



UNIVERSIDAD  
DE ANTIOQUIA

Facultad de Ciencias Económicas

Abril de 2020

# Perfil de Coyuntura Económica

ISSN 1657-4214

Edición

**30**

La Emisión Monetaria: Una Alternativa al  
Financiamiento del COVID-19 en Colombia

Grupo de Macroeconomía Aplicada  
Departamento de Economía



Edición  
**30**

**GRUPO DE MACROECONOMÍA  
APLICADA**

**Información Institucional**

John Jairo Arboleda Céspedes  
Rector  
Universidad de Antioquia

Sergio Cristancho Marulanda  
Vicerrectoría de Investigación

Sergio Iván Restrepo Ochoa  
Decano  
Facultad de Ciencias Económicas

Wilman Arturo Gómez Muñoz  
Departamento de Economía:

Jorge Hugo Barrientos Marín  
Centro de Investigaciones y Consultorías

Mauricio López González  
Coordinador  
Grupo de Macroeconomía Aplicada

**Autores:**

**Ramón Javier Mesa Callejas**  
Profesor, Vicerrector Administrativo  
ramon.mesa@udea.edu.co

**Jhon Edwar Torres Gorrón**  
Profesor  
edwar.torres@udea.edu.co

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS  
UNIVERSIDAD DE ANTIOQUIA  
2020**





# La Emisión Monetaria: Una Alternativa al Financiamiento del COVID-19 en Colombia

## Resumen

El presente documento plantea una reflexión acerca de la necesidad de una emisión monetaria en la economía colombiana. dado el freno a la actividad económica que ha representado la aparición y propagación del coronavirus a nivel global. El texto presenta algunas consideraciones generales sobre los factores que motivarían una mayor emisión, tratando de contrastar las medidas necesarias con las tomadas por las autoridades económicas del país. Aunque no se puede acusar a las instituciones fiscales y monetarias de falta de actuación ante la crisis, plantear medidas alternativas (e incluso poco ortodoxas) para aumentar la liquidez en la economía se hace necesario. Las medidas que se tomen deben estar en línea con el marco institucional actual en aras de que su ejecución no afecte ni la estabilidad macro lograda por el país en años recientes ni la confianza que tienen los individuos en una institución como el Banco de la República. Al final del documento se plantea una estrategia novedosa, que consiste en una emisión respaldada en bonos emitidos por los entes territoriales. Esto significa llevar a cabo la emisión de manera responsable, al tiempo que se encausan los recursos que esta genera hacia los niveles locales de gobierno, ayudando a afrontar la crisis de los entes territoriales que ahora libran la batalla en el frente sanitario y en el económico.

## Contexto

A raíz de la pandemia del coronavirus en el mundo y sus efectos negativos en la salud humana y en la actividad económica de la gran mayoría de países en el planeta por la fuerte caída de la demanda interna, la parálisis de la producción, las interrupciones en las cadenas de pago y las pérdidas de rentabilidad y riqueza; muchos Bancos Centrales han comenzado significativos procesos de inyección de liquidez en sus economías, que van desde las reducciones en la tasa de interés de sus operaciones, aumentos de cupos de liquidez, menores tasas de encajes, entre otras medidas. Estas acciones están encaminadas a proporcionar un apoyo a los sistemas económicos con la idea de incidir en una pronta recuperación, pese a la considerable incertidumbre acerca del panorama económico. Así mismo, contribuir al financiamiento de los sistemas sanitarios para el desarrollo de tratamientos con la urgente necesidad de encontrar una vacuna contra esta enfermedad.

Una muestra del papel que viene ejerciendo la política monetaria en esta pandemia es el caso de la Reserva Federal de los EE. UU y el Banco Central Europeo. Según CEPAL (2020, abril 7), “la Reserva Federal anunció un programa de flexibilización cuantitativa de 700.000 millones de dólares para la compra de bonos del gobierno e hipotecas. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) anunció medidas de apoyo a los préstamos bancarios y amplió su programa de compra de activos en 120.000 millones de euros (135.280 millones de dólares). Además, lanzó un programa de estímulo de 750.000 millones de euros (818.700 millones de dólares) para el mercado de bonos, que no se verá limitado por las condiciones clave aplicadas al capital del BCE que limitan su capacidad de compra de ciertas cantidades de bonos de los Estados miembros”.

En este orden de ideas, el propósito de este documento es presentar algunas ideas acerca de la emisión monetaria y sus efectos, considerando la actual coyuntura sanitaria reflejada en la pandemia del coronavirus.

## Necesidad de emitir dada la escasez de recursos

En la actualidad, la defensa de la emisión monetaria se justifica abiertamente en la necesidad de impedir una caída drástica de la actividad económica como resultado del confinamiento al que está sometido el país para evitar la propagación de esta pandemia. Se plantea que los recursos actuales son insuficientes y se quedan cortos, no sólo para frenar la caída del PIB, la pérdida de empleo y de ingresos; sino también para atender los gastos adicionales en salud para combatir la pandemia, esto implica, desde la adecuación del sistema del sistema de salud, hasta los desarrollos y tratamientos para encontrar una vacuna.

Bajo este panorama, no cabe duda de los mayores esfuerzos que vienen haciendo los gobiernos a todos los niveles de la administración pública en esta coyuntura sanitaria, para atender los gastos adicionales, entre los apoyos al sector de la salud, las transferencias de ingresos a los hogares, la capitalización del Fondo Nacional de Garantías y los estímulos a la economía durante la fase de reactivación.

En el caso del gobierno nacional, los cerca de 18 billones de pesos invertidos obtenidos de los ahorros del Fondo de Ahorro Estabilización –FAE- proveniente de los ingresos de la explotación de los recursos naturales no renovables y del Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales, FONPET, que recauda los recursos para que las Entidades Territoriales cubran sus pasivos pensionales, es un paso importante pero insuficiente, máxime si se tiene en cuenta la probable disminución de los recaudos tributarios del orden de los 20 billones de pesos según las estimaciones oficiales. A esto, es importante mencionar que hasta ahora los recursos del FOME se han manejado de forma centralizada, lo que indica que, a pesar de que se alimenta con recursos de los entes territoriales, éstos últimos son los que están presentando mayores necesidades de liquidez para atender la coyuntura en sus regiones.

Adicional a lo anterior, recientemente, el comité consultivo de la regla fiscal en reconocimiento de la actual emergencia económica y de salud por la que atraviesa el país y con la idea de atender las necesidades de gasto adicional, modificó la meta de déficit fiscal para este año de 2,2% del PIB que se tenía desde el año anterior, a 4,9% del PIB, lo cual implica un gasto extraordinario cercano a los 18 billones de pesos.

Ante la incertidumbre reinante y el deterioro de las proyecciones de crecimiento este año (-1,6% para el país en 2020 según cálculos del Ministerio de Hacienda o -2,4% según el FMI), este importante volumen de recursos podría quedarse corto, razón por la cual, la estrategia de emitir sería una alternativa viable y necesaria a considerar teniendo en cuenta que el espacio fiscal disponible cada vez es más reducido.

## La inyección de liquidez actual

Como se menciona en el apartado anterior, las acciones emprendidas por el gobierno central se pueden quedar cortas, ya que estas apenas compensarían la pérdida de recaudación y, en esa medida, los recursos adicionales parecen insuficientes y poco eficaces para las necesidades que surgen en la coyuntura actual. El Banco de la República puede reforzar dichas políticas a través de tres vías claras que se explican a continuación.

1. *Emisión directa:* Para atender las urgencias derivadas de esta pandemia, algunos analistas en el país están planteado que el Banco de la República realice un proceso de emisión monetaria directa con la idea de suministrarle más recursos a la economía y con ello,

contribuir a remediar parte de los desequilibrios económicos y sociales que se vienen presentando en gran parte del territorio nacional por esta emergencia sanitaria.

Al respecto, con base en el artículo 373 de la Constitución Política de Colombia se señala: “Las operaciones de financiamiento a favor del Estado requerirán la aprobación unánime de la Junta Directiva, a menos que se trate de operaciones de mercado abierto. El legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares”. Esto significa que para llevar a cabo una emisión monetaria de las características que se propone en Colombia, deben estar de acuerdo los siete miembros de la Junta Directiva del Banco de la República. Desde que se estableció la nueva Constitución Política, hasta el momento no se ha decretado una emisión monetaria de estas características. Es decir, esta alternativa no es imposible, pero deben ponderarse muy bien sus riesgos para dar un paso de este tipo.

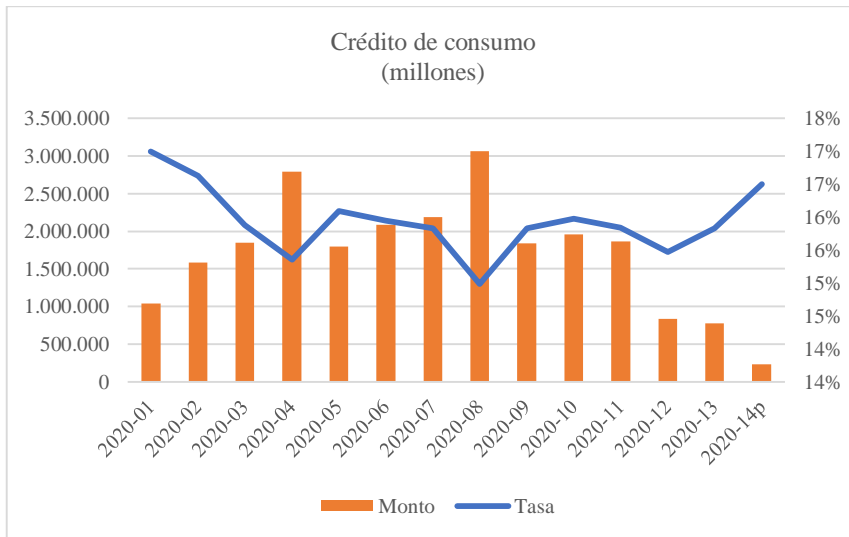
Los críticos de esta medida argumentan que la emisión tiene unos riesgos implícitos, además de la mayor inflación, la fuga de capitales, las altas tasas de interés y el mayor déficit fiscal. Señalan que el remedio sería peor que la enfermedad y colocan como ejemplo lo que pasó en algunos países de América Latina en la década de 1980. La mayoría de los déficits fiscales que acumularon estos países (motivados por el incremento de la inversión pública, los gastos de funcionamiento, entre otros), generaron altos índices inflacionarios y conllevaron a la catástrofe económica de la región en ese período. La famosa “década perdida” de América Latina en el decenio de 1980, estuvo asociada con los fenómenos de deuda externa, alta inflación y enormes déficits fiscales. En todos estos problemas estuvo rondando el fantasma de la emisión.

2. *Disminuciones en la tasa de interés:* El Banco de la República utiliza su instrumento de política, la tasa de interés de política, para inyectar y recoger liquidez de la economía. En la actual coyuntura, esta institución decidió bajar la tasa de política a finales de marzo como una forma de dar un estímulo a la economía dado el panorama pesimista que se vislumbraba y que poco a poco ha ido materializándose. La decisión anunciada el pasado 30 de marzo implicó un recorte de medio punto porcentual, dejando la tasa en un nivel de 3.75%. El comunicado relacionado con esta decisión resalta la importancia de “aliviar la carga financiera de hogares y empresas, tanto para los nuevos flujos de crédito como para parte del saldo ya contratado”.

Aunque esta es una forma de estimular la economía que puede ser de gran efectividad, es bien sabido que esta forma de proceder requiere tiempo por causa del rezago que tiene la transmisión de la política monetaria. De hecho, algunos indicadores del sector financiero muestran que esta decisión puede estarse quedando corta dado el impacto que está teniendo el choque actual. La información disponible permite analizar el comportamiento que han tenido algunos indicadores financieros desde que se anunció el recorte en tasas por parte del Banco Central. Para comenzar, es notorio que el crédito de consumo<sup>1</sup> se ha venido deteriorando y la tasa de interés de dichos desembolsos viene creciendo desde que se anunció el recorte de la tasa de política. Esto es consecuencia del rezago en la transmisión y del crecimiento del riesgo, factores que llevan a una restricción para los hogares de recursos que podrían estimular el gasto y atenuar la contracción de la demanda interna. No puede pretenderse que las personas afronten la pérdida de ingresos con unos créditos encarecidos ni, mucho menos, que los bancos pongan en riesgo los recursos de los ahorradores.

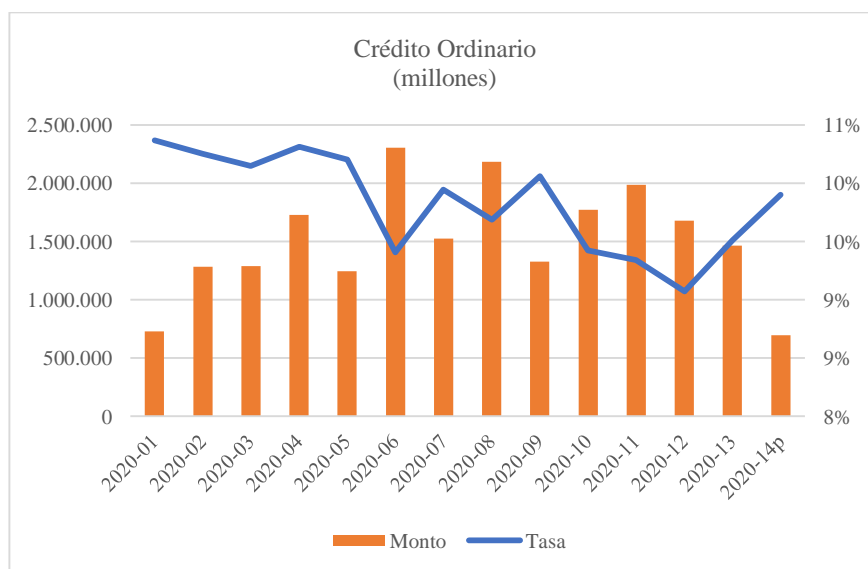
---

<sup>1</sup> Los gráficos muestran la evolución de las variables semanalmente en lo corrido del año. La semana en que se decidió el recorte en la tasa de política fue la semana 12 (2020-12)

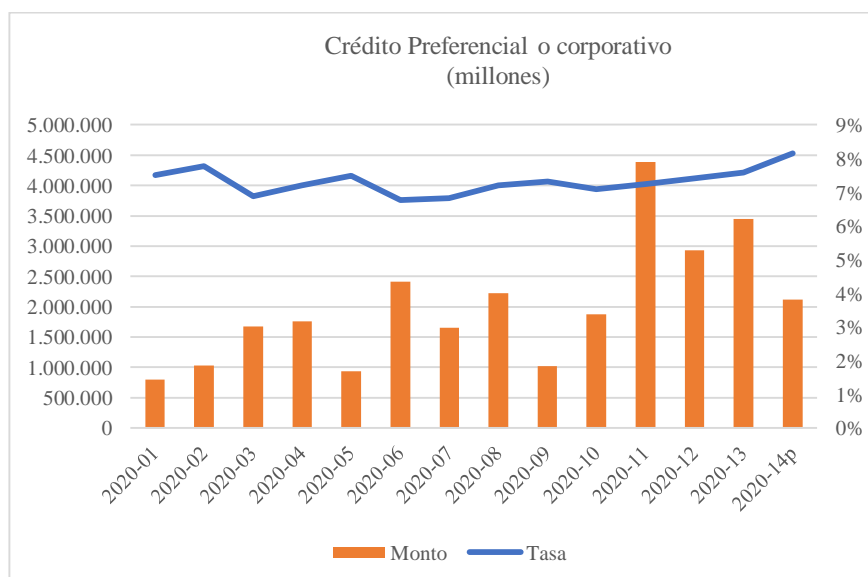


Fuente: Banco de la República, Superfinanciera. Elaboración propia.

Por el lado de los desembolsos a empresas el panorama no es más alentador. Tanto los créditos ordinarios como los preferenciales muestran caídas en las últimas semanas que se acompañan de aumentos en las tasas de interés de los mismos. Esto podría indicar que estas líneas de crédito no estarán siendo tomadas para cubrir, por ejemplo, la nómina y proteger de esta manera el empleo y las empresas.

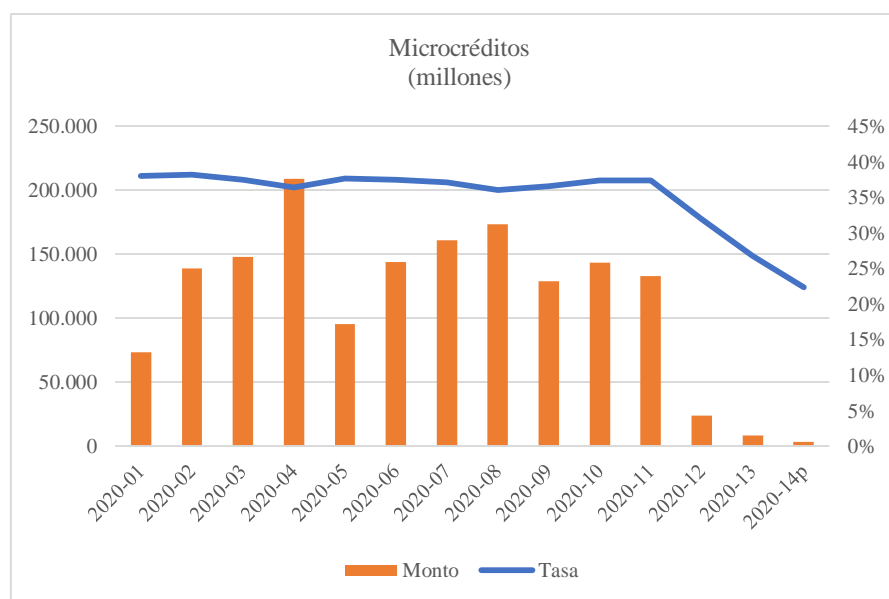


Fuente: Banco de la República, Superfinanciera. Elaboración propia.



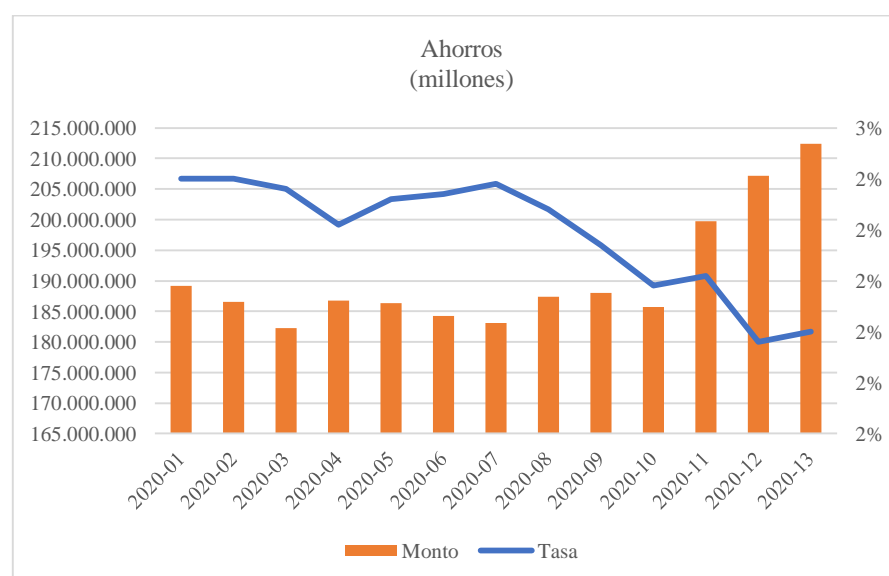
Fuente: Banco de la República, Superfinanciera. Elaboración propia.

Otro segmento importante tiene que ver con las microempresas y emprendimientos cuya vulnerabilidad en la crisis actual es muy alta. Para estos segmentos se presentan los desembolsos relacionados con los microcréditos. En este frente el panorama es aún más preocupante en la medida que las caídas en las tasas de interés que han tenido este tipo de créditos no se han acompañado de estabilidad o crecimiento de los desembolsos. Para la semana en que se anuncia el recorte en la tasa de política estos habían caído un 82%, y las disminuciones en tasas no han frenado esta tendencia. Además, debe recordarse que se ha calculado que las micro, pequeñas y medianas empresas demandan el 95% del empleo en la economía colombiana, por lo que las restricciones de liquidez de estos segmentos que parecen estarse dando aumenta el riesgo sobre el factor trabajo.



Fuente: Superfinanciera. Elaboración propia.

Por el lado del ahorro se observa un crecimiento, este a pesar de las disminuciones de la tasa de interés. Las personas se están aprovisionando dada la alta incertidumbre, disminuyendo de esta manera la propensión a consumir y castigando por esta vía la demanda interna.



Fuente: Banco de la República. Elaboración propia.

3. *Acciones adicionales*: La disminución de la tasa de interés se acompaña de la decisión de disminuir el requisito de encaje<sup>2</sup> buscando “estimular la generación de préstamos a la economía” y, en ese sentido, se anticipa una inyección a la economía de unos 9 billones de pesos. Así mismo, “la Junta Directiva autorizó al Banco de la República para intervenir en el mercado *forward* de TES con cumplimiento financiero”. A estas medidas el Banco sumó la decisión de incluir los *Títulos de Solidaridad* en sus operaciones de liquidez.

En este punto es claro que el Banco Central colombiano no ha sido un actor pasivo en la actual coyuntura, pero pareciera que se requieren acciones adicionales para brindar a la economía los recursos que se requieren. El canal del sistema financiero parece no estar respondiendo a la baja de tasas (por el rezago en la transmisión) pero sí al aumento del riesgo por lo que las empresas y los hogares ven restringida su posibilidad de acceso a recursos por el encarecimiento de los mismos. Aunque no puede pensarse que el Banco tomó la decisión tarde de bajar las tasas, si puede pensarse que la disminución fue muy conservadora si se analiza lo que requería la economía: el choque externo es muy fuerte y la afectación a la demanda interna es alta. Se esperaría que la decisión en cuanto a encajes y TES brinde recursos adicionales, pero ante la magnitud de la crisis es importante pensar en alternativas que permitan aumentar la emisión de manera responsable, sin afectar la estabilidad macroeconómica ni la confianza que se tiene en el Banco Central colombiano como institución independiente.

El gobierno debería incrementar notablemente su gasto público (y esto justificaría la emisión) como una forma de generar confianza e incentivar la economía pues, los individuos y las empresas, están sujetos a demasiada incertidumbre y en parte esto afecta las medidas de baja de interés. No estamos ante cualquier crisis, sino una en la que no se sabe cuándo los negocios vayan a volver a la normalidad como la conocíamos (restaurantes, discotecas, etc). Es importante que el mayor flujo de recursos llegue a las regiones que es donde se libra la batalla más intensa en el frente sanitario y el frente económico.

### **Lo que se propone**

Como se ha mencionado a lo largo del presente documento, es importante buscar medidas de política monetaria que permitan generar la liquidez necesaria en los mercados, y más allá de esto, asegurar que las medidas tomadas lleguen a los distintos territorios del país, de modo que no se convierta en una medida de emisión centralizada.

En este sentido, se propone una emisión monetaria a partir de bonos, que podrían ser emitidos por los entes territoriales (a plazos de 10 o 15 años), e incluso por instituciones territoriales de fomento con calificación crediticia AAA (a modo de ejemplo, el Instituto para el Desarrollo de Antioquia – IDEA). La emisión de estos bonos les permitirá a los entes territoriales generar una mejor atención a la población de sus regiones, asegurar el cumplimiento de los proyectos en sus planes de desarrollo, compensar la caída en el recaudo, y, lo más importante, realizar proyectos de fomento de la economía que vinculen al sector privado, generando impactos reales en las economías a nivel descentralizado.

### **A manera de reflexión final**

No es un asunto fácil decidir imprimir dinero sin respaldo para financiar un gobierno. Históricamente, siempre se ha visto como solución intermedia que muchas veces acrecienta las dificultades de las economías y profundiza los desequilibrios económicos, especialmente,

---

<sup>2</sup> Medida que entra en vigencia el 22 de abril de 2020



por la pérdida de confianza en la moneda local y el deterioro en las funciones básicas del dinero nacional. La experiencia internacional, sobre todo para la mayoría de economías latinoamericanas, ha demostrado esta hipótesis en la medida que se ha convertido en una estrategia poco útil para detener las crisis.

Los tiempos han cambiado y durante los últimos 20 años con la implementación de un nuevo esquema de política monetaria basado en la inflación objetivo –fijación de metas anuales para el seguimiento de la inflación- muchas de las economías, entre ellas la colombiana, han logrado la estabilidad de precios en medio de las dificultades reales y financieras resultado de las crisis por las cuales ha atravesado la economía mundial en lo que va corrido de este siglo, en su orden: financiera de los Estados Unidos 2008-09, de la deuda pública en la eurozona 2011-2012, de los precios de las materias primas en 2014-17 y recientemente de la guerra comercial entre Estados Unidos y China.

Si bien la actual crisis sanitaria, supera las anteriores y los pronósticos de crecimiento son más catastróficos, hoy el escenario macroeconómico luce más sólido, en especial, la forma como se ha venido ganando la batalla contra la inflación, representando un importante activo de confianza en la política económica. En este sentido, en un escenario de baja inflación, la estrategia de emitir dinero de forma responsable no tendría por qué arriesgar este importante activo.

En suma, a excepción de países como Venezuela y Argentina, sólo para mirar la región, la mayoría de países han sorteado con relativo éxito los efectos colaterales de las crisis de este nuevo siglo, sobre todo los relacionados con rebotes inflacionarios. Esto sin duda representa las ganancias de la política de estabilización durante estos años, en donde la estrategia de la emisión monetaria para estas economías ha estado ausente.

Para el caso de las economías industrializadas protagonistas de las dos grandes crisis de este tiempo (financiera y de deuda pública), éstas fueron superadas en parte por cuantiosas emisiones indirectas de dinero respaldadas en cuantiosos préstamos a sus gobiernos mediante la compra de bonos y de acciones de empresas privadas. En medio de estas medidas, pese a la evidencia de muchas economías en desarrollo, las mayores emisiones de dinero realizadas por la Reserva Federal o el Banco Central Europeo, por la vía del incremento en la oferta monetaria, no provocaron alzas en los niveles de precios, incluso, se reconocen los años de una profunda deflación para las economías europeas en medio de una fuerte recesión económica.

En suma, la emisión monetaria es una posibilidad real para enfrentar y puede representar la mejor opción, si ésta es respaldada por operaciones de deuda interna con el gobierno. Hoy se requiere salvar vidas y proteger la economía.



**UNIVERSIDAD  
DE ANTIOQUIA**

Facultad de Ciencias Económicas