

Recuadro 3

Suministro de liquidez por parte del Banco de la República bajo el esquema de inflación objetivo

1. Introducción

La constitución política de 1991 otorgó al Banco de la República (Banrep) el mandato de mantener una inflación baja y estable, en coordinación con la política económica general. Para cumplir con este mandato, desde 1999 Colombia adoptó un esquema de inflación objetivo en un régimen de tasa de cambio flexible, en el cual el principal instrumento para controlar la inflación es la tasa de interés de política monetaria (TPM) (también conocida como tasa de intervención o tasa de referencia). La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) fija la TPM en un nivel compatible con el cumplimiento de la meta de inflación en el horizonte de la política monetaria. Posteriormente, el Banrep realiza operaciones monetarias para alinear la tasa de interés del mercado monetario a un día con la TPM. Para ello, ofrece liquidez a las entidades financieras (con las cuales se irriga al resto de la economía) a un costo mínimo igual a la TPM, o absorbe los excedentes de liquidez tomando como referencia la TPM.

En consecuencia, el suministro o retiro de liquidez no busca fijar la cantidad de dinero en la economía, sino garantizar el suministro de liquidez necesario para que la tasa de interés de corto plazo sea compatible con el logro de la meta de inflación. La cantidad de dinero circulante queda, así, determinada por la demanda del público, la cual depende de la TPM y de otras variables, como la actividad económica y el nivel de precios. Este esquema opera también bajo un régimen de tasa de cambio flexible, que permite que la tasa de cambio fluctúe libremente según las condiciones del mercado. Al permitir que la tasa de cambio y la cantidad de dinero se ajusten de manera flexible a las condiciones cambiantes de la economía, se reduce la volatilidad de las tasas de interés.

Operativamente, se calibra el suministro o retiro de liquidez a la economía de modo que la oferta de la base monetaria se iguale a la cantidad de dinero que el público y las entidades financieras demandan cuando la tasa de interés de corto plazo se iguala a la TPM definida por la JDBR. La base monetaria es el dinero que emite el banco central y está compuesta por el efectivo en poder del público y la reserva bancaria de las entidades financieras. Esta constituye la liquidez primaria de la economía y se diferencia de las medidas más amplias de dinero, como M1, M2 o M3, que incluyen instrumentos como cuentas corrientes, depósitos de ahorro y CDT, entre otros, que son emitidos por las entidades del sistema financiero y que también cumplen las funciones del dinero en su papel de medio de pago y depósito de valor.

El objetivo de este recuadro es presentar la evolución del suministro de liquidez primaria por parte del Banrep durante lo corrido del presente siglo.

2. Operatividad de la política monetaria en Colombia

Hasta comienzos de los años noventa, la liquidez que circulaba en la economía provenía en gran parte de fuentes permanentes, entre ellas el crédito directo del Banrep al Gobierno y a los fondos financieros sectoriales. Al concentrar el Banrep todas las compras o ventas de divisas, se generaba un impacto directo sobre la base monetaria. Dichos mecanismos, entre otros, generaban expansiones recurrentes de dinero de carácter estructural, que requerían esfuerzos significativos para su esterilización¹. Ese periodo se caracterizó por inflaciones elevadas, con un promedio alrededor del 24 %.

¹ Entre 1974 y 1998 el Banrep emitió títulos de participación a diferentes plazos, instrumento que le permitió contraer la excesiva liquidez derivada especialmente de la bonanza cafetera de los años ochenta y el auge económico de mediados de los noventa.

Este entorno comenzó a cambiar con la Constitución de 1991, que transformó el Banrep en una autoridad monetaria, cambiaria y crediticia independiente, prohibió el crédito directo al Gobierno y la monetización del efecto de las fluctuaciones de la tasa de cambio sobre las reservas internacionales. La provisión de liquidez dejó de sustentarse en fuentes permanentes y pasó a depender principalmente de operaciones financieras del Banrep (operaciones de mercado abierto, OMA)², lo cual ayudó a mejorar el control monetario. A su vez, el Banrep pasó de una posición que implicaba recoger excedentes de liquidez, a una en la que, en general, entrega liquidez a la economía; esto es, a tener una posición acreedora neta.

A lo largo de los años noventa, la política monetaria se instrumentó tomando como objetivos operativos los agregados monetarios³; no obstante, el esquema de banda cambiaria que se empleó en la época complicó el manejo monetario. En este contexto, los choques financieros y reales que sufrió la economía implicaron una volatilidad importante en las tasas de interés⁴. Además, se hizo patente que la demanda de dinero era inestable y, por ende, el uso de la cantidad de dinero para controlar la inflación se dificultaba.

Tras el desmonte de la banda cambiaria en septiembre de 1999, el país inició el tránsito hacia el esquema de inflación objetivo. Dentro de este marco, el instrumento principal de la política monetaria es la TPM, que es la tasa de interés mínima a la cual el Banrep está dispuesto a entregar liquidez a las entidades autorizadas (entidades del sistema financiero), y a partir de la cual se calcula la tasa de interés máxima a la que está dispuesto a recoger sus excedentes. Por esta razón, en el marco de inflación objetivo, la TPM actúa como referencia para el costo del dinero de corto plazo. Cuando las tasas de interés de corto plazo son estables y cercanas a la TPM, las entidades financieras pueden tener un alto nivel de confianza en que el costo al cual accederán a recursos de corto plazo será igual al anunciado por la JDBR. Esto facilita su manejo de la liquidez, la formación de su propio esquema de tasas de interés de captación y colocación de recursos con sus clientes y, en últimas, la transmisión de la política monetaria.

En la actualidad, el Banrep aproxima el costo del dinero de corto plazo en el mercado monetario por el indicador bancario de referencia (IBR) a plazo *overnight*⁵. Operativamente, el Banrep procura evitar desviaciones pronunciadas y persistentes de esta tasa frente a la TPM, ya que esta corresponde al nivel que la JDBR considera compatible con el logro de la meta de inflación. Una desviación positiva sugiere la presencia de unos defectos de liquidez, mientras que desviaciones negativas sugieren la presencia de excesos de liquidez.

La relación negativa entre la demanda de la base monetaria y la tasa de interés se presenta de manera esquemática en el Diagrama R3.1, donde el eje vertical corresponde al IBR *overnight* y el eje horizontal el monto de la base monetaria. La oferta de la base monetaria que el banco central ha puesto en circulación previamente (oferta BM_0) se ilustra con la línea vertical amarilla punteada. Esta obedece a todas las transacciones que ha realizado previamente el banco central y que han impactado el saldo del efectivo en poder del público o los saldos de reservas de las entidades financieras. Por su parte, la demanda de la base monetaria, que se representa con la línea verde, tiene una relación negativa con la tasa de interés, puesto que esta corresponde al costo de oportunidad en el que el público o las entidades financieras incurren al mantener dinero en efectivo o en depósitos no remunerados en el banco central. La demanda de la base monetaria depende, también, de distintas condiciones de la economía, como la actividad económica, el nivel de precios, las preferencias por los distintos métodos de pago disponibles o aspectos regulatorios (como el impuesto a las transacciones financieras).

En el panel A del Diagrama R3.1 se ilustra un caso en el que existen necesidades de liquidez. Esto significa que, en ausencia de transacciones adicionales por parte del banco central, la oferta y la demanda de la base monetaria se equilibraría a un nivel de tasa de interés de mercado (IBR_0) mayor que la TPM, lo cual implica una postura de la política monetaria más contractiva

2 A partir de 1999, las OMA se restringieron a títulos de deuda pública.

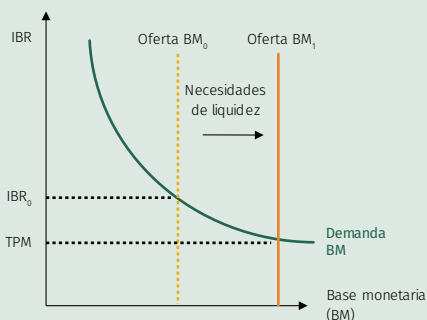
3 En 1994 se optó por corredores para el M1 y el M3. En 1997 se tomó la decisión de utilizar la base monetaria como meta intermedia (véase López et al., 2016: https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/sites/default/files/publicaciones/archivos/be_952.pdf).

4 En Colombia, en particular, los fuertes flujos de capitales (primero entradas, y hacia el final de la década salidas) dificultaban tener control sobre la cantidad de dinero y la tasa de cambio al mismo tiempo.

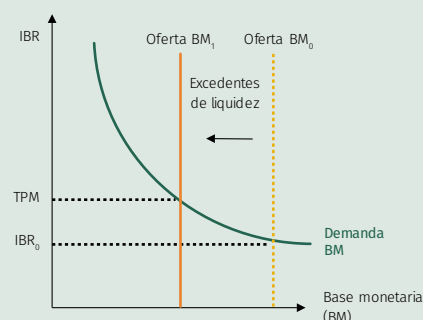
5 El esquema del IBR empezó a operar en 2008. Previamente se tomaba como referencia la tasa interbancaria (TIB) a plazo *overnight*.

Diagrama R3.1
Oferta y demanda de base monetaria

A. Situación con necesidades de liquidez



B. Situación con excedentes de liquidez



Nota: la oferta BM_0 corresponde a aquella sin operaciones de liquidez adicionales del BR; la oferta BM_1 corresponde a aquella situación con operaciones de liquidez adicionales del Banrep.
Fuente: Banco de la República.

que lo definido por la JDBR. Se requiere, entonces, que el Banrep realice operaciones que permitan expandir la base monetaria hasta la línea vertical naranja continua (oferta BM_1) y así suplir la liquidez que la economía demanda a la TPM.

El panel B del Diagrama R3.1 ilustra el caso opuesto, en el que la economía tiene excedentes de liquidez. Si el banco central no realiza ninguna transacción adicional, la oferta y la demanda de la base monetaria se equilibrarían en una tasa de interés (IBR_0) más baja que la TPM anunciada por la autoridad monetaria. En ese sentido, la postura de política será más laxa que la compatible con el logro de la meta de inflación; por tanto, el Banrep debe recoger dichos excedentes de liquidez.

Para poder determinar la magnitud de los requerimientos o excedentes de liquidez primaria, el Banrep realiza proyecciones internas sobre la demanda y oferta de la base monetaria. Para las proyecciones de la demanda se utilizan métodos estadísticos basados en el comportamiento pasado de la base monetaria y en el pronóstico de otras variables macroeconómicas (PIB, precios, tasas de interés) compatibles con la TPM. Para la oferta, se proyectan los principales rubros del balance del Banrep (Cuadro R3.1), como se explica a continuación.

La base monetaria es el principal pasivo del banco central y, en algunos casos, actúa como contrapartida de los movimientos en otros componentes del balance. Esto implica que variaciones en los activos, como las reservas internacionales, los TES o las operaciones repo, así como en ciertos pasivos, entre ellos los depósitos del Gobierno y los depósitos de contracción, pueden traducirse en expansiones o reducciones de la liquidez primaria. Por ejemplo, si se prevé que el Gobierno eleve los recaudos de impuestos o reduzca sus gastos, se proyectaría un incremento en el saldo de su cuenta en el Banrep, lo cual resultaría en un monto menor, o contracción, de la base monetaria. Así mismo, los pagos por divisas derivados de un programa de compra de divisas por parte del Banrep (definido con base en consideraciones distintas al suministro de liquidez a la economía), implicarían un efecto expansionista sobre la base monetaria.

Si bien estos ejercicios de proyección están sujetos a gran incertidumbre, permiten valorar la conveniencia de emplear diferentes instrumentos a disposición del Banrep para regular la liquidez de la economía. En particular, permiten garantizar que la oferta y la demanda

Cuadro R3.1
Principales cuentas del balance del Banco de la República

Activos	Pasivos
Reservas Internacionales TES Repos Otros activos netos	Base monetaria
	- Efectivo
	- Reserva
	Depósitos del Gobierno en COP
	Depósitos de contracción (DRNCE)
	Patrimonio
	Capital
	Utilidades

Fuente: Banco de la República.

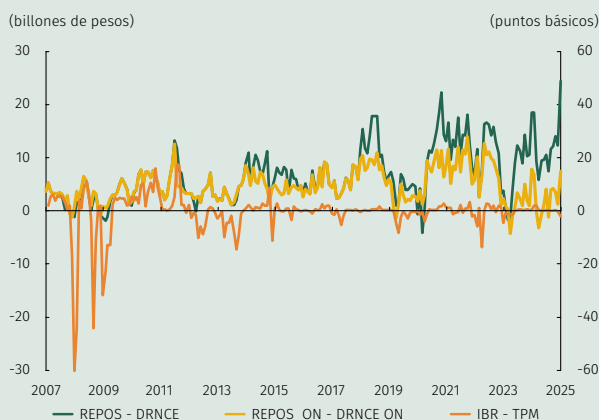
de la base monetaria coincidan con la TPM y que no se presenten desviaciones pronunciadas y persistentes frente a la tasa de interés de corto plazo (en nuestro caso, el IBR *overnight*)⁶.

En el Cuadro R3.1 se presentan las principales partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a los organismos de supervisión (Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación) pueden presentarse algunas diferencias; en particular, la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del estado de situación financiera del Banrep, pero sí forma parte de la base monetaria.

Concretamente, a partir de las sendas proyectadas de demanda y oferta de la base monetaria, el Banrep calcula los requerimientos o excedentes de liquidez y, a partir de ellos, evalúa cuáles son las operaciones (OMA) pertinentes, procurando que se eviten presiones sobre las tasas de interés. Si las diferencias entre la oferta y la demanda de la base monetaria no son significativas o de corta duración, los faltantes (o excesos) de liquidez se pueden suplir (o retirar) mediante instrumentos transitorios (repos o depósitos remunerados no constitutivos de encaje, DRNCE⁷). Cuando las necesidades o excedentes de liquidez son significativos y persistentes, el Banrep compra o vende títulos en el mercado secundario, principalmente títulos de deuda emitidos por el Gobierno Nacional (TES)⁸. Estos instrumentos son similares a los utilizados por otros bancos centrales que operan bajo esquemas de metas de inflación y regímenes de flotación cambiaria⁹. En sus decisiones sobre las OMA, el Banrep procura mantener una posición en la que deba entregar montos moderados de liquidez, porque se ha determinado que en estas situaciones la tasa IBR *overnight* tiende a estar más cerca de la TPM que cuando se deben recoger excedentes (Gráfico R3.1).

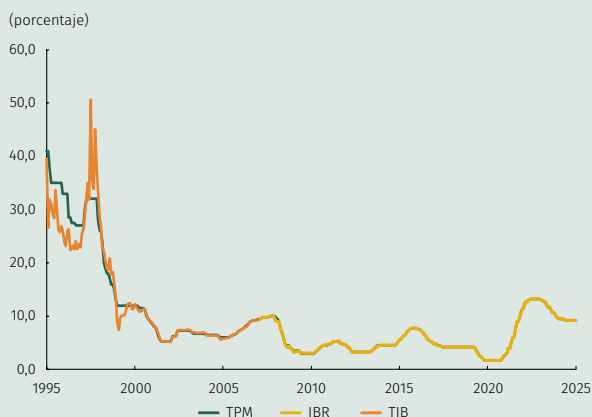
El esquema implementado ha sido exitoso, al reducir significativamente la volatilidad en las tasas del mercado monetario a un día. Esto contribuye a la adecuada formación de las demás tasas de interés del sistema financiero y, en últimas, a la transmisión de la política monetaria (Gráfico R3.2).

Gráfico R3.1
Posición del Banco de la República y diferencia del IBR *overnight* frente a la TPM



Nota 1: IBR *overnight*, TPM, Repos y depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE), promedio mensual de datos diarios.
Nota 2: la posición del BanRep corresponde a la diferencia entre el saldo de repos y el saldo de DRNCE. Se presenta la posición total y la posición a plazo *overnight* (ON).
Fuente: Banco de la República.

Gráfico R3.2
Comportamiento de la TIB a un día, IBR *overnight* y TPM



Nota: TIB (desde 1995 hasta el 2007), IBR *overnight* y TPM. Promedio mensual.
Fuente: Banco de la República.

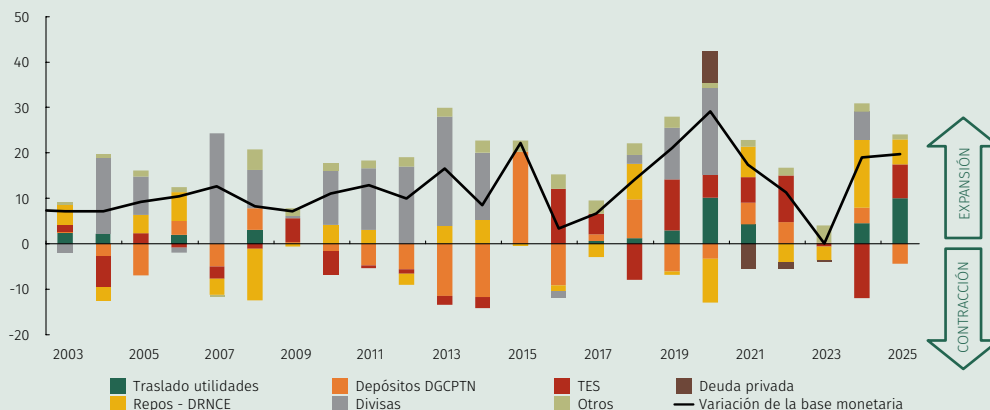
- 6 En la elaboración de las proyecciones de la oferta de la base monetaria, es fundamental prever la evolución de los depósitos del Gobierno en el Banrep. Desde 2005, debido al acuerdo celebrado entre el Gobierno Nacional y el Banrep, la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN) deposita la totalidad de los excedentes de liquidez de sus recursos en el Banrep, los cuales son remunerados a tasas de mercado. Previo a dicho acuerdo, la DGCPTN participaba activamente en el mercado de repos, lo que generaba, por un lado, una alta incertidumbre con respecto a los saldos que tendría en el Banrep y, por otro, la coexistencia de dos tasas de interés de referencia (la del Banrep y la de las operaciones con la DGCPTN). Gracias al acuerdo interinstitucional se mejoró la gestión de liquidez y la anticipación de cambios en los saldos de los depósitos gubernamentales en el Banrep. Véase la *Revista del Banco de la República*, nota editorial “Nuevo esquema de suministro de liquidez”, de mayo de 2005.
- 7 Los depósitos remunerados no constitutivos de encaje fueron autorizados por la JDBR desde diciembre de 2004 y se pusieron en operación a partir de abril de 2007. En estas operaciones las entidades financieras autorizadas entregan excedentes de liquidez al Banrep a un plazo fijo, a cambio de una remuneración. Con esto se drena liquidez de la economía durante ese periodo, sin que el Banrep deba entregar títulos como colateral.
- 8 Para más detalle sobre los instrumentos de los que dispone el Banrep para regular la liquidez de la economía, véase la Resolución Externa 5 de 2022 y sus correspondientes circulares reglamentarias, disponibles en: <https://www.banrep.gov.co/es/reglamentacion-expansion-y-contraccion-monetaria>
- 9 De acuerdo con una encuesta realizada por el BPI, los instrumentos empleados por algunos bancos centrales de la región muestran una gran similitud con los mecanismos para proveer liquidez a nivel local. Para más detalle véase: Recuadro 3: “Suministro de liquidez primaria por parte del Banco de la República, 2023-2024”, del Informe al Congreso, de julio de 2024, y “Comparison: Institutional Setup of Monetary Policy Decisions and Operations” (bis.org).

3. Suministro de liquidez primaria por parte del Banrep, 2001-2025

Durante los últimos 25 años las condiciones macroeconómicas que ha enfrentado el país han influido en la manera como el Banrep ha entregado liquidez primaria a la economía. En el Gráfico R3.3, la línea presenta las variaciones de la base monetaria al cierre de cada año, mientras que las barras reflejan el efecto de las distintas operaciones del Banrep sobre esta. Los flujos positivos indican operaciones que generaron una expansión de la base monetaria y los negativos señalan aquellos que implicaron una contracción.

Gráfico R3.3
Base monetaria según fuentes, flujos anuales

(billones de pesos de diciembre de 2025)



Nota: se utilizó el IPC como deflactor. El traslado de utilidades considera únicamente el pago como abono a la cuenta de depósito. Los Repos-DRNCE considera los repos en reversa hasta 2004. Para los depósitos de la DGCPNT se incluyen los saldos de los depósitos de control monetario (asociados a la emisión de TES de control monetario). Las divisas incluyen operaciones con el mercado y con el Gobierno Nacional (para 2021 se excluye la venta de divisas al Gobierno con pago en TES correspondiente a la asignación extraordinaria de DEGs realizada por el FMI a los países miembros).
Fuente: Banco de la República.

A comienzos del presente siglo Colombia implementó el esquema de meta de inflación. En esta etapa, el Banrep fortaleció el uso de las operaciones de mercado abierto (OMA) como instrumento central para regular la liquidez. En ese periodo se realizaron ventas de reservas internacionales para enfrentar episodios críticos del mercado cambiario y, posteriormente, se efectuaron compras de divisas para recuperar el saldo adecuado de reservas internacionales, una vez superada la crisis financiera y externa de finales de los años noventa. También se vio la necesidad de construir un portafolio de títulos TES que le permitieran al Banrep disponer de los títulos para las operaciones de liquidez de contracción permanente y transitoria, según se requiriera.

Más adelante, la economía enfrentó elevados flujos de capital y una apreciación persistente del peso, lo que llevó al Banrep, en su papel de autoridad cambiaria, a intervenir en el mercado cambiario con el fin de acumular reservas y moderar posibles desalineamientos de la tasa de cambio.

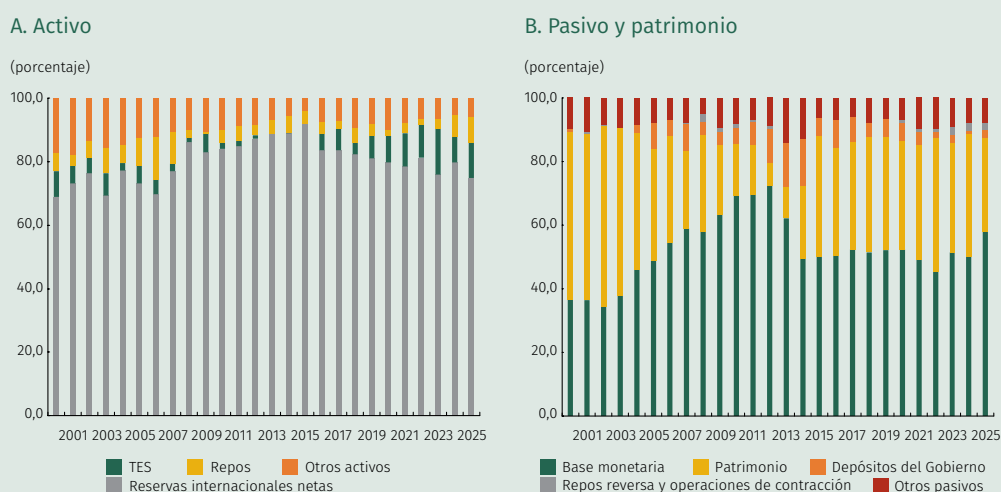
En este contexto, las compras de divisas constituyeron la principal fuente para suministrar liquidez a la economía durante aquella coyuntura¹⁰. Con el fin de compensar la expansión monetaria que generaban las compras de divisas, el Banrep intervino en el mercado de TES, vendiendo casi la totalidad de su portafolio¹¹, y decidió, a partir de 2007, empezar a utilizar los DRNCE como instrumento para realizar operaciones para contraer la liquidez de forma transitoria. Estas operaciones se implementaron en lugar de los repos en reversa, que requerían que el Banrep entregara títulos de deuda pública como colateral¹². Además, la coordinación entre

10 En varios de esos años las compras de divisas representaron montos mayores al cambio en el saldo de la base monetaria.
11 Entre 2011 y 2014 el saldo de TES en poder del Banrep fue, en promedio, del 0,7% de su activo (con un mínimo del 0% y un máximo del 1,6%).
12 Adicionalmente, en 2009 se eliminó la restricción de realizar las OMA exclusivamente con títulos de deuda pública, de tal forma que hoy día el Banrep puede efectuar dichas operaciones con otros títulos, incluyendo la emisión de sus propios títulos, previa autorización de la JDBR. Esta facultad no ha sido utilizada, gracias a la coordinación con el Gobierno.

la DGCPTN y el Banrep, que se había fortalecido gracias al acuerdo logrado en 2005 sobre el manejo de los excedentes de liquidez del Gobierno¹³, permitió que este aumentara sus saldos en el emisor mediante las emisiones de TES de control monetario¹⁴. De esta forma, se mantuvo una oferta de la base monetaria acorde con las condiciones de la demanda de dinero, y las tasas del mercado monetario alineadas con la TPM (Gráfico R3.2).

En el periodo analizado, las reservas internacionales aumentaron su participación en el balance del Banrep (pasaron de representar, en promedio, el 73% del activo entre 2001 y 2003, al 86% entre 2008 y 2014, alcanzando un máximo del 92% en 2015). Esto ocurrió, a pesar de la marcada tendencia a la apreciación del peso colombiano. A su vez, durante este periodo se redujo la participación del portafolio monetario (los TES, que en promedio representaron el 6% del activo entre 2001 y 2003, pasaron al 0% en 2014). Por el lado del pasivo, aumentó la participación de los depósitos del Gobierno, mientras que el patrimonio disminuyó como contrapartida del efecto del fortalecimiento del peso (Gráfico R3.4).

Gráfico R3.4
Evolución de la composición del balance del Banco de la República (porcentaje del total)



Durante la pandemia del covid-19, la demanda por activos líquidos (en particular del efectivo en poder del público) aumentó de manera extraordinaria. La base monetaria registró los mayores crecimientos del siglo en términos reales (Gráfico R3.5). Al tiempo, debido a los efectos de este choque en los mercados financieros, el Banrep tomó medidas extraordinarias para garantizar la disponibilidad de liquidez y preservar el funcionamiento del sistema de pagos¹⁵. Específicamente, se ampliaron los cupos y plazos de las operaciones repo, incluyendo la posibilidad de realizarlos con respaldo en títulos privados y pagarés, y se realizaron compras definitivas de TES y de títulos de deuda privada (CDT y bonos emitidos por establecimientos de crédito). Para retirar los posibles excedentes de liquidez, el Banrep realizó subastas de depósitos de contracción¹⁶. Cuando comenzó a revertirse el aumento extraordinario de la demanda de la base monetaria, el Banrep efectuó ventas significativas de TES

13 Véase la nota al pie 6.

14 En 2011 (Ley 1450) se autorizó la figura de TES de control monetario, con la cual el Ministerio de Hacienda emitía TES de referencias específicas determinadas por el Banrep, y los recursos quedaban depositados permanentemente en el Banrep, el cual, además, asumía el costo financiero de dichos títulos. Para más información, véase el sombreado "TES de control monetario", en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2013 (disponible en <https://repositorio.banrep.gov.co/server/api/core/bitstreams/40468f58-68fc-4d9b-b7bb-94cc14974d4f/content>).

15 Adicionalmente, se activaron mecanismos de intervención en el mercado cambiario de coberturas, con un impacto muy bajo sobre la base monetaria, y compras de divisas al Gobierno para fortalecer la posición de las reservas internacionales. Para más detalle véase el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo y julio de 2020, y de marzo de 2021 (disponibles en <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-junta-directiva-congreso/historico-informes>).

16 Específicamente, a partir del 27 de marzo de 2020 y hasta el 19 mayo de 2021 se realizaron subastas diarias de depósitos de contracción.

Gráfico R3.5
Variación porcentual anual real de la base monetaria y de los agregados M2 y M3



Nota: se utilizó el IPC como deflactor.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

con el fin de retirar los excedentes de liquidez que podrían presionar a la baja el *IBR overnight*.

En la presente década, el traslado de utilidades del Banrep al Gobierno se convirtió en una fuente relevante de expansión monetaria en algunos años (Gráfico R3.3). De acuerdo con el marco legal del Banrep, el remanente de las utilidades, una vez descontada la inversión neta en bienes para la actividad cultural y apropiadas las reservas estatutarias, será de la Nación. A partir de 2020, esta transferencia de utilidades se ha realizado en efectivo mediante depósito en cuenta del Gobierno en el Banrep, mediante la entrega de TES en poder del banco central, o como una combinación de estas dos formas de pago. Cuando el pago de utilidades se realiza mediante depósito en la cuenta del Gobierno en el Banrep, esto genera una expansión monetaria que únicamente se materializa como un mayor valor de la base monetaria en el momento en que el Gobierno realiza pagos con dichos recursos.

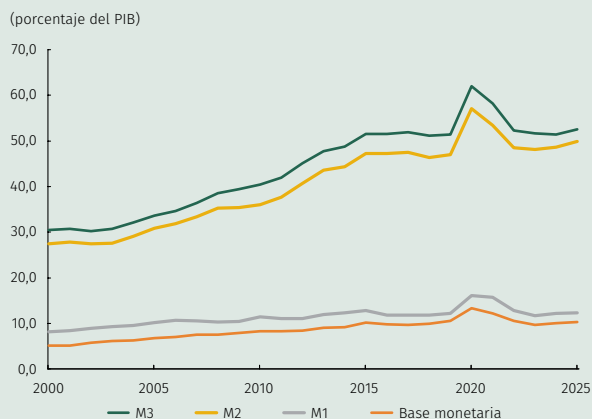
En 2025 el traslado de las utilidades del Banrep correspondientes a la vigencia 2024 representó el 50,9% del aumento total de la base monetaria¹⁷. Con el fin de suministrar liquidez, el Banrep realizó compras de TES por un monto equivalente al 50,7% del cambio en la demanda de la base monetaria. Esta expansión, de carácter permanente, fue compensada por la contracción que generaron los pagos de cupones del portafolio de TES del Banrep y, al cierre del año, por un mayor saldo de los depósitos del Gobierno en el Banrep en comparación con lo registrado en 2024¹⁸. Además, el Banrep a lo largo del año realizó diariamente subastas de repos a los plazos usuales de siete días y *overnight* (excepto durante algunos días de enero, febrero y noviembre en los que se ofrecieron repos a catorce y treinta días)¹⁹, y recibió depósitos de contracción mediante la ventanilla, con lo cual los instrumentos de liquidez transitoria permitieron ajustar las diferencias que se presentaban en el día a día entre la oferta y la demanda de la base monetaria²⁰.

4. Evolución de la demanda de la base monetaria y del dinero en sentido amplio

La emisión inicial de dinero por parte del banco central se conoce como “emisión primaria”, puesto que es a partir de ella que los intermediarios financieros (establecimientos de crédito) pueden expandir la oferta monetaria mediante la generación de depósitos, como las cuentas de ahorro, cuentas corrientes o instrumentos como los CDT, lo cual se conoce como “emisión secundaria”. Estos instrumentos creados por los intermediarios financieros cumplen las funciones del dinero en la economía en términos de servir como medio de pago y como depósito de valor.

- 17 Entre el cierre de diciembre de 2024 y el cierre de diciembre de 2025, la base monetaria se incrementó COP 19,7 billones (b). Las utilidades que el Banrep entregó al Gobierno ascendieron a COP 10.031 miles de millones (mm) y se pagaron, en su totalidad, como abono a su cuenta de depósito en el Banrep.
- 18 Durante 2025 el Banrep recibió cupones por su portafolio de TES por COP 2.507 mm. Al cierre del año, los depósitos del Gobierno en el Banrep fueron mayores en COP 4.396 mm a los registrados un año atrás (pasaron de COP 3.619,4 mm a COP 8.016 mm).
- 19 Para 2025 el saldo promedio de repos de expansión con títulos de deuda pública fue de COP 19.736 mm (10,3% del saldo promedio de la base monetaria), mientras que el de los DRNCE fue de COP 8.093 mm (4,2% del saldo promedio de la base monetaria).
- 20 A lo largo de 2025 el Banrep realizó diariamente subastas de repos a los plazos usuales de siete días y *overnight* (excepto durante algunos días de enero, febrero y noviembre, cuando se ofrecieron repos a catorce y treinta días), y recibió depósitos de contracción mediante la ventanilla únicamente.

Gráfico R3.6
Base monetaria, M2 y M3 como porcentaje del PIB



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Los saldos observados de la base monetaria o de cualquier otra definición de dinero obedecen a la demanda que los agentes económicos tienen por este tipo de instrumentos, de acuerdo con las preferencias de los agentes, y las condiciones actuales y esperadas de la economía. En ese sentido, los niveles de los agregados monetarios reflejan decisiones de los ciudadanos, las empresas y, en general, de los distintos agentes de la economía.

Desde la adopción del marco de inflación objetivo, se evidencia un crecimiento real positivo en la demanda por dinero en Colombia, independientemente de la definición que se emplee, para la mayor parte del periodo²¹. Este comportamiento se explica por el crecimiento de la economía y por una mayor profundización financiera. En los últimos diez años, el saldo de la base monetaria y de otras definiciones de dinero relativo al PIB han tendido a ser relativamente estables, lo cual sugiere un crecimiento consistente con la actividad económica del país. La excepción fue el periodo de la pandemia del covid-19, cuando la demanda por dinero se incrementó significativamente, pero de forma transitoria, con lo cual, en los años más recientes, retornaron a los niveles relativos al PIB que se registraban en 2019 (Gráfico R3.6).

5. Conclusiones

Bajo el esquema de inflación objetivo, en un régimen de tasa de cambio flexible, el suministro de liquidez primaria del Banco de la República ha operado como un mecanismo para alinear de manera sostenida las tasas de interés de muy corto plazo con la TPM. El Banrep administra el conjunto de operaciones de mercado abierto (OMA) para que el precio del dinero de corto plazo (medido por el IBR *overnight*) refleje oportunamente la postura de la política monetaria, preservando la credibilidad y facilitando la transmisión al resto de las tasas de interés.

Esta transición institucional permitió que la liquidez dejara de depender de fuentes permanentes difíciles de esterilizar y pasara a gestionarse mediante operaciones de mercado más flexibles y reversibles. En este marco, el comportamiento de las OMA ha respondido a cambios en el balance del Banrep —intervenciones cambiarias y acumulación de reservas, y variaciones en los depósitos del Gobierno—. En consecuencia, la política de liquidez ha consistido, en gran medida, en compensar estos impulsos para evitar desviaciones persistentes del IBR *overnight* frente a la TPM. La introducción y consolidación de instrumentos (repos con subasta y ventanillas, compras/ventas definitivas de TES, DRNCE y títulos del Banco del República) amplió el menú operativo, redujo la dependencia de entregar colateral en fases de absorción, y fortaleció la capacidad de respuesta ante excedentes y faltantes de liquidez, incluso cuando cambian las fuentes de expansión/contracción o se presentan episodios de estrés con alta preferencia por liquidez. Asimismo, el traslado de utilidades del Banrep al Gobierno puede constituir una fuente relevante de expansión monetaria, subrayando que la materialización de estos impulsos depende del uso efectivo de dichos recursos por parte del Gobierno y, por tanto, de la coordinación operativa alrededor de los depósitos públicos.

En conjunto, el marco ha sido exitoso al mantener alineada la tasa de interés monetaria a un día con la TPM, con diferencias muy bajas y poco persistentes. Esta condición es necesaria para una transmisión

21 Específicamente, en Colombia el M1 incluye el efectivo en poder del público y los depósitos en cuenta corriente, el M2 adiciona las cuentas de ahorro y los CDT y el M3 incluye, además, otros instrumentos emitidos por los establecimientos de crédito (como, por ejemplo, los correspondientes a recaudos realizados y los bonos emitidos por dichas entidades).

ordenada de la política monetaria. Hacia adelante, el reto es seguir fortaleciendo la capacidad de anticipación (proyecciones de oferta/demanda de la base monetaria) en un entorno de cambios en los medios de pago, una mayor volatilidad de los flujos externos y variaciones en los saldos del Gobierno. Finalmente, la evidencia sugiere que la demanda de la base monetaria y por el dinero en sentido amplio ha sido, en términos generales, coherente con el ciclo económico. Esto refuerza la idea de que, en este régimen, la estabilidad nominal se logra, principalmente, mediante el anclaje de las expectativas de inflación y la gestión de la tasa de interés, mientras que los agregados monetarios funcionan como variables de seguimiento y diagnóstico del estado de la liquidez y de la intermediación financiera.

Referencias

- Banco de la República (2000). “La estrategia de política monetaria”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, octubre, disponible en: <https://publicaciones.banrepultural.org>
- Banco de la República (2005). “Nuevo esquema de suministro de liquidez”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, mayo, disponible en: <https://publicaciones.banrepultural.org>
- Banco de la República (varios años). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-junta-directiva-congreso/historico-informes>
- Banco de la República (2015). *Reporte de Estabilidad Financiera*, septiembre, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reportes-estabilidad-financiera/septiembre-2015>
- Banco de la República (2023). Recuadro 1: Situación reciente de liquidez y el rol del Banco de la República, en *Reporte de Mercados Financieros*, tercer trimestre, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reportes-mercados-financieros/recuadro-1-tercer-trimestre-2023>
- Banco de la República (2024a). Recuadro 3: Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2023–2024, *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/recuadro-3-informe-congreso-julio-2024.pdf>
- Banco de la República (2024b). “Política monetaria y suministro de liquidez”, Blog BanRep, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/blog/politica-monetaria-suministro-liquidez>
- Banco de la República (2015). *Historia del Banco de la República, 1923-2015*, disponible en: <https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/11165>
- Bank for International Settlements (2023). II. Monetary policy in the 21st century: lessons learned and challenges ahead, en *BIS Annual Economic Report 2024 Ch. II, 41, 89.*, consúltese: <https://www.bis.org>
- Clavijo, S.; Varela, C. (2003). “Flotación cambiaria y esterilización monetaria: la experiencia de Colombia”, *Borradores de Economía*, núm. (256).
- López, E; Vargas, H.; Rodríguez, N. (2016). “La estrategia de Inflación objetivo en Colombia. Una visión histórica”, *Borradores de Economía*, núm. 952.