



PARA LA PANDEMIA: EMISIÓN O ENDEUDAMIENTO

Por Gerardo Rodríguez Estupiñan

MAGISTER EN CIENCIAS ECONÓMICAS

La economía siempre estará supeditada a los ciclos económicos. Por ello en cada una de las fases de estos, el diseño de políticas económicas apropiadas que prescribe la ciencia económica siempre generará controversias y debate entre los expertos. En la fase de crisis existe un amplio consenso en aplicar políticas expansivas para aumentar el empleo y el crecimiento económico, aumentando el gasto público, bajando los impuestos, las tasas de interés y en lo monetario el incremento de la oferta monetaria.

Si algo demostró Keynes es que la principal ley económica es la de demanda, de la cual se derivan todas las demás leyes de la ciencia económica. Precisamente, en estos tiempos de Covid-19, en el mundo ha quedado demostrado que la solución al problema de la caída vertical en las actividades de la economía y el sostenimiento de las cadenas productiva, pasa por la reactivación directa de la demanda efectiva. Así lo han entendido hoy los gobiernos del mundo y en la fase de crisis están aplicado medidas fiscales y monetarias expansivas con el fin de implementar políticas y programas de subsidios a las nóminas de los trabajadores apoyando a los empresarios para sostener de manera simultánea el poder de compra y la capacidad de producción. Estos mecanismos de política se vienen acompañando de medidas de aseguramiento de liquidez para las empresas a través de la oferta de créditos blandos





y renta básica para la población más vulnerable entre otras. De aquí que los gobiernos se estén enfrentando a un nuevo desafío, el cual se puede resumir en los siguientes grandes interrogantes: ¿Cómo conseguir los recursos para sostener las políticas, el tiempo suficiente para que la economía entre en una senda de franca recuperación?Cuál es la mejor estrategia: ¿Endeudamiento o Emisión? Descarto de plano el aumento de ingresos tributarios como alternativa por obvias razones.

Ante la gravedad de la situación a corto y mediano plazo, el gobierno colombiano tiene el desafío de buscar caminos alternativos de financiación a los ya tradicionales del endeudamiento, bajo el escenario que ha planteado el Ministerio de Hacienda en el cual las necesidades de financiamiento del Gobierno ascienden a \$104,9 billones, lo cual representa el 9,3% del PIB. Este monto está compuesto por un déficit a financiar de \$57,7 billones (5,1% del PIB), amortizaciones por \$29,1 billones (2,6% del PIB) y pago de obligaciones por \$8,2 billones (0,7% del PIB). Dado el monto y la estructura fiscal actual del País, es evidente que no será únicamente por la vía fiscal tradicional de endeudamiento que se obtendrán dichos recursos. Es por ello que no se puede descartar el papel que puede jugar la política monetaria, sus herramientas y mecanismos previstos en la ciencia económica para alcanzar objetivos de crecimiento y empleo.

Aquí nuevamente debemos volver a la teoría económica para entender la disponibilidad de políticas para sortear una crisis de la dimensión de la del Covid19. En esta coyuntura no son aplicables las teorías ortodoxas monetaristas y





tampoco son válidos ni se cumplen sus preceptos fundamentales, como el que plantea que toda emisión de dinero para financiar en un fase de ciclo recesivo una parte de la economía genere inflación; efectivamente esos recursos emitidos por un lado pueden entrar a financiar programas de gasto localizados para reactivar economía, y por otro en lo que tiene que ver con la preferencia por la liquidez la demanda de dinero por motivo precaución estará por encima del motivo transacción en grandes segmento de población. Aquí podemos ver el papel que juegan las expectativas económicas en las decisiones que los agentes económicos tomaran especialmente por parte del sector empresarial quien no puede quedarse sin liquidez para cumplir con sus obligaciones, evitar el despido de trabajadores y paralizar la actividad económica.

A nivel mundial, estamos observando como los bancos Centrales hoy tienen clara la importancia de adoptar medidas para enfrentar esta crisis asegurando liquidez a través de bajas tasas de interés como alivio tanto a empresas como a consumidores en sus compromisos crediticios, por un lado, y por otro lado comprando bonos (TES) asegurando liquidez al sistema financiero. En Colombia, el banco central por mandato constitucional se puede convertir en prestamista de última instancia para el sector productivo, es así como puede crear emisión de dinero y prestarle al gobierno para el cual podría ser mucho más eficiente y menos costoso que generando endeudamiento con la banca comercial. “Los préstamos al Gobierno pueden hacerse bajo condiciones favorables de plazos y tasas de interés, mediante títulos especiales, que deben ser





honrados; para eso, se debe obligar a una reforma tributaria que recaude por lo menos un 5 % adicional del PIB sobre el raquíctico nivel actual". (Kalmanovitz, 2020). Esta reforma tributaria se debe edificar en el gravamen a los grandes capitales como lo ha venido proponiendo el economista Thomas Piketty para que no genere insuficiencia de demanda que afectaría aún más en forma negativa la economía.

Se debe tener en cuenta la naturaleza del dinero que tiene como principal función servir como medio de pago y que en el proceso de producción pasa a ser capital con la utilización de los factores productivos y en especial el trabajo. Es decir, si el dinero emitido se orienta a la producción de bienes y servicios, estos se convierten en la base de su creación y frena cualquier brote inflacionario ya que el dinero se convierte en el equivalente general de la producción de mercancías. Igualmente, en la fase recesiva del ciclo, como el Pib real está muy por debajo del Pib potencial (capacidad de la economía) existe una gran brecha para crecer sin que se genere un recalentamiento de la economía y un efecto inflacionario. Mientras la economía este ilíquida y se presenten dinámicas en los negocios la emisión de dinero es alternativa de solución para jalonar transacciones de una economía. Por lo tanto, la política monetaria debe salirse de su enfoque ortodoxo y estrecho enmarcado en la teoría cuantitativa, enfoque que no tiene respuestas para salir de una crisis de las proporciones del Covid19. Es por eso que el enfoque keynesiano dentro del cual el dinero no es neutral en el corto plazo, permite aclarar el panorama y proporciona alternativas de salida ya que en estas circunstancias de fuerte recesión bordeando la depresión, el incremento





del gasto del gobierno financiado con expansión monetaria tiene efectos directos sobre las variables reales estimulando de esta manera la demanda efectiva.

En estos momentos no podemos olvidar que en la crisis económica del 2008 los países desarrollados del mundo aplicaron políticas monetarias no convencionales como fue la emisión de dinero y disminuyeron las tasas de interés hasta casi cero para la reactivación, experimentando bajos niveles de inflación.

Ante la pandemia muchos países especialmente de Europa y E.U han emitido dinero para enfrentar la crisis sin generar procesos inflacionarios:

1. De acuerdo con el *New York Times*, el presidente de la FED manifestó que las medidas del banco pueden resumirse en: *“Hay una escasez de dólares en rápido desarrollo en toda la economía; la Reserva Federal hará todo lo que sea necesario, en cualquier escala imaginable, para poner fin a esta escasez”*. En este sentido la emisión de dinero se ha convertido en alternativa de financiación de familias, empresas y en la compra de deuda para inyectar liquidez a la economía
2. Por otra parte, el Banco Central Europeo (BCE), a través de un comunicado va a poner en marcha un programa de emisión de dinero, que garantizaría el funcionamiento del sistema financiero: *“El Consejo de Gobierno está totalmente preparado para aumentar el tamaño de sus programas de compra de activos y ajustar su composición, tanto como sea necesario y durante el tiempo que sea necesario”*. Inicialmente compraría deuda pública y





valores privados por un total de 821.000 millones de dólares (750.000 millones de euros), antes de finalizar 2020. Esta garantía de liquidez a llevado a varios países de la eurozona a que se comprometan a gastar y garantizar préstamos a las diferentes unidades económicas en la generación de demanda efectiva. El BCE en su última reunión de agosto y precedida por Christine Lagarde decidió mantener los tipos de interés de referencia para sus operaciones de refinanciación en el 0 %, mientras que la tasa de facilidad de depósito en el -0,5 % y la de facilidad de préstamo en el 0,25 %.

3. Como casi todos los bancos centrales de los países desarrollados, el banco de Inglaterra también se acudió a la emisión de dinero para enfrentar la crisis generada por la pandemia

En cuanto al análisis de la economía surgen a partir de los planteamientos anteriores dos fenómenos que ameritan un examen más detenido, como son: la trampa de liquidez y el señoreaje. Según prevé el enfoque Keynesiano, en un periodo de crisis como el actual, la tasa de interés pierde efectividad en la decisión de demanda de dinero y el aumento o disminución de la oferta monetaria no afecta la tasa de interés. Es decir, la tasa de interés pierde su efectividad como variable de control de la política monetaria. Este comportamiento es lo que se conoce como trampa de liquidez, lo cual como lo han manifestado los principales analistas a nivel mundial, conduce a que las





tasas de interés lleguen a cero o sean negativas, lo que permite aumentar el endeudamiento en la economía. Pero esa demanda de dinero en su gran mayoría está asociada al motivo precaución lo que nos indica que no dispararía la demanda y por lo tanto no causaría inflación.

El otro fenómeno surgido es el señoreaje de emisión, entendido como la diferencia entre el valor nominal de una moneda y su valor intrínseco, que en otros tiempos se destinaba a financiar el gasto del gobierno y ahora forma parte del préstamo de última instancia que los bancos centrales conceden a la banca privada, para establecer la tasa de interés con la que supuestamente cumplen sus objetivos de política. (Mantey, 2013) En estos tiempos debemos reconsiderar este instrumento como financiador del gasto del gobierno sin incrementar el déficit fiscal.

El banco de la Republica puede tener en cuenta escenarios donde se apliquen medidas de política monetaria no convencional como la creación de más dinero y canalizarlo hacia los sectores económicos a través de: 1. La banca comercial quien lo irradia a través de préstamos a los agentes económicos. 2. Comprando bonos con los que el estado puede financiar el déficit fiscal tan acelerado que se está generando. 3. Adquiriendo bonos emitidos por las grandes empresas. 4. Creando un fondo de riesgo para comprar deudas y





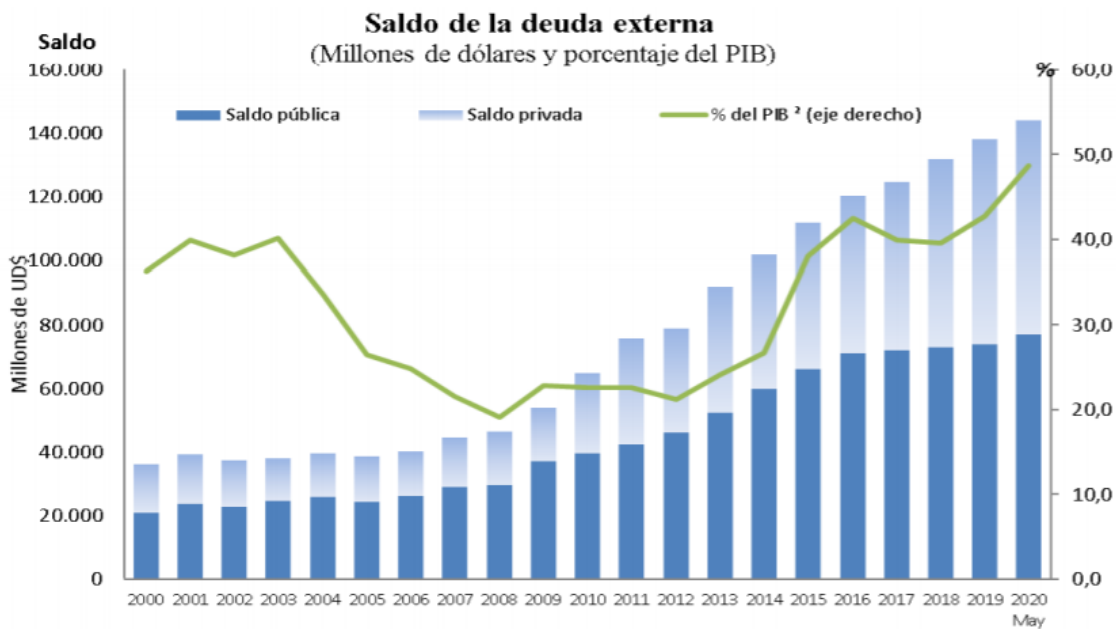
cartera a las medianas, pequeñas empresas y negocios familiares e informales, que abarque al menos el 90% de las cadenas de valor.

En el caso de Colombia una mayor emisión de dinero debe focalizarse prioritariamente a las pequeñas y medianas empresas que sufren de problemas de caja y son las generadoras de más del 90% del empleo en el país.

DEUDA EXTERNA

Dentro del tradicional enfoque ortodoxo, actualmente el gobierno para enfrentar la crisis, se las está jugando con mayor endeudamiento externo, el cual se ha visto impactado por la devaluación de la tasa de cambio generando un mayor crecimiento del stock de deuda en relación al PIB a partir del 2019. De acuerdo con Corficolombiana se estima que cada punto porcentual de devaluación del peso frente al dólar, aumenta en 0.17 punto del PIB la deuda pública del GNC. Frente a estos resultados, es prioritario hacer un análisis de costo de oportunidad de la deuda externa con la interna, teniendo en cuenta que las tasas de interés internacionales están muy por debajo de las tasas de interés internas.





Preparado por: Subgerencia de política monetaria e información económica
Sección Sector Externo

Fecha: Agosto de 2020





COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN EN COLOMBIA:

Entender el comportamiento de la inflación en Colombia nos lleva a preguntarnos si el comportamiento de precios es por una inflación de oferta o una inflación de demanda. Bajo el enfoque ortodoxo se considera que los precios guardan una relación directa con la Oferta monetaria o medios de pagos, es decir que, si aumenta esta, genera una expansión de la Demanda por encima de la capacidad máxima de producción de bienes y servicios generando inflación de Demanda. En cambio, la inflación de oferta se presenta por un aumento en los costos de producción. Pero si algo se debe tener en cuenta en la explicación del comportamiento de la inflación en una economía como la colombiana es el impacto de los precios administrados que tienen la característica de ser controlados por el gobierno y que no se ven afectados en forma profunda por la emisión de dinero.

Por otro lado, si analizamos la relación entre Medios de pago (M3) y el PIB nominal, se encuentra que esta es baja: según el Banco Mundial, mientras que en Colombia la relación en 1990 fue 24,1% y en 2018 48,6%, en Estados Unidos fue 71,2% y 89,5%, y en China 77,8% y 199,1%, respectivamente, lo que demuestra como la política monetaria en Colombia se maneja en forma ortodoxa con la creencia, fuera de toda evidencia real, que un aumento en los medios de pago genera aumento en los precios. Es por ello que es viable plantear que sí





aumentamos M3 por medio de la emisión de dinero, prevista en la constitución y lo orientamos a incrementar la inversión, la economía podrá experimentar un crecimiento mientras declina la curva de crecimiento de la pandemia.

Como se puede observar a partir de la declaratoria de cuarentena por parte del gobierno, la inflación experimenta una caída acelerada hasta llegar a cero en el mes de julio, resultado causado entre otras cosas por la baja demanda por el cierre de la gran mayoría de actividades económicas y por las medidas impartidas por el gobierno nacional. Se demuestra que experimentamos una trampa de liquidez pese a la baja en las tasas de interés.



FUENTE: Tomado de Revista DINERO con datos DANE





Con base en los planteamientos anteriores, es posible concluir que en las circunstancias actuales de la economía colombiana y dados los niveles de sus indicadores, es viable utilizar los instrumentos y mecanismos disponibles bajo el enfoque Keynesiano y que se prevén en la constitución política de Colombia para enfrentar las crisis, como es la emisión monetaria para financiar de manera extraordinaria el gasto del Gobierno en la actual crisis del Covid19, cuyos efectos irán más allá del período que le resta a este gobierno. Las circunstancias presentes y futuras de los niveles de endeudamiento hacen que este sea menos eficiente y más costoso en términos fiscales para los trabajadores, las empresas y la sociedad en general, ya que el mayor endeudamiento de hoy supone mayores cargas fiscales que la economía colombiana no soportaría ni a corto ni a mediano plazo. El ejemplo de las propuestas del Banco Central Europeo de financiar con recursos de emisión a países como España suministrándole recursos a muy largo plazo por montos similares a los niveles de endeudamiento actual, con una condonación del 50%, es un ejemplo que bien vale la pena discutir y analizar su viabilidad bajo paradigmas no ortodoxos, para apoyar de manera efectiva, directa y sin la tradicional costosa intermediación, a empresarios, deudores del sistema financiero y trabajadores, con el fin de sacar al País de la más profunda recesión que está enfrentando en este nuevo siglo.





BIBLIOGRAFIA

Martínez *David* : (2020) La política monetaria (no convencional), clave para mitigar los efectos económicos del COVID-19

Mantey Guadalupe: (2013) The Fiscal Support to the Central Bank and the Loss of the Seigniorage (2013)

Ferrari Cesar La economía colombiana en el 2020. <https://razonpublica.com/la-economia-colombiana-en-el-2020/>

Corficolombiana: informe semanal (2019):

[https://www.corficolombiana.com/wps/wcm/connect/corficolombiana/2fa85061-1a77-4751-9b5d-](https://www.corficolombiana.com/wps/wcm/connect/corficolombiana/2fa85061-1a77-4751-9b5d-89214f085aca/EES02092019.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=2fa85061-1a77-4751-9b5d-89214f085aca)

[89214f085aca/EES02092019.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=2fa85061-1a77-4751-9b5d-89214f085aca](https://www.corficolombiana.com/wps/wcm/connect/corficolombiana/2fa85061-1a77-4751-9b5d-89214f085aca/EES02092019.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=2fa85061-1a77-4751-9b5d-89214f085aca)

