

## Consideraciones frente a la Teoría Moderna Monetaria en medio del *boom* de ayudas fiscales en el mundo

- La Teoría Moderna Monetaria (MMT, por sus siglas en inglés) ha ganado una mayor atención en el campo académico, social y político, favorecida principalmente por la experiencia de expansión de la deuda pública a nivel global que ha coincidido con niveles de inflación controlados, tasas de interés bajas y avances en la reducción del desempleo.

- Su postulado fundamental se puede resumir en que los gobiernos con la capacidad de emitir su propia moneda pueden financiar el gasto público para estimular el empleo solventando su déficit y deuda a través de la creación de dinero, siempre y cuando la inflación permanezca relativamente controlada.

- En medio de una apremiante coyuntura donde los gobiernos a nivel mundial enfrentan significativas presiones fiscales por cuenta de la crisis desencadenada por la propagación de la pandemia, en donde tanto la producción como el empleo han presentado deterioros sin precedentes, es importante analizar la validez y conveniencia de la MMT como guía de política económica para las economías.

- La MMT presenta grandes riesgos en un escenario como el actual para la estabilidad financiera de los países, pues al considerar que no es necesario reducir la deuda pública, esto puede llevar a dinámicas de sobreendeudamiento perjudiciales que afecten las condiciones de financiamiento, obstaculicen la capacidad de apalancamiento y reduzca el rango de maniobra de los gobiernos desde la perspectiva de la política fiscal y monetaria, en caso de una eventual crisis.

- Así mismo, aunque desde la crisis de 2008 la relación directa entre la expansión monetaria y la inflación se ha debilitado, Stephanie Kelton, una de las figuras más representativas de MMT y autora del popular y reciente libro *The Deficit Myth*, reconoce la existencia de un nivel, aún no definido, a partir del cual el déficit puede provocar un fuerte incremento sobre la inflación.

- Se resalta la inconveniencia de proponer políticas basadas en esta teoría considerando anteriores experiencias de países en el mundo, los adversos efectos en materia de estabilidad macro-financiera y, por supuesto, la incertidumbre de los efectos a futuro de los históricos incrementos de deuda pública tras la crisis financiera de 2008 y la pandemia por la que aun atravesamos.

- En adelante, nos enfrentamos a grandes retos en materia fiscal. Sin embargo, considerando los riesgos que hay detrás de políticas asociadas a la MMT, es importante darle una mayor prioridad al financiamiento responsable y saneamiento gradual del déficit que continúe garantizando la credibilidad y confianza en nuestras instituciones monetarias, cuya solidez ha permitido a los colombianos contar con un sistema resiliente, especialmente en la actualidad.

19 de octubre de 2020

Director:

**Santiago Castro Gómez**

ASOBANCARIA:

**Santiago Castro Gómez**  
Presidente

**Alejandro Vera Sandoval**  
Vicepresidente Técnico

**Germán Montoya Moreno**  
Director Económico

Para suscribirse a nuestra publicación semanal Banca & Economía, por favor envíe un correo electrónico a [bancayeconomia@asobancaria.com](mailto:bancayeconomia@asobancaria.com)

Visite nuestros portales:

[www.asobancaria.com](http://www.asobancaria.com)  
[www.yodecidomibanco.com](http://www.yodecidomibanco.com)  
[www.sabermassermas.com](http://www.sabermassermas.com)

## Consideraciones frente a la Teoría Moderna Monetaria en medio del *boom* de ayudas fiscales en el mundo

La Teoría Moderna Monetaria (MMT, por sus siglas en inglés) se trata de un enfoque macroeconómico desarrollado en los últimos años acerca del papel de la política monetaria, su relación con las finanzas públicas y el funcionamiento en las economías. En la actualidad, esta doctrina no solo ha ganado una mayor atención en el campo académico, sino que ha recibido una creciente popularidad por parte de diferentes sectores sociales y políticos. En el caso de EE.UU., personajes como el senador y excandidato a la presidencia Bernie Sanders o la legisladora Alexandria Ocasio-Cortez han incluido en su discurso las principales propuestas de esta teoría<sup>1</sup>.

Su postulado fundamental se puede resumir en que los gobiernos con la capacidad de emitir su propia moneda, como EE. UU., Japón o incluso Colombia, pueden financiar el gasto público para estimular el empleo solventando su déficit y deuda a través del aumento de la base monetaria, siempre y cuando la inflación permanezca relativamente controlada. Adicionalmente, los impuestos no son vistos como una herramienta para redistribuir los ingresos ni aumentar el recaudo, sino como una forma de “drenar” la cantidad de dinero en la economía y así acotar los riesgos inflacionarios.

A pesar de que muchos de los expositores de la MMT argumentan que esta es simplemente una descripción del sistema económico y su poder explicativo es independiente de cualquier ideología, se trata de una perspectiva que contiene propuestas e implicaciones que distan de manera radical con la teoría económica convencional y las prácticas adoptadas por los *policy-makers*.

Esta edición de Banca & Economía presenta los principales elementos teóricos de la MMT y sus implicaciones en la política económica, para posteriormente exponer algunas consideraciones acerca de su validez y pertinencia en un entorno global en el que las economías han experimentado significativas afectaciones en la actividad económica y en el empleo por cuenta de la pandemia del Covid-19 y, en consecuencia, los gobiernos enfrentan retos de financiación sin precedentes.

<sup>1</sup> La Representante Ocasio-Cortez, que trabajó en la campaña de Sanders, afirmó que “la MMT ‘debería ser una parte más importante de la conversación’ e instó al Congreso a utilizar su ‘poder monetario’”. En: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-03-11/mmt-has-been-around-for-decades-here-s-why-it-just-caught-fire?sref=D1NrObmk>

Editor

Germán Montoya  
Director Económico

Participaron en esta edición:

Ángela Fajardo Moreno  
Federico Medina Cifuentes

OCT 22  
2020  
8:00 A.M. - 12:30 P.M.

ASOBANCARIA 2020

MÁS INFORMACIÓN  
AQUÍ

ASOBANCARIA

## Antecedentes

Desde hace más de diez años se han venido realizando trabajos académicos y artículos acerca de la MMT, sin embargo, hasta febrero de 2019 fue publicado el primer libro de texto académico en Economía basado en esta teoría, titulado *Macroeconomics* y que ha sido utilizado por sus autores, William Mitchell, L. Randall Wray y Martin Watts, para impartir clases en centros como la Universidad de Newcastle y el Bard College de Nueva York.

Esta teoría, además, ha logrado una creciente aprobación y popularidad dentro de la última década, favorecida principalmente por la experiencia de expansión de la deuda pública a nivel global que ha coincidido con niveles de inflación controlados, tasas de interés a la baja y avances en la reducción del desempleo.

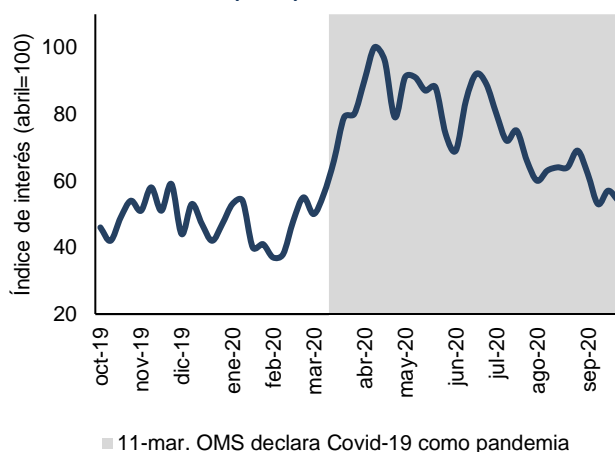
De acuerdo con cifras de la IIF<sup>2</sup>, entre 2008 y el periodo actual, los gobiernos han emitido alrededor de US 33,01 billones, de los cuales, Estados Unidos, Japón y la Zona Euro han contribuido con el 60% de dicho incremento, llevando sus niveles de deuda gubernamental como porcentaje del PIB a niveles superiores al 100%, incluso llegando al 230,4% en el caso de Japón. Por su parte, la inflación en estas economías ha permanecido en niveles moderados durante los últimos años, cerrando 2019 en 2,3% para EE. UU., 1,3% en la Zona Euro y 0,8% en Japón, lidiando con alcanzar el objetivo puntual del 2.0%.

En la actualidad, a raíz de la pandemia, la discusión alrededor de esta teoría como respuesta a la crisis ha tomado mayor relevancia, lo que se puede observar por medio del aumento en el número de búsquedas realizadas en Google acerca de MMT desde marzo y que presentó un pico en abril (Gráfico 1).

Si bien el nombre “Teoría Moderna Monetaria” puede presentar esta vertiente como un conjunto de ideas novedosas, lo cierto es que es posible afirmar que toma diversos elementos teóricos y anteriores propuestas de economistas del siglo anterior, reformulándolas o

formalizándolas. En primer lugar, resulta complejo tratar de separar parte de la esencia de esta teoría con los postulados de Keynes en los que solo el gobierno puede volver a encaminar la economía luego de una depresión, permitiéndose gastar libremente e incentivando la liquidez para el público. Esto, sin embargo, será discutido posteriormente, evidenciando cierta fragilidad en la relación aparentemente existente entre MMT y la teoría keynesiana.

**Gráfico 1. Búsquedas en Google sobre Teoría Moderna Monetaria (MMT)2030**



■ 11-mar. OMS declara Covid-19 como pandemia

**Fuente:** Google Trends. Elaboración Asobancaria.

Otros elementos teóricos que adopta la MMT<sup>3</sup> son las “finanzas funcionales” que propone Abba Lerner, donde el Estado, por medio del incremento del gasto público, debe lograr sus objetivos de pleno empleo de los recursos sin centrar su atención en el déficit público; y el concepto de balances sectoriales de William Godley, que se centra en el *trade-off* entre el déficit del sector gubernamental y el déficit del no gubernamental (sector privado), por medio de una identidad contable. Finalmente, se resalta la influencia del Cartalismo de G.N. Knapp<sup>4</sup>, que propone la creación del dinero de un modo centralizado; de hecho, algunos teóricos de la MMT la suelen denominar Neocartalismo.

<sup>2</sup> Institute of International Finance (2020). Global Debt Monitor.

<sup>3</sup> Coy, P., Dmitrieva, K., Boesler, M. (2019). Warren Buffett Hates It. AOC Is for It. A Beginner's Guide to Modern Monetary Theory: Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/features/2019-03-21/modern-monetary-theory-beginner-s-guide>

<sup>4</sup> Esta teoría del origen del dinero, creada aproximadamente hace un siglo, plantea que el valor de una moneda, que es emitida de manera centralizada, viene creado y condicionado por la acción del Estado y, por ello, este determinará de manera monopolística la oferta monetaria para influir en la marcha de la economía.

## El circuito económico y los balances sectoriales dentro de la MMT

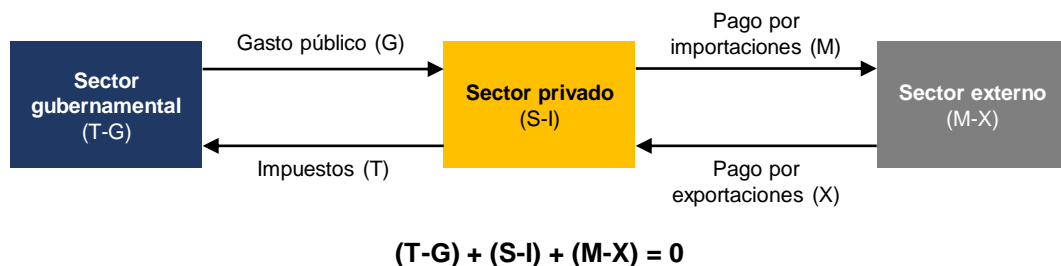
A la luz de la MMT, es posible dividir la economía de un país en tres sectores: (i) el sector gubernamental, que se compone del Tesoro (o Departamento de Hacienda) y del Banco Central; (ii) el sector privado doméstico, o no gubernamental, que incluye hogares y empresas; y (iii) el sector externo, al que pertenecen compradores y vendedores extranjeros. Además, se parte del hecho de que el gasto de la economía es igual a su ingreso a nivel agregado, lo que no se cumple a nivel sectorial, pues estos pueden gastar más o menos de sus ingresos, es decir, incurrir en déficit o superávit, respectivamente.

En términos macroeconómicos, como lo define Wray<sup>5</sup>, el balance del sector gubernamental está definido por la diferencia entre los impuestos recaudados (T) y gasto público (G), mientras que el balance del sector privado corresponde a la diferencia entre el ahorro del sector privado (S) y la inversión (I). Entretanto, el déficit del sector externo está definido como la resta entre importaciones (M) y exportaciones (X). Por medio del Gráfico 2 es posible representar este esquema de manera general.

Teniendo en cuenta que dentro del circuito todos estos flujos se generan entre los tres sectores, por medio de transacciones entre el sector gubernamental y el no gubernamental (verticales) y transacciones entre el sector privado (horizontales)<sup>6</sup>, una conclusión relevante que se puede obtener es que la suma del déficit de todos los sectores será igual a cero. Dicha conclusión no es relevante per se, sino por el hecho de que demuestra que el déficit de un sector será equivalente al superávit de los demás sectores. De esta manera, los teóricos de la MMT argumentan que solo es posible que el sector no gubernamental acumule un superávit, o ahorros netos, si el Estado incurre en un déficit presupuestario, y ya que dicho déficit puede ser financiado ilimitadamente por la creación de dinero, es posible garantizar el crecimiento, pleno empleo y la reducción de la desigualdad solo con ese estímulo siempre que la inflación se mantenga controlada.

Cabe resaltar que la descripción brindada ilustra de manera general la idea básica de la MMT. Sin embargo, una descripción más específica que brindan diversos autores<sup>7</sup> para el circuito económico considerando la presencia del sector financiero (que pertenece al sector privado) y la interacción entre el Tesoro y el Banco

Gráfico 2. Representación del circuito económico y los balances sectoriales



Fuente: Wray. Elaboración Asobancaria.

<sup>5</sup> Wray, L. R. (2015). Modern money theory: A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems. Springer.

<sup>6</sup> De acuerdo con Bill Mitchell (Deficit spending 101), Únicamente las de tipo vertical pueden crear activos netos financieros. Las horizontales, que pueden ser entre el sector privado financiero y no financiero, no.

<sup>7</sup> Tymoigne, E., & Wray, L. R. (2013). Modern money theory 101: A reply to critics. Levy Economics Institute, Working Papers Series, (778).

Central, permite obtener conclusiones similares a la anterior. En este sentido, un nuevo resultado es que el Banco Central constituye un proveedor monopolista de la moneda, que es inyectada antes de que el sector gubernamental, por medio del Tesoro, ejecute políticas de gasto expansivas, produzca impuestos o emita bonos.

## Principales postulados acerca de los instrumentos de política monetaria

Como sus defensores podrían argumentar, MMT es un enfoque que trata de aproximar desde una perspectiva simplemente explicativa el funcionamiento de los sistemas monetarios. No obstante, los resultados y conclusiones presentados están profundamente asociados con recomendaciones de política que distan de las adoptadas por los gobiernos y autoridades monetarias en la actualidad, que pueden enlistarse de la siguiente manera, siguiendo a Carney<sup>8</sup>, Rippert<sup>9</sup> y Coy et. al<sup>10</sup>:

- La deuda del sector gubernamental se diferencia de la deuda de hogares y empresas y no es necesario reducirla, puesto que puede emitir bonos para pagar la deuda vencida y emitir dinero para pagar los intereses de la deuda acumulada. El sector no gubernamental, evidentemente, no puede generar dinero por su cuenta.
- La única restricción sobre el aumento del gasto público es la inflación, ya que los déficits que son lo suficientemente profundos generan presiones inflacionarias, sobre todo si esto se conjuga con un elevado gasto del sector privado. Sin embargo, esto puede resolverse incrementando los impuestos. En ausencia de inflación, el gobierno puede gastar de acuerdo con sus objetivos de pleno empleo, incluso por medio de garantías al empleo.
- El principal rol de los impuestos es controlar la cantidad de dinero en circulación y su velocidad, y no para financiar el gasto del gobierno. En la medida que el mayor volumen moneda en circulación genere inflación, los impuestos actúan como el mecanismo que “drena” el dinero de la economía. En este sentido,

el rol redistributivo de los impuestos es considerado solo en periodos de baja inflación.

- Sus defensores argumentan que, en una economía de dinero fiduciario, la tasa de interés real debe ser cero, puesto que las empresas toman sus decisiones de inversión basándose en las perspectivas de crecimiento y no en el costo del dinero.
- El Banco Central no debería ser capaz de influir en las decisiones relacionadas con el gasto público para lograr sus objetivos con respecto a la tasa de interés. De la misma manera, es preferible que el estado evite totalmente emitir valores a largo plazo y, por tanto, limitarse únicamente a la emisión de bonos a corto plazo.
- Por último, MMT propone que el gobierno debe participar directamente y de manera continua durante el ciclo, mediante la implementación de programas estructurales que administren directamente la fuerza laboral, los mecanismos de fijación de precios y los proyectos de inversión.

## Algunas consideraciones frente a la MMT

Teniendo en cuenta los postulados, argumentos y conclusiones expuestos en las anteriores secciones, resulta pertinente exponer algunas consideraciones frente a la validez y conveniencia de la MMT como guía de política económica para los países, especialmente en el escenario actual, donde los gobiernos a nivel mundial enfrentan significativas presiones fiscales por cuenta de la crisis desencadenada por la propagación de la pandemia del Covid-19 y tanto la producción como el empleo han presentado deterioros sin precedentes en un gran número de economías.

En este sentido, se intentan discutir los principales elementos que consideramos que la MMT no contempla en su análisis, lo que ha llevado a diferentes grupos de académicos<sup>11</sup> a argumentar en favor de que esta teoría es una versión simplista de la descripción del sistema monetario moderno y de las propuestas keynesianas.

<sup>8</sup> Carney, J. (2011). Here's What Modern Monetary Theory And Austrian Economics Have In Common. Business Insider. <https://www.businessinsider.com.au/heres-what-modern-monetary-theory-and-austrian-economics-have-in-common-2011-12>

<sup>9</sup> Rippert, D.J. (2020). BoomerGEDdon vs Modern Monetary Theory (MMT). En: <https://www.baconsrebellion.com/wp/boomerGEDdon-vs-modern-monetary-theory-mmt/>

<sup>10</sup> Op. cit. (2019)

<sup>11</sup> Uno de sus más grandes detractores es el economista estadounidense Thomas Palley. Otros como Paul Krugman y Gregory Mankiw se muestran escépticos. A nivel local, Sergio Clavijo ha publicado algunos documentos a manera de crítica a la MMT.

## Inestabilidad financiera

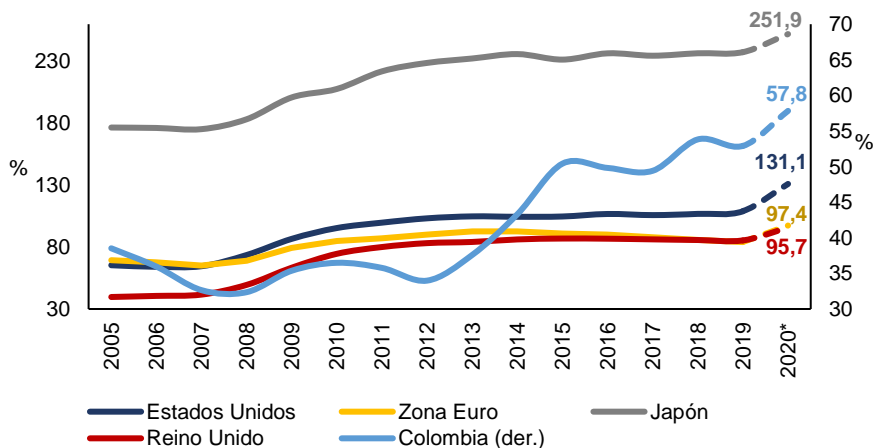
Son diversos factores que asocian la MMT con riesgos sobre la estabilidad financiera. En primer lugar, el hecho de considerar que no es necesario reducir la deuda pública puede llevar a dinámicas de sobreendeudamiento perjudiciales. Como Asobancaria lo señaló (ver B&E 1236), altos niveles de deuda pública representan una alta sensibilidad a cambios en las condiciones de financiamiento, obstaculizando la capacidad de endeudamiento y reduciendo el rango de maniobra de los gobiernos desde la perspectiva de la política fiscal y monetaria, en caso de una eventual crisis. De la misma manera, puede dar espacio a la pérdida de valor en las garantías gubernamentales o tenencia de bonos que daría pérdidas en el capital de las compañías financieras, debilitaría la estrategia de financiamiento basada en la seguridad de la deuda y justificaría las dudas acerca de la solvencia y estabilidad monetaria del sistema.

Según el Monitor Fiscal del FMI<sup>12</sup>, para este año se proyecta un aumento en la deuda pública<sup>13</sup> en países que ya presentan un alto endeudamiento como EE. UU., donde alcanza el 131% del PIB, Japón (252%), la Zona

Euro (97%), y UK (96%). Colombia, un país capaz de emitir su propia moneda, no es ajeno a esta dinámica y la deuda del Gobierno General (GG) ascendería al 57,8% del PIB en 2020 de acuerdo con la entidad multilateral. Por su parte, el Ministerio de Hacienda estima que la deuda bruta del gobierno Nacional Central ascendería al 65,6% para este año, mientras que la deuda agregada del GG representaría el 68,2%<sup>14</sup>. Es necesario contener las dinámicas de sobreendeudamiento en adelante, considerando el rápido escalamiento en la deuda pública que se observó en las economías desarrolladas durante la crisis de 2008 y que ha continuado durante la última década (Gráfico 3).

En segundo lugar, un factor que relaciona los déficits financiados con emisión de moneda con la inestabilidad financiera es la inflación de los activos. Como señala Palley<sup>15</sup>, si bien la inflación general de precios es muy poco probable en periodos de actividad económica moderada, la inflación en precios de los activos puede ocurrir en cualquier momento, como ha ocurrido en episodios de crisis anteriores. Los excesos de liquidez pueden estar estrechamente relacionados con la inestabilidad financiera, vía precio de los activos; sin

Gráfico 3. Deuda del Gobierno General (% del PIB)



Fuente: FMI. Monitor Fiscal 2020.

<sup>12</sup> Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/04/06/fiscal-monitor-april-2020>

<sup>13</sup> En este apartado se hace referencia a la deuda del Gobierno General.

<sup>14</sup> Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2020), Marco Fiscal del Mediano Plazo (MFMP).

<sup>15</sup> Palley, T. I. (2015). Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory. *Review of Political Economy*, 27(1), 1-23.



embargo, resulta muy difícil de modelar o predecir, por lo que no es, de nuevo, recomendable sugerir un financiamiento presupuestal a partir de emisión.

Un factor adicional de esta teoría asociado con riesgos de inestabilidad financiera es el rol de la tasa de interés. Como señala Palley<sup>16</sup>, una recomendación de política guiada por la afirmación de fijar la tasa de interés de corto plazo en cero (nivel de la tasa natural de interés según MMT), no solo difiere de una idea Keynesiana clave al no reconocer que los mercados se equivocan en determinar la tasa de interés debido a las fluctuaciones en la preferencia de liquidez; sino que, dentro de un escenario de pleno empleo e inflación positiva, representa incentivos para la especulación financiera y la inflación de los precios de los activos impulsada por la deuda, pudiendo desencadenar una crisis financiera.

### Existen más restricciones sobre el gasto financiado con emisión de moneda, no solo la inflación

De manera precisa, Mankiw<sup>17</sup> explica que después de cierto punto, poder emitir dinero pierde valor marginalmente. Esto se produce a partir de la emisión monetaria, pues si esta se emplea para pagar sus compromisos, seguramente termine como reservas del sistema bancario, sobre las cuales se deben pagar intereses, lo que contradice a la financiación del déficit con emisión a “costo cero” que propone MMT; pues esta cantidad, en poder del sistema bancario, ya no está

controlada por el Gobierno. En segundo lugar, si no se pagan intereses suficientes sobre las reservas, la expansión de la base monetaria aumentará los préstamos bancarios y la oferta monetaria y entonces las tasas de interés caen, ejerciendo nuevamente una presión al alza sobre la demanda agregada y la inflación. Ahora, el aumento de la inflación reduce la cantidad real de dinero demandada y esta caída de los saldos monetarios reales, a su vez, reduce los recursos reales que el gobierno puede reclamar mediante la creación de dinero.

### Riesgo inflacionario

Dentro de los últimos cincuenta años, algunos países en Latinoamérica basaron sus decisiones de política monetaria en acelerar el ritmo de crecimiento de la oferta de dinero para solventar los amplios niveles de déficit fiscal, una propuesta que hace parte de la esencia de la MMT. Estos países experimentaron tasas muy elevadas de inflación en el corto plazo y en algunos casos hiperinflación<sup>18</sup> (Cuadro 1), llevando a drásticas pérdidas en los salarios reales. Se destaca el caso de Chile en 1973, Perú en 1989, Argentina en 2015 y Venezuela entre 2017 y 2018, años para los que se alcanza a contar con estadísticas disponibles.

Es necesario remarcar que, si bien las condiciones económicas y políticas podrían enmarcarse en contextos diferentes para cada uno de los países, estas políticas se vieron en gran medida influenciadas por gobiernos

**Cuadro 1. Casos históricos de déficit fiscal financiado con emisión monetaria**

País	Año	Déficit fiscal (% del PIB)	Crecimiento oferta monetaria (%)	Inflación (%)
Chile	1973	22,5	319,1	508,1
Bolivia	1985	10,3	6.981	12.900
Perú	1989	3,7	2.369	2.775,3
Brasil	1993	5,5	2.939	1.929
Ecuador	1999	3,9	N.D.*	96,1
Argentina	2016	4,6	46,6	33,1
Venezuela	2017	19,0	1.120,8	2.586

\* Dato no disponible para Ecuador en 1999, dado el fenómeno de dolarización en aquella época.

Fuente: Banco Central de Chile, BCB, BCE, BCRA, BCRP, BCV, BID, FMI, Universidad Católica Andrés Bello.

<sup>16</sup> Palley T. I. (2015). The Critics of Modern Money Theory are Right, *Review of Political Economy*, 27:1, 45-61

<sup>17</sup> Mankiw, N. G. (2020, May). A Skeptic's Guide to Modern Monetary Theory. In *AEA Papers and Proceedings* (Vol. 110, pp. 141-44).

<sup>18</sup> “Hiperinflación” se refiere a un periodo corto en el que la creación de dinero genera una gran pérdida de valor en la economía real. Técnicamente, puede decirse que se da cuando la inflación llega al 1.000% anual.

caracterizados por propuestas con inclinación populista y, en este sentido, esta propuesta es un elemento no tan “moderno” dentro de la MMT.

De la misma manera, tampoco es posible inferir que el riesgo inflacionario solo existe para los países emergentes o los de Latinoamérica. Summers<sup>19</sup> señala que, durante el siglo anterior, países desarrollados como Alemania, Francia y UK también implementaron políticas del tipo MMT, que tuvieron que ser revertidas rápidamente ante sus negativos efectos inflacionarios. Adicionalmente, Mankiw señala la existencia de una correlación del 79% entre el crecimiento de la oferta monetaria y la inflación para EE. UU. con datos desde el siglo XIX, y un resultado de similar magnitud para estos datos entre la mayoría de los países<sup>20</sup>. Por lo anterior, se debilita el argumento de algunos proponentes de la MMT, quienes argumentan en favor de la ausencia de la relación entre aumentos en la oferta monetaria y el nivel general de precios.

Además, aunque algunos autores han encontrado que desde la crisis de 2008 la relación directa entre la expansión monetaria y la inflación se ha debilitado<sup>21</sup>, y la inflación responde de manera asimétrica a los choques monetarios en el largo plazo, vale la pena resaltar el hecho de que el crecimiento de la inflación ante aumentos en la oferta monetaria puede presentarse de manera rezagada, por lo que, en cualquier caso, no es recomendable incentivar un mayor déficit o deuda pública. De hecho, Stephanie Kelton, una de las figuras más representativas de MMT y autora del popular y reciente libro *The Deficit Myth*, reconoce “la existencia de un nivel (aún no definido) a partir del cual el déficit puede provocar un fuerte aumento sobre la inflación”<sup>22</sup>.

### **Aún existe mucha incertidumbre sobre los efectos colaterales de la MMT a futuro**

Además del riesgo inflacionario en la economía, existen otros efectos negativos asociados con políticas de la MMT y políticas monetarias no convencionales:

- Inadecuada valoración del riesgo por parte de entidades financieras, entorno que favorece la creación

de burbujas en mercados de capitales. MMT supone que el Banco Central podría comprar todos los bonos del gobierno sin consecuencias; sin embargo, el activo libre de riesgo es utilizado para fijar el precio de todos los activos del sector privado, por ejemplo, bonos IG, HY<sup>23</sup>, o el S&P500 en EE. UU., pero, si los precios de los bonos de los gobiernos y otros activos dejan de ser un reflejo correcto de su verdadero riesgo, probablemente los inversionistas no comprarán cualquier tipo de activo del sector público o privado de estos países.

- Disminución en la productividad. El apalancamiento de un mayor número de empresas ineficientes (denominadas firmas zombie) representa una importante reducción en la productividad y competitividad dentro de los sectores. Además, se convertiría en un problema para la estabilidad financiera en el mediano plazo al tener bajos niveles de solvencia y un alto riesgo de default (véase B&E 1240).
- Retrasa ajustes macroeconómicos y puede llevar a aumento de gasto público ineficiente. Estas políticas representarían una distorsión en los mecanismos de transmisión de políticas convencionales y, por otro lado, propiciarían una focalización del gasto inadecuada, hacia sectores poco competitivos, en relación con el punto anterior.

### **No considera algunos elementos de la teoría keynesiana básica**

Como se ha mostrado, la MMT sugiere una participación continua y directa del sector gubernamental en cualquier momento del ciclo económico, aún en expansión. Sin embargo, este enfoque difiere del “*fine tuning*” desarrollado por Minsky y Keynes, donde la intervención del Estado toma la forma de políticas fiscales y monetarias discretionales, temporales y limitadas para hacer frente a las depresiones y auges a través de un cambio proactivo en el gasto público, la tasa impositiva y la tasa de interés. Este se trata de un enfoque de intervención gubernamental cuyo objetivo es evitar la intervención directa (lo que no hace MMT) sino más bien usar

<sup>19</sup> Summers L. (2019). The left’s embrace of modern monetary theory is a recipe for disaster. The Washington Post.

<sup>20</sup> Mankiw, N. G. (2019). Macroeconomics, 10° Edición, New York: Worth Publishers.

<sup>21</sup> Cooray, A., & Khraief, N. (2019). Money Growth and Inflation: New Evidence from a Nonlinear and Asymmetric Analysis. The Manchester School, 87(4), 543-577.

<sup>22</sup> Christopher Dembik, Head of Macro Analysis de Saxo Bank. Disponible En: <https://www.home.saxo/content/articles/macro/mmt-and-inflation-what-is-it-and-how-would-it-work-11032019>

<sup>23</sup> *Investment grade* (IG) o “grado de inversión” cuentan con una elevada solvencia, mientras que High yield o “grado especulativo” señalan una calificación crediticia más baja.



"herramientas" indirectas mientras permite que los participantes del mercado empujen a la economía hacia los objetivos deseados ajustando sus incentivos.

Keynes reconoce que, en pleno empleo, un mayor déficit presupuestario tiene la capacidad de desplazar la inversión privada vía mayores tasas de interés, lo que se suele denominar *crowding out*. La MMT, por su parte, no considera el escenario en el que los proyectos de inversión privados se ven desincentivados ante dicho incremento que generalmente acompaña a grandes déficits públicos. En este sentido, el argumento de la MMT podría describir con mayor precisión este fenómeno, a pesar de diferir de una de las ideas centrales del pensamiento keynesiano.

## Vigencia MMT en medio del Covid-19

El panorama económico actual, gravemente afectado por la propagación del Covid-19 y las medidas de contención que adoptaron los países, ha exigido a nivel mundial que los países brinden importantes estímulos fiscales y monetarios para mitigar dichos efectos, lo que ha llevado a un aumento en los niveles de deuda y déficit de los gobiernos, incluso superiores a los observados en la Crisis Financiera Internacional (Gráfico 4). Al respecto, el FMI estima que, en 2020, la deuda pública presentará un aumento de 19% del PIB mundial, llevando este rubro a su

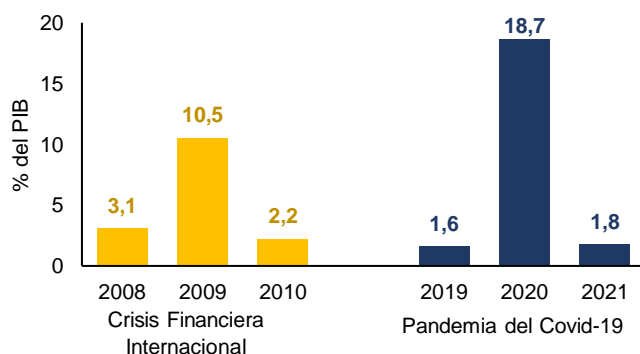
máximo histórico (101% del PIB). Por su parte, el déficit fiscal aumentaría en un 10% del PIB, un promedio que dobla el aumento de 2009. Estas experiencias de endeudamiento acelerado, tanto en economías desarrolladas como emergentes, dentro un entorno en el que la inflación se mantiene a la baja, así como las tasas de interés, ha permitido que esta teoría cobre mayor relevancia e intente ser validada.

En este sentido, resulta necesario considerar que dicho endeudamiento no puede ser ilimitado, como lo propone la MMT. De hecho, los niveles actuales de deuda pública y los que se estiman para todo el año representan una importante señal de alerta para la estabilidad fiscal y financiera a nivel global, principalmente para aquellos países que, en episodios de crisis pasados, han acumulado mayores niveles de deuda y ampliado sus déficit.

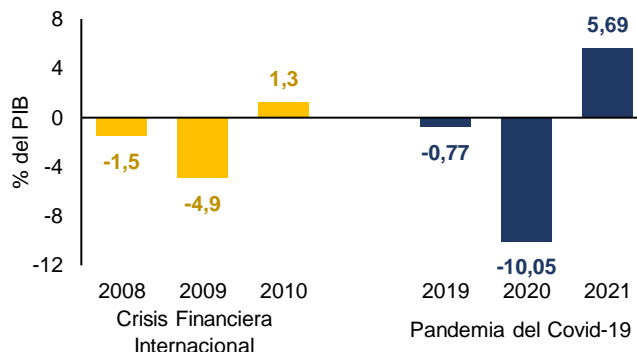
A pesar de que, para diferentes grupos académicos, políticos y de la opinión popular los postulados de MMT parecen tener vigencia dentro de un escenario en el que los gobiernos han profundizado su deuda y ampliado el déficit fiscal, con inflación a la baja y tasas de interés mínimas, resulta necesario examinar a profundidad la MMT y la incertidumbre que aún existe sobre sus efectos colaterales en años venideros para, de esta manera, contribuir al debate alrededor de su validez. Bajo el

**Gráfico 4. Cambio en la deuda pública y el déficit fiscal global en periodos de crisis**

### a. Cambio en la deuda pública



### b. Cambio en el déficit fiscal



Fuente: FMI. WEO, Junio 2020.

<sup>24</sup> FMI (2020). World Economic Outlook Update. A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery.



análisis presentado en este documento, se concluye la inconveniencia que tendría en un escenario como el actual considerar los planteamientos de la MMT dados los riesgos que representa para la estabilidad financiera de los países.

## Conclusiones y consideraciones finales

La Teoría Moderna Monetaria (MMT) es un enfoque macroeconómico desarrollado en los últimos años, con una creciente popularidad en diferentes sectores académicos y políticos. Esta doctrina, que se nutre de ideas keynesianas y del Cartalismo, propone un conjunto de recomendaciones de política que distan de manera radical con las prácticas que convencionalmente han empleado las autoridades monetarias. Su principal idea consiste en que los Estados con soberanía monetaria pueden financiar sus gastos sin preocuparse por su déficit fiscal ni sus niveles de deuda a través de incrementos en la base monetaria.

Luego de la crisis financiera del 2008, la dinámica del mayor endeudamiento público, que ha coincidido con una baja inflación y tasas de interés expansivas, ha generado una mayor atención sobre la MMT en el entorno académico y político. A lo anterior se suma el significativo endeudamiento que ha representado el paquete de estímulos de los gobiernos para enfrentar la crisis por Covid-19, por lo que es importante considerar todos los riesgos asociados a dicha teoría.

En este sentido, se presentó en este documento un análisis detallado de la MMT, sus propuestas e implicaciones para las economías. Esto, debido a que, bajo la luz de esta teoría, elementos como el déficit fiscal, la deuda pública, los impuestos, incluso el rol de la banca central y el sistema financiero, son percibidos probablemente con una menor importancia de la que tienen en la vida real.

De esta manera, es posible identificar un conjunto de consideraciones respecto a esta teoría, permitiendo concluir que resulta inconveniente en el sentido que presenta riesgos considerables para la estabilidad financiera de los países que la adopten, muchos de ellos asociados a los riesgos inflacionarios, y su aplicabilidad y desempeño son cuestionables, así como sus fundamentos

teóricos, siendo criticada por diversos grupos de académicos destacables.

Se resalta la inconveniencia de proponer políticas basadas en esta teoría para las economías, considerando (i) anteriores experiencias de países en el mundo, (ii) la incertidumbre que aún existe sobre el gran experimento que se ha dado desde la crisis de 2008 en términos inflacionarios, acentuada por las políticas expansivas para contener los impactos negativos de la pandemia, (iii) las ineficiencias que pueden generarse en el gasto público, (iv) los efectos adversos sobre la competitividad y productividad empresarial y (v) los riesgos en materia de estabilidad macro-financiera.

En adelante, son grandes los retos que tenemos en materia fiscal frente a un endeudamiento acelerado que debió materializarse para responder a la reciente crisis. Sin embargo, considerando los riesgos que hay detrás de políticas asociadas a la MMT, es importante darle una mayor prioridad al financiamiento responsable y saneamiento gradual del déficit fiscal que continúe garantizando la credibilidad y confianza en nuestras instituciones monetarias, cuya solidez ha permitido a los colombianos contar con un sistema resiliente, especialmente en la actualidad.

## Colombia Principales indicadores macroeconómicos

	2017					2018					2019*				2020*
	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	Total	
<b>Producto Interno Bruto**</b>															
PIB Nominal (COP Billones)	920,5	230,4	236,0	251,2	268,3	985,9	245,4	255,0	270,6	290,7	1061,7	257,9	215,0	1010,2	
PIB Nominal (USD Billones)	308,5	82,9	80,5	84,5	82,5	303,4	77,3	79,6	78,2	88,7	324,0	63,5	57,2	271,3	
PIB Real (COP Billones)	832,7	197,4	208,1	214,7	233,5	853,6	203,1	214,6	222,1	241,7	881,4	205,9	180,8	824,2	
PIB Real (% Var. interanual)	1,4	1,8	2,8	2,7	2,7	2,5	2,9	3,1	3,4	3,5	3,3	1,4	-15,7	-6,5	
<b>Precios</b>															
Inflación (IPC, % Var. interanual)	4,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,4	3,8	3,8	3,8	3,7	2,9	1,8	
Inflación sin alimentos (% Var. interanual)	5,0	4,3	3,8	3,8	3,7	3,5	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,3	2,02	1,3	
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2984	2780	2931	2972	3250	3250	3175	3206	3462	3277	3277	4065	3759	3723	
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-0,9	-5,5	-3,5	1,2	8,9	8,9	14,2	9,4	16,5	0,8	0,8	28,0	17,3	14,6	
<b>Sector Externo (% del PIB)</b>															
Cuenta corriente	-3,3	-3,5	-3,9	-3,8	-4,4	-3,9	-4,5	-3,5	-5,0	-4,1	-4,2	-3,5	-3,0	-3,3	
Cuenta corriente (USD Billones)	-10,2	-2,8	-3,3	-3,2	-3,7	-13,0	-3,5	-2,7	-4,0	-3,5	-13,7	-2,5	-1,7	-4,2	
Balanza comercial	-2,8	-1,8	-2,6	-2,7	-3,5	-2,7	-3,5	-3,1	-5,0	-3,6	-3,8	-4,0	-4,4	-4,2	
Exportaciones F.O.B.	15,4	15,8	16,4	16,2	16,4	16,2	16,4	17,5	15,9	15,5	16,2	16,0	13,8	15,1	
Importaciones F.O.B.	18,2	17,7	19,1	18,9	20,0	18,9	19,9	20,6	20,8	19,1	20,0	19,9	18,3	19,3	
Renta de los factores	-2,7	-3,7	-3,5	-3,4	-3,6	-3,5	-3,3	-3,2	-2,9	-3,3	-3,1	-2,5	-1,6	-2,1	
Transferencias corrientes	2,1	2,0	2,2	2,3	2,7	2,3	2,3	2,8	2,9	2,8	2,7	2,9	3,1	3,0	
Inversión extranjera directa (pasivo)	4,4	2,5	4,6	3,3	3,4	3,5	4,3	5,2	4,0	4,5	4,4	4,7	2,4	3,7	
<b>Sector Público (acumulado, % del PIB)</b>															
Bal. primario del Gobierno Central	-0,8	0,0	0,1	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,9	1,4	0,4	0,5	...	...	-5,9	
Bal. del Gobierno Nacional Central	-3,6	-0,5	-1,6	-2,4	-3,1	-3,1	-0,6	-0,3	-1,2	-2,5	-2,5	...	...	-8,2	
Bal. estructural del Gobierno Central	-1,9	...	...	...	...	-1,9	...	...	...	...	-1,5	...	...	...	
Bal. primario del SPNF	0,5	0,9	1,2	0,8	0,2	0,2	1,0	3,0	2,3	0,5	0,5	...	...	-6,7	
Bal. del SPNF	-2,7	0,3	-0,6	-1,2	-2,9	-2,9	0,4	0,6	-0,5	-2,4	-2,4	...	...	-9,4	
<b>Indicadores de Deuda (% del PIB)</b>															
Deuda externa bruta	40,0	38,1	38,1	38,4	39,7	39,7	41,6	41,5	42,0	42,7	42,0	47,4	49,3	44,0	
Pública	23,1	22,1	21,8	21,8	21,9	21,9	23,1	22,6	22,6	22,7	22,8	25,3	26,6	23,5	
Privada	16,9	16,1	16,3	16,5	17,7	17,7	18,5	18,9	19,5	20,0	19,2	22,1	22,6	20,6	
Deuda bruta del Gobierno Central	44,9	43,6	45,9	47,7	49,4	46,7	47,4	50,6	51,9	50,3	50,0	59,6	...	...	

## Colombia

## Estados financieros del sistema bancario

	jul-20 (a)	jun-20	jul-19 (b)	Variación real anual entre (a) y (b)
<b>Activo</b>	<b>745.004</b>	<b>755.856</b>	<b>657.433</b>	<b>11,1%</b>
Disponible	57.978	61.331	45.384	25,3%
Inversiones y operaciones con derivados	156.012	156.439	127.088	20,4%
Cartera de crédito	503.801	507.141	463.076	6,7%
Consumo	146.348	146.957	136.281	5,3%
Comercial	275.176	278.168	249.580	8,1%
Vivienda	69.917	69.617	64.838	5,8%
Microcrédito	12.359	12.401	12.378	-2,1%
Provisiones	32.726	32.513	28.574	12,3%
Consumo	9.923	11.341	10.329	-5,8%
Comercial	16.724	16.931	15.034	9,1%
Vivienda	2.566	2.587	2.312	8,8%
Microcrédito	1.081	1.103	899	17,9%
<b>Pasivo</b>	<b>654.254</b>	<b>665.919</b>	<b>571.729</b>	<b>12,2%</b>
Instrumentos financieros a costo amortizado	558.119	566.381	492.115	11,2%
Cuentas de ahorro	233.468	233.724	183.097	25,0%
CDT	169.998	166.374	161.976	2,9%
Cuentas Corrientes	69.105	72.440	55.204	22,8%
Otros pasivos	9.402	9.758	9.222	0,0%
<b>Patrimonio</b>	<b>90.750</b>	<b>89.937</b>	<b>85.704</b>	<b>3,8%</b>
<b>Ganancia / Pérdida del ejercicio (Acumulada)</b>	<b>3.589</b>	<b>3.124</b>	<b>5.844</b>	<b>-39,8%</b>
Ingresos financieros de cartera	27.481	23.685	26.645	1,1%
Gastos por intereses	9.576	8.333	9.382	0,1%
Margen neto de Intereses	18.491	15.966	18.071	0,4%
<b>Indicadores</b>				<b>Variación (a) - (b)</b>
<b>Indicador de calidad de cartera</b>	<b>3,83</b>	<b>3,79</b>	<b>4,67</b>	<b>-0,84</b>
Consumo	2,86	3,16	5,06	-2,20
Comercial	4,23	3,99	4,67	-0,45
Vivienda	3,86	3,94	3,29	0,57
Microcrédito	6,24	5,70	7,45	-1,21
<b>Cubrimiento</b>	<b>169,8</b>	<b>169,2</b>	<b>132,3</b>	<b>-37,50</b>
Consumo	237,4	243,8	149,9	87,55
Comercial	143,8	152,4	129,0	14,87
Vivienda	95,1	94,3	108,5	-13,36
Microcrédito	140,1	155,9	97,5	42,55
ROA	0,83%	0,83%	1,66%	-0,8
ROE	6,88%	7,07%	13,02%	-6,1
Solvencia	15,52%	14,56%	15,11%	0,4



## Colombia

### Principales indicadores de inclusión financiera

	2016	2017	2018	2019				2019	2020	
	Total	Total	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2
Profundización financiera - Cartera/PIB (%) EC	50,2	50,1	49,8	49,5	49,6	49,9	49,8	49,8	51,7	...
Efectivo/M2 (%)	12,59	12,18	13,09	12,66	12,84	13,20	15,05	15,05	13,35	...
<b>Cobertura</b>										
Municipios con al menos una oficina o un corresponsal bancario (%)	99,7	100	99,2	99,7	99,7	...	99,9	99,9	...	...
Municipios con al menos una oficina (%)	73,9	73,9	74,4	74,7	74,6	74,4	74,6	74,6	...	...
Municipios con al menos un corresponsal bancario (%)	99,5	100	98,3	100	100	...	100	100	...	...
<b>Acceso</b>										
<b>Productos personas</b>										
Indicador de bancarización (%) SF*	77,30	80,10	81,4	82,3	82,6	83,3	82,5	82,5	...	...
Indicador de bancarización (%) EC**	76,40	79,20	80,5	81,3	81,6	82,4	...	...	...	...
Adultos con: (en millones)										
Cuentas de ahorro EC	23,53	25,16	25,75	25,79	25,99	26,3	26,6	26,6	...	...
Cuenta corriente EC	1,72	1,73	1,89	1,95	2,00	2,00	1,97	1,97	...	...
Cuentas CAES EC	2,83	2,97	3,02	3,03	3,02	3,03	3,03	3,03	...	...
Cuentas CATS EC	0,10	0,10	0,71	2,10	2,32	2,54	3,30	3,30	...	...
Otros productos de ahorro EC	0,77	0,78	0,81	0,83	0,84	0,80	0,85	0,85	...	...
Crédito de consumo EC	8,74	9,17	7,65	7,82	8,00	8,16	8,42	8,42	...	...
Tarjeta de crédito EC	9,58	10,27	10,05	10,19	10,37	10,47	10,53	10,53	...	...
Microcrédito EC	3,56	3,68	3,51	3,49	3,48	3,50	3,65	3,65	...	...
Crédito de vivienda EC	1,39	1,43	1,40	1,41	1,43	1,45	1,45	1,45	...	...
Crédito comercial EC	1,23	1,02	...	...	...	0,69	0,70	0,70	...	...
Al menos un producto EC	25,40	27,1	27,64	28,03	28,25	28,6	29,1	29,1	...	...
<b>Uso</b>										
<b>Productos personas</b>										
Adultos con: (en porcentaje)										
Algún producto activo SF	66,3	68,6	68,5	69,2	69,8	70,4	66,0	66,0	...	...
Algún producto activo EC	65,1	66,9	67,2	67,8	68,4	69,2	...	...	...	...
Cuentas de ahorro activas EC	72,0	71,8	68,3	68,9	70,1	70,2	70,1	70,1	...	...
Cuentas corrientes activas EC	84,5	83,7	85,5	85,8	85,9	85,6	85,6	85,6	...	...
Cuentas CAES activas EC	87,5	89,5	89,7	89,8	89,9	82,2	82,1	82,1	...	...
Cuentas CATS activas EC	96,5	96,5	67,7	58,2	58,3	59,0	58,3	58,3	...	...
Otros pdtos. de ahorro activos EC	66,6	62,7	61,2	61,3	61,8	62,0	62,8	62,8	...	...
Créditos de consumo activos EC	82,0	83,5	82,2	81,7	81,9	81,8	75,7	75,7	...	...
Tarjetas de crédito activas EC	92,3	90,1	88,7	88,3	88,6	88,0	79,5	79,5	...	...
Microcrédito activos EC	66,2	71,1	68,9	68,9	69,2	68,9	58,3	58,3	...	...





## Colombia

### Principales indicadores de inclusión financiera

	2016	2017	2018	2019				2019	2020	
	Total	Total	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2
Créditos de vivienda activos EC	79,3	78,9	77,8	77,8	78,0	78,2	78,2	78,2	...	...
Créditos comerciales activos EC	85,3	84,7	...	...	...	61,2	45,5	45,5	...	...
<b>Acceso</b>										
<b>Productos empresas</b>										
Empresas con: (en miles)										
Al menos un producto EC	751,0	775,2	946,5	940,7	940,3	937,7	938,8	938,8	...	...
Cuenta de ahorro EC	500,8	522,7	649,4	644,3	645,0	645,4	649,1	649,1	...	...
Cuenta corriente EC	420,9	430,7	502,9	502,3	503,0	500,7	499,7	499,7	...	...
Otros productos de ahorro EC	15,24	14,12	13,9	13,8	13,9	13,1	13,8	13,8	...	...
Crédito comercial EC	242,5	243,6	277,8	278,3	279,4	284,5	285,9	285,9	...	...
Crédito de consumo EC	98,72	102,5	105,8	107,2	105,9	105,8	104,9	104,9	...	...
Tarjeta de crédito EC	79,96	94,35	106,9	109,1	109,8	111,7	113,0	113,0	...	...
Al menos un producto EC	751,0	775,1	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>Uso</b>										
<b>Productos empresas</b>										
Empresas con: (en porcentaje)										
Algún producto activo EC	74,7	73,3	71,5	70,0	69,9	70,0	68,34	68,34	...	...
Algún producto activo SF	74,7	73,3	71,6	70,0	69,9	70,0	68,36	68,36	...	...
Cuentas de ahorro activas EC	49,1	47,2	47,6	47,3	46,9	46,7	45,8	45,8	...	...
Otros pdtos. de ahorro activos EC	57,5	51,2	49,2	49,0	50,5	50,0	52,0	52,0	...	...
Cuentas corrientes activas EC	89,1	88,5	89,0	89,3	89,5	90,2	89,7	89,7	...	...
Microcréditos activos EC	63,2	62,0	57,2	56,6	56,6	56,1	50,3	50,3	...	...
Créditos de consumo activos EC	84,9	85,1	83,9	83,3	82,8	82,8	78,2	78,2	...	...
Tarjetas de crédito activas EC	88,6	89,4	90,2	89,5	89,9	88,8	80,8	80,3	...	...
Créditos comerciales activos EC	91,3	90,8	91,6	83,8	80,9	81,5	77,1	77,1	...	...
<b>Operaciones (semestral)</b>										
Total operaciones (millones)	4.926	5.462	6.332	-	3.952	-	4.239	8.194	-	3.631
No monetarias (Participación)	48,0	50,3	54,2	-	57,9	-	58,1	57,9	-	63,9
Monetarias (Participación)	52,0	49,7	45,8	-	42,1	-	41,9	42,0	-	36,0
No monetarias (Crecimiento anual)	22,22	16,01	25,1	-	48,6	-	29,9	38,3	-	31,0
Monetarias (Crecimiento anual)	6,79	6,14	6,7	-	19,9	-	17,6	18,8	-	1,3
<b>Tarjetas</b>										
Crédito vigentes (millones)	14,93	14,89	15,28	15,33	15,46	15,65	16,05	16,05	16,33	15,473
Débito vigentes (millones)	25,17	27,52	29,57	30,53	31,39	32,49	33,09	33,09	34,11	34,51
Ticket promedio compra crédito (\$miles)	205,8	201,8	194,4	184,9	193,2	187,5	203,8	203,8	176,2	179,3
Ticket promedio compra débito (\$miles)	138,3	133,4	131,4	118,2	116,3	114,0	126,0	126,0	113,6	126,0