autoridad monetaria, compromisos que solo son creíbles si el público percibe que ella no puede ser influenciada por los intereses de corto plazo de los políticos. Desde ese punto de vista, una estrategia de comunicaciones adecuada es un complemento indispensable de la política monetaria.

c) Independencia entre la política fiscal y la monetaria. Se trata en primer lugar de evitar que el banco central se convierta en la caja menor del gobierno. Frente a las alternativas de incrementar los impuestos o de reducir el gasto, medidas que pueden representar al gobierno costos políticos, la alternativa más fácil para éste puede consistir en pedirle al banco central que emita dinero a su favor. Esta situación puede traducirse en incrementos, en un principio leves, de la inflación, pero la emisión fiscal se convierte inevitablemente en un vicio. Como los adictos, los gobiernos no se satisfacen con pequeñas dosis. Con el tiempo se presenta el riesgo de inflaciones más altas e incluso de hiperinflaciones, como ha sido el caso de muchos países de

América Latina, como Venezuela y Argentina. Fischer, Sahay y Végh (2022) encontraron altas correlaciones entre los altos déficits fiscales financiados con emisión y los episodios de alta inflación.

d) Especialización técnica . La política monetaria es una actividad que exige una profunda especialización. Hoy las decisiones que tome el banco central deben basarse en modelos sofisticados, que demandan conocimientos profundos de la economía, especialmente en macroeconomía y econometría, así como en finanzas, tecnología de la información, etc. Si bien en algunos ministerios y agencias estatales es normal, e incluso deseable, que su dirección corresponda a las afinidades políticas de los gobiernos, en el caso de entidades como el banco central se ha llegado a la conclusión de que es mejor garantizar estabilidad, no solo para sus directores sino para su staff técnico.

No es de extrañar, a partir de las consideraciones anteriores, que la independencia de los bancos centrales haya sido una tendencia desde los años ochenta en países como Nueva Zelandia, el Reino Unido y Chile. Las naciones que conformaron la zona euro llegaron también a la conclusión de que lo mejor era darle una amplia autonomía al Banco Central Europeo.

En el caso de Colombia, esto se tradujo en la definición en la constitución de 1991, del otorgamiento de la independencia del poder político para el Banco de la República. Esa independencia se manifestó en su objetivo ( velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda), en la prohibición de financiar al Estado, salvo con la aprobación unánime de la junta del Banco, en la prohibición de cupos de crédito a favor del Estado o de particulares, (art 373), en la composición de su junta directiva y en la designación de sus miembros (art 372) <sup>3</sup>.

### ***El esquema de inflación objetivo***

Una innovación importante que se ha desarrollado desde los años 90 del siglo pasado en la política monetaria es el esquema de “inflación objetivo”. Según Bernanke, Laubach , Mishkin y Posen (1999), consiste en un “marco de toma de decisiones para la política monetaria caracterizada por el anuncio público de metas cuantitativas oficiales (o metas rango), para la tasa de inflación sobre uno o más horizontes de tiempo. Debe estar acompañada por un esfuerzo por comunicarle al público dichas metas. La información principal que se busca obtener para la toma de las decisiones es el comportamiento de la inflación actual y las expectativas de los agentes económicos sobre ella. La variable instrumental principal con la cual actúa el banco central es la tasa intervención, que es el interés de las operaciones de liquidez a los bancos

---

<sup>3</sup> Para un análisis crítico de las normas constitucionales y legales relacionadas con el Banco de la Republica de Colombia, ver Alesina, Carrasquilla y Steiner (2002 )

comerciales. Se espera que esta tasa incida sobre todas las otras de la economía, empezando por la interbancaria.

Antes de la puesta en operación de este objetivo, la variable más usada por las autoridades monetarias para buscar incidir sobre la inflación era el crecimiento de la oferta monetaria. Para garantizar un sano equilibrio, la oferta debía guardar correspondencia con el crecimiento proyectado de la demanda monetaria. Varios problemas surgieron para poder asegurar este equilibrio, como la inestabilidad en la velocidad del dinero <sup>4</sup>, que hacía imprecisos los cálculos de dicha demanda.

Frente a estas dificultades varios países, como Nueva Zelanda, el Reino Unido, Suecia, Australia, Finlandia, España e Israel fueron los primeros que adoptaron este marco de política monetaria.<sup>5</sup> La información principal que se busca obtener para la toma de decisiones es el comportamiento de la inflación actual y las expectativas de los agentes económicos sobre ella. Para expresarlo en términos metafóricos, en lugar de calcular la velocidad actual de un automóvil utilizando complejas fórmulas que tomen como variables independientes la presión que se está ejerciendo sobre el acelerador, el peso del automóvil, la fuerza proporcionada por el motor, el octanaje del combustible, etc., es mucho más práctico y preciso mirar el velocímetro, y para calcular las expectativas sobre la hora de llegada, utilizar instrumentos como las aplicaciones de información geográfica (GoogleMaps y Waze).

Colombia adoptó el esquema de inflación objetivo en 1999. Como lo manifestó Antonio Hernández (2023), miembro de la Junta Directiva en ese momento, la adopción de este esquema fue posible porque previamente se habían tomado decisiones que permitían que el objetivo fijado por el banco fuera creíble:

- El abandono de la banca cambiaria. Comprometerse con una determinada tasa de cambio le resta margen de maniobra a la política monetaria. El trilema imposible formulado por Mundel (1963) y por Fleming (1962) señala que es imposible para un país tener al mismo tiempo libre movilidad de capitales, tasa fija de cambio (o banda cambiaria), y política monetaria autónoma.
- Profundización del mercado de deuda pública. En la medida en que exista una abundante oferta de estos instrumentos, es posible para los bancos respaldar sus operaciones de crédito con el Banco de la República con este tipo de colaterales. Colombia profundizó este mercado desde mediados de los años noventa.

---

<sup>4</sup> La velocidad del dinero puede entenderse como el número de veces en que una unidad monetaria circula en promedio durante un período de tiempo. Un aumento en la velocidad disminuye la demanda por dinero por parte de los agentes económicos,

<sup>5</sup> Un análisis de las razones que llevaron a varios países a adoptar el esquema se encuentra la proporcionan Bernanke y Mishkin (1997).

- Posibilidad de contar con información y modelos estadísticos más precisos que permitieran entender mejor los mecanismos de transmisión de la política monetaria sobre el producto y sobre los precios.

En cuanto al indicar de inflación se tomó la decisión de utilizar el Índice de Precios al Consumidor, publicado por el DANE, “por ser el más conocido, y porque facilita la comunicación con el público acerca del objetivo primario del Banco de la República” (Gómez-Restrepo , Uribe , & Vargas-Herrera, 2017) . De todas maneras, la junta mira otros indicadores que se agrupan bajo el concepto de inflación básica, como el IPC sin alimentos, el IPC sin alimentos ni regulados, y el IPC núcleo 15<sup>6</sup> (Banco de la República, Colombia, 2026).

### Los peligros de la dominancia fiscal.

Desde los años ochenta la literatura académica ha llamado la atención sobre el peligro de que los bancos centrales pierdan sus posibilidades de combatir la inflación cuando los gobiernos incurren en déficit fiscales excesivos. Sargent y Wallace (Fall 1981 ), argumentan que en la eventualidad de que la tasa de interés de los títulos emitidos por el gobierno sea superior a la tasa de crecimiento de la economía, la demanda por dichos bonos va a ser inferior a la necesaria para financiar el déficit fiscal, y el Banco Central debe emitir dinero para llenar el faltante, comprometiendo sus esfuerzos para asegurar un crecimiento de la oferta monetaria compatible con el objetivo de combatir la inflación.

Continuando con la posible contradicción entre las políticas fiscales y las monetarias, Lepper (1991) clasifica las políticas económicas en “activas” y “pasivas”. Es imposible que ambas sean activas. Si la política monetaria es activa, pasa a ser dominante: el gobierno debe ajustar el valor de sus déficits y por lo tanto, de su deuda, para evitar la inflación. La política fiscal pasa a ser dominante cuando el gobierno no ajusta sus balances fiscales. La política monetaria pasa a ser pasiva: es imposible para el banco central controlar la oferta de dinero, y por lo tanto se genera inflación.

Una visión más contemporánea es la de Cochrane (2023 ), quien lleva el argumento hasta el punto en que afirma que la inflación está determinada fundamentalmente por la política fiscal, a través de la relación entre el valor presente de la deuda pública, y el valor presente de los superávits fiscales futuros. Si el gobierno es disciplinado desde el punto de vista fiscal, el mercado prevé que existan superávits futuros, el valor presente real de la deuda se mantiene y por lo tanto no se registra inflación exagerada. Por el contrario, si como consecuencia de los déficits fiscales se genera desconfianza en que el gobierno pueda pagar la deuda con los impuestos futuros, el valor real de la deuda debe caer, y la única manera en que ello sea posible es a

---

<sup>6</sup> Esta medida excluye del IPC las subclases que registraron la mayor volatilidad de precios y que representan alrededor del 15% de la ponderación total del IPC.

través de un incremento en los precios. Es el fenómeno conocido como licuefacción de la deuda pública: a través del impuesto inflacionario, se produce un traslado de recursos de la sociedad hacia el gobierno.

Aplicada esta discusión al caso colombiano, toma relevancia la idea de la “coordinación” del Banco de la República con la política económica general (entre las cuales está la política fiscal), consagrada en el artículo 371 de la Constitución. El artículo 3 de la ley 31 de 1992 (ley del Banco de la República) desarrolla más esta idea, al establecer que estas funciones “ se ejercerán en coordinación con la política económica general prevista en el programa macroeconómico aprobado por el Consejo Nacional de Política Económica y Social CONPES, siempre que ésta no comprometa la responsabilidad constitucional del Estado, por intermedio del Banco de la República, de velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. Por ejemplo, si dicho programa macroeconómico incluye una financiación directa por Banco de la República al gobierno, o una adquisición de títulos del tesoro por parte del Banco en operaciones de mercado abierto, que tenga como propósito aumentar la demanda de estos títulos y evitar un descenso en su tasa de interés (con el resultado de que le queda más fácil al gobierno endeudarse), el Banco no estaría obligado a colaborar con el gobierno en dicha política, puesto que en ambos casos la emisión monetaria resultante compromete el objetivo de luchas contra la inflación. Tal parece que los legisladores quisieron dejar explícita, para el caso del Banco de la República, la dominancia de la política monetaria sobre la fiscal.

Es posible que aún en circunstancias en que se mantenga la independencia del banco central, pueda presentarse un escenario de dominancia fiscal. Si el programa macroeconómico aprobado por el gobierno contempla déficit explícitos (con los cálculos ingresos y gastos proyectados) o implícitos (sobrestimando ingresos o subestimando gastos proyectados), las presiones sobre el valor presente de la deuda, que se refleja en mayores intereses nominales en los títulos de deuda emitidos, pueden comprometer la política monetaria, obligándola a acomodarse, temprano o tarde, a una política fiscal expansiva. Una descripción teórica de este escenario puede verse en Calvo (Calvo , 1988) y una aplicación práctica para una economía latinoamericana en Blanchard (2004).

### ***Sistemas de pagos y monedas digitales***

Para que el dinero emitido por el banco central pueda desempeñar sus roles de unidad de cuenta, depósito de valor y medio para liquidar transacciones entre agentes económicos, es necesario que se desarrollen mecanismos eficientes de custodia, transporte y transferencia de propiedad.

Los bancos centrales desde sus orígenes tuvieron la necesidad de involucrarse directamente en el desarrollo y administración de los sistemas de pagos, como parte de su gestión misional en la política monetaria y en la búsqueda de estabilidad en los sistemas financieros. En la época del patrón oro, se buscó a través de las

“cámaras de compensación” reducir al mínimo posible los movimientos de oro físico y billetes entre los bancos. La solución mas eficiente para estas cámaras de compensación fue que fueran administrados por los bancos centrales, gracias a que en ello los bancos comerciales debían depositar sus requisitos de reservas ( o de encaje como se llama en Colombia). Este involucramiento los llevó a desarrollar y administrar las estructuras físicas , y tecnológicas necesarias para procesar los pagos.

El desarrollo de las comunicaciones a partir de los años veinte del siglo pasado permitió el movimiento de fondos a través de señales telegráficas, en sistemas gestionados por los bancos centrales, lo cual ahorra considerablemente los costos de transacción. Posteriormente se evoluciono de sistemas de liquidación diferida a liquidación en tiempo real, lo cual protegía a los bancos del riesgo de contraparte <sup>7</sup>.

Como lo señala Bernal (2023) , el Banco de la República de Colombia ha desempeñado un rol importante en el desarrollo de los sistemas de pagos. Bajo su responsabilidad se han implantado entre otros, la cámara de compensación de cheques, automatizada a partir de 1999 con la creación de la Cámara Electrónica de Cheques (CEDEC) el Depósito Central de Valores (DCV), el portal de Servicios Electrónicos del Banco de la República (SEBRA), la Cámara de Pagos Electrónicos de Bajo Valor (CENIT) y el Sistema Electrónico de Negociación (SEN).

Los bancos centrales han avanzado a la participación en la gestión de pagos minoristas instantáneos como Pis (Brasil), SNA (Chile), y FedNow (Estados Unidos). Un paso importante en este frente lo dio el Banco de la República en 2025 con el lanzamiento del sistema de pagos inmediatos interoperado, conocido como Bre-B, el cual permite a los usuarios hacer pagos y transferencias al instante desde y hacia cualquier entidad financiera. Es una contribución importante, no solo hacia la reducción en los costos de transacción, sino a la promoción de una mayor competencia, ya que las “economías de red” podían estar conduciendo a una concentración indeseable del mercado. Con este sistema, que es absolutamente gratuito para el usuario, deja de existir la tentación de abrir la cuenta en la entidad o grupo financiero que tenga más clientes, porque lo costos de las transferencia al interior del banco o grupo son inferiores a las que se llevan a cabo con un banco externo.

La cada vez mayor digitalización de las transacciones económicas y sobre todo la “tokenización” de ellas a través de la Tecnología de Registro Distribuido (DLT por sus siglas en inglés, Distributed Ledger Technology), representa nuevos retos para la banca central. De allí ha surgido la discusión sobre la posible creación de las monedas digitales de banco central (MDBC). Este sería un forma de emisión monetaria, distinta a las reservas (encaje) de las entidades financieras y a los billetes y monedas. Esta opción enfrenta riesgos legales (sería necesario modificar la ley 31 de 1992), tecnológicos, y de privacidad de la información de los usuarios.

---

<sup>7</sup> Para una historia de la evolución de los sistemas de compensación bancaria ver (Norman , Shaw, & Speight, 2011).

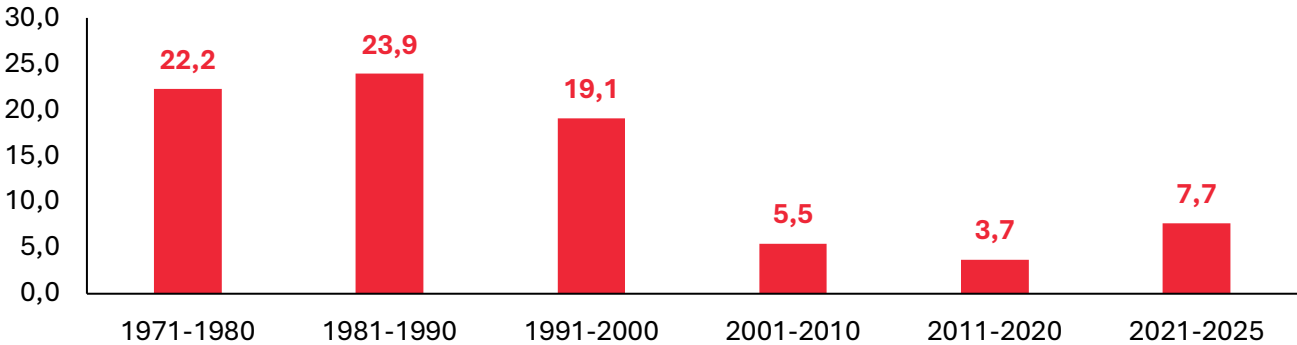
Según análisis que ha hecho el Banco de la República de Colombia (2024), del balance de beneficios y riesgos, en estos momentos “no hay razones suficientes para la emisión de una MDBC.”

De todas maneras, es un tema pendiente, que deberá estudiarse permanentemente, sobre todo si otros bancos centrales deciden avanzar por ese camino. Ello requerirá de su experimentación en ambientes fuertemente controlados.

### Consideraciones finales aplicables al banco central colombiano

Desde su fundación en 1923 el Banco de la República de Colombia ha sabido adaptar su gestión a las mejores prácticas mundiales. La independencia otorgada por la Constitución de 1991 fue un hito importante que permitió que la inflación descendiera desde niveles promedio de 22% y 23% en los años setenta y ochenta del siglo pasado, al 19% en los noventa, y del 5.4% y 3,6 en las dos primeras décadas de este siglo. Sin embargo, entre 2021 y 2025 la inflación volvió a subir por los choques de oferta ocasionados por la pandemia, que llevaron la inflación a niveles superiores al 9% en 2022 y 2023. Pese a que el Banco de la República ha mantenido una meta de inflación del 3%, ésta estuvo en niveles superiores al 5% en 2024 y 2025. En el momento, presiones ligadas especialmente con el alza en comportamiento del salario mínimo, que tuvo una alza real del 17,2% en 2026 <sup>8</sup> (ya en 2025 el alza real había sido del 5,6%), supone nuevas presiones sobre los precios y por lo tanto para la política monetaria.

**Gráfico 1. Colombia, promedio de inflación por períodos (variación porcentual del IPC)**



Fuente: calculados según incrementos anuales en el Índice de Precios al Consumidor, DANE

<sup>8</sup> Incluyendo subsidio del transporte, que lo reciben la mayoría de los receptores del salario mínimo.

A finales de la década de los noventa el abandono de la banda cambiaria, la adopción del esquema de inflación objetivo y la definición de la tasa de interés de intervención como la variables instrumental principal constituyeron avances importantes para la política monetaria.

En lo relacionado con sus responsabilidades en la gestión del sistema de pagos, el Banco ha contribuido positivamente a reducir los costos de transacción de la economía y a facilitar la inclusión financiera. Un paso importante, que permite aumentar la competencia en el sector financiero fue la adopción del sistema de pagos inmediatos interoperado (Bre-B).

La cada vez mayor digitación y la generalización de la Tecnología de Registro Distribuido, representa tanto oportunidades como retos para la Banca Central. Si bien el Banco de la República ha llegado a la conclusión de que en el momento no existe urgencia por desarrollar un proyecto que lleve a la adopción de una moneda digital emitida por él, debe estar vigilante a actualizar los análisis de costo -beneficio de este proyecto, sobre todo si su adopción en otros países se traduce en presiones para utilizar esas monedas en transacciones internacionales.

La difícil situación actual de la finanzas del gobierno central significan otro reto para la política monetaria, que deberá ser enfrentado en un esfuerzo por mantener la credibilidad del banco y el logro de las metas de inflación. Las amenazas a la independencia del Banco, a través de una posible reforma constitucional, no tendrían otro propósito que el volver a épocas en las cuales los gobiernos podían utilizar con facilidad a su favor la emisión de moneda.

Aun manteniendo la independencia del banco, de no corregirse a tiempo la situación de las finanzas públicas, podría no estar lejano el día en que se presente el escenario identificado en la literatura académica como de “dominancia fiscal”, en el cual la política monetaria, y por lo tanto la búsqueda de inflaciones bajas, debe sacrificarse a la política fiscal, ocasionando inestabilidad macroeconómica, caídas en la inversión y pérdidas de bienestar para la sociedad.

## **Bibliografía**

(s.f.).

Alesina , A., Carrasquilla, A., & Steiner , R. (2002 ). El Banco Central en Colombia. En A. Alesina , Reformas institucionales en Colombia: una agenda reformista para los desafíos del nuevo siglo (págs. 263-285).

- Alesina, A., & Tabellini, G. (1990). A positive theory of fiscal deficits and government debt. *Review of Economic Studies*, 57, 403-414.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: a description of the money market*. London: Henry S King & Co. Obtenido de [https://oll-resources.s3.us-east-2.amazonaws.com/oll3/store/titles/128/Bagehot\\_0184\\_EBk\\_v6.0.pdf](https://oll-resources.s3.us-east-2.amazonaws.com/oll3/store/titles/128/Bagehot_0184_EBk_v6.0.pdf)
- Banco de la República de Colombia. (2024). *Pertinencia y riesgos de emitir una moneda digital de banco central en Colombia*.
- Banco de la República, Colombia. (2026). *Medidas de inflación básica*. Recuperado el 28 de abril de 2026, de <https://www.banrep.gov.co/es/glosario/medidas-inflacion-basica>
- Barro, R., & Gordon, D. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of monetary economics*, 12(1), 101-121.
- Bernal, J. (2023). *Contribuciones al sistema de pago*. En J. Carranza, & R. Steiner, *Memorias del Banco de la República en su primer centenario* (págs. 112-194). Banco de la República de Colombia.
- Bernanke, B. (2022). *21st Century monetary policy. The Federal Reserve from the great inflation to Covid 19*. Norton.
- Bernanke, B., & Mishkin, F. (1997). Inflation targeting: A new framework for monetary policy. *Journal of Economic Perspectives*, 97-116.
- Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F., & Posen, A. (1999). *Inflation targeting*. Princeton University Press.
- Blanchard, O. (2004). *Fiscal dominance and inflation targeting: lesson from Brazil*. NBER Working Paper Series, 10389.
- Bordo, M. (2021). *Central Bank Digital Currency in historical perspective*. Hoover Institution Economic Working Papers. Obtenido de [https://www.hoover.org/sites/default/files/research/docs/21113-bordo\\_1.pdf](https://www.hoover.org/sites/default/files/research/docs/21113-bordo_1.pdf)
- Calvo, G. (1988). Servicing the public debt: the role of expectations. *American Economic Review*, 78(4), 647-661.
- Cochrane, J. (2023). *The fiscal theory of price level*. Princeton University Press.
- Cukierman, A., Webb, S., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *World Bank Economic Review*, 6(3).

- Feldman , G. (1997 ). The Great Disorder: Politics, Economics, and Society in the German Inflation, 1914-1924. Oxford University Press.
- Fischer , S., Sahay , R., & Végh , C. (2022). Modern Hyper-and High Inflations. *Journal of Economic Literature*, 40(3), 837-880 .
- Fleming , M. (1962). Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. *IMF Staff Papers*, 1962 (3 ), 200.
- Friedman , M. (1967). The role of monetary policy . *American Economic Review*, 58 (1 ), 1.17.
- Friedman, M., & Schwartz, A. (1963). A monetary history of the United States 1867-1960. Princeton University Press .
- Gómez-Restrepo , J., Uribe , J., & Vargas-Herrera, H. (2017 ). La implementación del régimen de meta de inflación en Colombia. En A. Meisel-Roca , & M. Ramírez , *Tres banqueros centrales* (págs. 237-290). Banco de la República .
- Goodhart, C. (1988). The evolution of central Banks. MIT Press .
- Hernández , A. (2023 ). Cien años de inflación en Colombia: evolución y control . En *Ensayos de Historia Económica Cien años del Banco de la República* (págs. 253- 394). CAF, Banco de la República .
- Klein , P. (2008 ). Time consistency of monetary and fiscal policy . *The New Palgrave dictionary of economics* .
- Kydland , F., & Prescott , E. (1977). Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*(85), 473.491.
- Lepper , E. (1991). Equilibria under "active" and "passive" monetary and fiscal policies. *Journal of Monetary Economics*, 27 (1 ), 129-147.
- McCheesy , M. (1955). Adress before the New York Group of the Investmente Bankers Association of America. Obtenido de <https://fraser.stlouisfed.org/title/statements-speeches-william-mcchesney-martin-jr-448/address-new-york-group-investment-bankers-association-america-7800>
- Meisel , A. (1990). El Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura. Banco de la República. Obtenido de <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/libros/banrep-antecedentes-evolucion-estructura>
- Mundell , R. (1963). Capital movility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4).

- Norman , B., Shaw, R., & Speight, G. (2011). The history of interbank settlement arrangements: exploring central banks role in the payment system. Bank of England Working papers(412 ).
- Phelps , E. (1967). Philips curve: Expectations of inflation and optimal unemployment over time. *Economica*, 34(135 ), 254-281.
- Rogoff , K. (1985). The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quaterly Journal of Economics*, 100(4), 1169-1189 .
- Sargent , T., & Wallace , N. (Fall 1981 ). Some unpleasant monetarist arithmetic . *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quaterly Review* , 1-17 .