



Lecturas de Economía

ISSN: 0120-2596

ISSN: 2323-0622

Universidad de Antioquia

Montoya Olarte, Miguel Alfonso  
Tesorería Nacional y Banco de la República: evidencia de  
la Teoría Monetaria Moderna en Colombia (2007-2018)\*  
Lecturas de Economía, núm. 98, 2023, Enero-Junio, pp. 97-129  
Universidad de Antioquia

DOI: <https://doi.org/10.17533/udea.le.n98a347832>

Disponible en: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=155276015004>

- ▶ [Cómo citar el artículo](#)
- ▶ [Número completo](#)
- ▶ [Más información del artículo](#)
- ▶ [Página de la revista en redalyc.org](#)

LEEM redalyc.org

Sistema de Información Científica Redalyc  
Red de Revistas Científicas de América Latina y el Caribe, España y Portugal  
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso  
abierto

**Tesorería Nacional y Banco de la República: evidencia  
de la Teoría Monetaria Moderna en Colombia  
(2007-2018)**

---

**Miguel Alfonso Montoya Olarte**

Lecturas de Economía - No. 98. Medellín, enero-junio 2023



Miguel Alfonso Montoya Olarte

### **Tesorería Nacional y Banco de la República: evidencia de la Teoría Monetaria Moderna en Colombia (2007-2018)**

**Resumen:** *El objetivo de este artículo consiste en revisar los principales planteamientos de la Teoría Monetaria Moderna (MMT, por sus siglas en inglés) y presentar, con base en esta teoría, un contraste empírico para el periodo 2007-2018, entre las operaciones de la tesorería del gobierno nacional y las operaciones monetarias del Banco de la República de Colombia. Se encontró que el déficit de la Tesorería del gobierno y los desembolsos netos de títulos TES, fueron compensados regularmente por las operaciones monetarias del Banco de la República, lo que evidenció la capacidad del emisor para controlar las tasas de interés de corto y mediano plazo, tal como lo describe la MMT. Pese a las auto restricciones legales para que el emisor financie al gobierno, los resultados presentados validan la coordinación de las operaciones fiscales y monetarias planteadas por la MMT. De acuerdo con esto, es posible tener como objetivo el pleno empleo, a través del trabajo garantizado, lo cual, no obstante, debe acompañarse de un proceso de transformación productiva.*

**Palabras clave:** *Teoría Monetaria Moderna, política fiscal, deuda pública, política monetaria, tasas de interés.*

**Clasificación JEL:** B52, E62, H63, E52, E43.

### **National Treasury and Bank of the Republic: evidence of Modern Monetary Theory for Colombia (2007-2018)**

**Abstract:** *The aim of this article is to review the main approaches of modern monetary theory (MMT) and to present, based on this theory, an empirical contrast for the period 2007-2018 between the treasury operations of the national government and the monetary operations of the Bank of the Republic of Colombia. It was found that the deficit of the Government Treasury and the net disbursements of TES securities were regularly compensated by the monetary operations of the Bank of the Republic, which evidenced the capacity of the issuer to control short- and medium-term interest rates, as described by the MMT. Despite the self-legal restrictions for the issuer to finance the government, the results presented validate the coordination of the fiscal and monetary operations proposed by the MMT. According to this, it is possible to aim at full employment, through guaranteed work, which, however, must be accompanied by a process of productive transformation.*

**Keywords:** *Modern Monetary Theory, fiscal policy, public debt, monetary policy, interest rates.*

<https://doi.org/10.17533/udea.le.n98a347832>



Este artículo y sus anexos se distribuyen por la revista *Lecturas de Economía* bajo los términos de la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0. <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

## **Le trésor public y la banque centrale de Colombie: évidences de la theorie monetaire moderne (2007-2018)**

**Résumé:** *L'objectif de cet article est de passer en revue les principales approches de la Théorie Monétaire Moderne (MMT, pour ses initiales en anglais), ainsi que mettre en évidence quelques postulats de cette théorie. Pour ce faire, nous étudions le rapport entre les opérations budgétaires du Trésor Public et les opérations monétaires de la Banque Centrale de Colombie pour la période 2007-2018. Nous constatons que le déficit du Trésor Public et les remboursements nets de titres – les TES – étaient régulièrement compensés par les opérations monétaires de la Banque Centrale, ce qui témoignait de la capacité de la Banque Centrale à contrôler les taux d'intérêt à court et moyen terme, comme le décrit la MMT. Malgré les contraintes légales qui empêchent à la Banque Centrale de financer l'État, les résultats montrent qu'il existe une coordination des opérations budgétaires et monétaires. Il s'agit d'une situation mise en évidence par la MMT. Néanmoins, l'objectif du plein emploi est toujours possible au moyen du travail garanti, lequel doit s'accompagner d'un processus de transformation productive.*

**Mots clés:** *Théorie monétaire moderne, politique budgétaire, dette publique, politique monétaire, taux d'intérêt.*

### **Cómo citar / How to cite this item:**

Montoya-Olarte, M. A. (2023). Tesorería Nacional y Banco de la República: evidencia de la Teoría Monetaria Moderna en Colombia (2007-2018). *Lecturas de Economía*, 98, 97-129. <https://doi.org/10.17533/udea.le.n98a347832>

# Tesorería Nacional y Banco de la República: evidencia de la Teoría Monetaria Moderna en Colombia (2007-2018)

Miguel Alfonso Montoya Olarte <sup>a</sup>

–Introducción. –I. Revisión de literatura. –II. Metodología. –III. Tesorería Nacional y el Banco de la República: el caso de Colombia. –Conclusiones. –Agradecimientos. –Referencias.

*Primera versión recibida el 20 de octubre de 2021; versión final aceptada el 22 de junio de 2022*

## Introducción

La teoría monetaria moderna (MMT, por sus siglas en inglés) es una parte de la corriente de pensamiento poskeynesiano que describe cómo funcionan los sistemas monetarios modernos y su interacción con el flujo de ingresos y gastos de los gobiernos, lo que provee un enfoque alternativo a la corriente principal<sup>1</sup> para comprender la naturaleza del déficit o el superávit fiscal y el carácter de la deuda pública y privada en la economía.

La MMT tiene su origen en los comienzos de la década de 1990 con las discusiones y planteamientos de autores como Warren Mosler, Randall Wray, Jan Kregel, Stephanie Kelton, Pavlina Tcherneva, Mat Forstater, Ed Nell, Scott Fullwiler, y Eric Tymoigne. En términos generales, estos autores sostienen que se inspiran en diversos enfoques, como las *teorías monetarias y crediticias* de George Knapp, Mitchell Innes, John Maynard Keynes y Joseph Shumpeter, la *teoría endógena del dinero poskeynesiana*, la *teoría monetaria de producción* de Karl Marx y Veblen, y los aportes de historiadores como John Henry,

---

<sup>a</sup> *Miguel Alfonso Montoya Olarte*: investigador de la Dirección de Estudios Macroeconómicos de la Contraloría General de la República, Bogotá, Colombia y catedrático de la Facultad de Economía de la Escuela Colombiana de Ingeniería Julio Garavito, Bogotá, Colombia. Dirección electrónica: mamontoya65@gmail.com  
<https://orcid.org/0000-0002-9631-5896>

<sup>1</sup> Por corriente principal, convencional o mainstream, se entiende aquí la teoría neoclásica (o marginalista), el neokeynesianismo, el monetarismo, la Nueva Macroeconomía Clásica y la teoría de los ciclos reales.

Michael Hudson, entre otros. También se tienen en cuenta los planteamientos de Hyman Minsky en torno a la relación entre demanda de dinero e impuestos, las finanzas funcionales de Abba Lerner, y el marco analítico de flujos y saldos (stocks) de Minsky y Wynne Godley.

Esta diversidad de enfoques condujo a los principales representantes de la MMT a plantear que la demanda de dinero —o de una determinada moneda— depende de los impuestos que se fijen en esa moneda, lo que está asociado al concepto de soberanía monetaria y monopolio público. En la medida en que un país posea soberanía monetaria, no existe restricción monetaria para financiar el gasto del gobierno, la única restricción es la cantidad de recursos reales disponibles que esa capacidad de gasto pueda adquirir, sin generar inflación. El gasto público a su vez genera ingresos en la economía, lo que permite a los hogares y firmas pagar impuestos. Es decir, el gasto antecede a los impuestos, lo cual es contrario a lo que establece la corriente convencional, y es compatible con la postura de Keynes y Kalecki, en cuanto a que la inversión antecede al ahorro.

La emisión de títulos no tiene como función financiar el gasto público, es —más bien— un instrumento de política monetaria para acomodar la liquidez, generada por los déficits fiscales, a la tasa de interés de corto plazo que tiene como objetivo el banco central. De acuerdo con esto, los déficits fiscales no elevan la tasa de interés, como lo considera el *mainstream* o corriente convencional, más bien la reducen, lo que puede o no materializarse, dependiendo de la respuesta del banco central, quien es finalmente el que determina el nivel de las tasas de interés de corto plazo e incide en la estructura de tasas de mediano plazo. De esto se desprende además que las operaciones del banco central para expandir o restringir la liquidez, no son independientes del flujo de ingresos y gastos del gobierno, es decir no son independientes del déficit (o superávit) fiscal.

Estas consideraciones de la MMT sirven como marco analítico para abordar la relación entre la política fiscal y la política monetaria en un país como Colombia, específicamente en cuanto a la coordinación de las dos esferas de política económica en materia de liquidez y determinación de las tasas de interés de corto plazo. Con este propósito, este artículo evalúa las

operaciones de la tesorería del gobierno y su relación con las operaciones monetarias del Banco de la República para el periodo 2007-2018.

Este análisis tiene implicaciones importantes en la forma como se concibe la deuda pública, ya que la MMT plantea que el déficit fiscal y la deuda no son más que resultados endógenos del comportamiento de la economía. En concreto, estas variables dependen de las decisiones del sector privado en materia de inversión y ahorro. De acuerdo con la MMT, el objetivo de la política fiscal no es lograr un determinado nivel de déficit fiscal o de deuda, es lograr equidad a través de la estructura tributaria y tener un gasto público orientado al bienestar colectivo, el pleno empleo y el aumento de la capacidad productiva.

Posterior a esta introducción, se presentan los principales planteamientos de la MMT, entre los que sobresale su concepción histórica del dinero y como este enfoque se integra con el pensamiento heterodoxo, el cual otorga a la demanda un rol fundamental en el comportamiento de las economías capitalistas. En la siguiente sección, se revisa en detalle la naturaleza contable de las operaciones fiscales y monetarias descritas por la MMT en el marco de un país con soberanía monetaria. En la tercera sección se abordan algunos de estos aspectos para el caso de Colombia, especialmente lo que respecta a la interacción de los ingresos tributarios, el gasto público y la emisión de títulos internos del gobierno (títulos TES) con las operaciones del Banco de la República y la tasa de política monetaria (TPM). Finalmente se presentan las conclusiones.

## I. Revisión de literatura

### *A. Principales planteamientos de la MMT*

De acuerdo con Wray (2015) y Kelton (2020) la MMT es una descripción detallada de cómo los gobiernos gastan, obtienen ingresos tributarios y coordinan los pagos con el banco central bajo el marco de la soberanía monetaria. Por esta se entiende la manera como el gobierno fija una moneda como unidad de cuenta, impone la tributación y emite pasivos o pagarés —IOU<sup>2</sup>— en dicha moneda.

---

<sup>2</sup> I owe you. IOU es una deuda financiera, un pasivo u obligación a pagar en una moneda. Es un activo para el acreedor o prestamista.

Esto marca una diferencia sustancial entre los gobiernos y los individuos, ya que los últimos no tienen la capacidad para imponer una moneda como unidad de cuenta, son simplemente usuarios de la moneda. Para la MMT esto está vinculado con el origen del dinero, lo que permite definirlo y determinar su rol en la economía.

Como sostienen Tcherneva y Cruz-Hidalgo (2020), el origen de dinero no proviene del intercambio, como lo concibe Aristóteles y los economistas clásicos, incluido Marx, sino que se deriva de los cambios en las relaciones de producción asociados a la división de la sociedad en clases (Bell & Henry, 2001, citados en Tcherneva & Cruz-Hidalgo, 2020). El dinero no se origina como un instrumento para facilitar el trueque, sino como un elemento para la planificación, la administración y la distribución de los recursos por parte de las clases dominantes.

En esta medida la historia del dinero, argumentan Tcherneva y Cruz Hidalgo (2020), está vinculada a relación social de poder, donde el dinero surge como un bien público. La autoridad es la institución de poder que regula el endeudamiento de los individuos y de lo público, establece la unidad de cuenta en que se contabilizan y se liquidan estas deudas, administra precios e impone obligaciones tributarias, cualquiera que sea el modo de producción en el que se dan estos procesos. De acuerdo con esto, el dinero evolucionó como un bien público y su naturaleza abstracta es determinante en la formación de los mercados (Polanyi, 1957/1976, citado en Tcherneva & Cruz-Hidalgo, 2020).

El dinero, por tanto, se define como una relación de poder o una relación social de crédito-deuda, que está codificada por alguna autoridad o institución de poder, la cual puede ser una antigua autoridad religiosa, un jefe tribal, un antiguo sistema penal o un ente administrativo como un palacio de Mesopotamia o una poli griega. Todos estos sistemas de poder evolucionarán luego a una monarquía, un poder colonial o a un estado-nación moderno. Como tal, el dinero es una criatura del estado que sirve como instrumento para distribuir recursos reales entre individuos, en un marco histórico determinado.

Un aspecto en el que enfatizan Tcherneva y Cruz Hidalgo (2020), basados en Henry (2004), Ingham (2004) y Hudson (2003), es que antes de que surgiera el excedente, no se utilizaba el dinero. Para que apareciera

el excedente se necesitó de un cambio profundo en las relaciones sociales que permitiera pasar de una comunidad tribal equitativa a una vertical y jerarquizada. La institución de poder —el rey, la autoridad religiosa— en los imperios antiguos —Mesopotamia, Egipto, Grecia— requirió el dinero como método para transferir parte del excedente agrícola de la población a los palacios, convirtiéndose en un mecanismo público de distribución del excedente económico y de justicia (Semenova, 2011, citado en Tcherneva & Cruz-Hidalgo).

De acuerdo con lo anterior, el dinero es 3000 años anterior a la acuñación y no está vinculado con el supuesto trueque asumido por el pensamiento convencional, como se evidencia en los diversos tipos de objetos sin valor intrínseco que circularon durante miles de años, antes del comercio o la fabricación de monedas. Esta concepción sobre el origen del dinero y su naturaleza lo comparten economistas en los que se fundamenta la MMT como Innes (1913,1914); Knapp (1905) y Keynes (1930/1976, 1936/2006).

En esta lógica los impuestos crean la demanda por dinero, es decir, obliga a los agentes a vender bienes y servicios para obtener la moneda que se ha establecido como unidad de cuenta para cumplir con dichas obligaciones. El soberano puede elegir el tipo de dinero que desee —moneda metálica o en papel, o entrada electrónica— para acreditar una cuenta bancaria privada o las reservas en el banco central en una economía moderna. El soberano no puede quedarse sin estas entradas electrónicas, ni requiere acumularlas para usarlas posteriormente (Wray 2019).

Para la MMT, comprender la naturaleza del dinero basado en la interpretación histórica descrita y entender cómo trabaja un sistema monetario moderno en coordinación con la política fiscal, permite abordar diferentes problemáticas como el desempleo o sirve como instrumento para el diseño de una política para gestionar la provisión de recursos reales que requiere una economía o un país sin generar inflación.

En este sentido la MMT argumenta que, en la lógica de una moneda soberana, el gobierno gasta primero para que los contribuyentes puedan obtener los ingresos necesarios para pagar los impuestos. Wray (2019) señala que esta causalidad está acorde con Keynes (1936) y Kalecki (1971). En *la*

*Teoría General*, la demanda efectiva es la determinante de la producción y el ingreso. Para Keynes la causalidad va del gasto al ingreso, de entradas o inyecciones a fugas o escapes, como es el caso de la inversión al ahorro. El gasto crea ingresos que en parte se acumulan en forma de riqueza financiera. Los flujos de producción crean acumulación de activos reales. En el *Treatise on Money* Keynes (1930) argumentó que el gasto —consumo e inversión— es financiado antes de que se generen los ingresos y el ahorro. De esta manera, el ahorro no financia la inversión. El ahorro es una fuga o escape que se acumula en forma líquida y no retorna al flujo circular de la producción (Wray, 2019).

En la financiación de la inversión los bancos tienen un rol clave, que los convierte en actores de gran importancia en el capitalismo (Schumpeter, 1954/2012). En la *teoría del circuito monetario*, el flujo circular inicia con el financiamiento de la producción por parte de los bancos, para lo cual no se necesitan depósitos previos, ni el multiplicador bancario o la provisión de reservas del banco central. El dinero se crea de la nada cuando los bancos acreditan las cuentas de los prestatarios, entre los que están las firmas que financian los salarios antes de que se produzcan y se vendan los bienes o servicios. El flujo circular se cierra cuando se pagan los préstamos.

De acuerdo con Wray (2015), esto es compatible con la teoría del dinero endógeno, según la cual los préstamos crean depósitos y estos crean reservas. Los bancos centrales satisfacen las necesidades de reservas de los bancos comerciales para cumplir con los requerimientos legales. Tanto los bancos centrales como los comerciales no pueden quedarse sin reservas o dinero, ya que crean este último mediante la oferta de las primeras o mediante los préstamos otorgados.

Por su parte Kalecki (1971) mostró que el gasto del gobierno crea beneficios a los capitalistas. Los impuestos son una fuga o escape que reduce el ingreso disponible de los hogares y los beneficios netos de los negocios. Si el gasto del gobierno es mayor a los impuestos resulta un déficit —o superávit neto de gasto, de acuerdo Wray (2015)— que genera beneficios que incentivan la inversión, no un *crowding out* como lo concibe el pensamiento convencional. El gasto público crea ingreso en el sector privado que incentiva las importaciones. Para el caso de Estados Unidos (EE.UU.), sostiene Wray

(2019), las importaciones no son financiadas por China través de la compra de títulos del Tesoro, más bien el gasto de EE.UU. crea ingreso en dólares para los exportadores chinos que a su vez se invierten en EE.UU. Cabe señalar aquí que para la MMT obtener bienes y servicios importados a cambio de moneda soberana es algo positivo, mientras desprenderse de bienes a través de exportaciones es un costo o sacrificio (Mitchell, 2019).

Ahora bien, aunque cada país tiene un ordenamiento institucional distinto, generalmente existe una separación entre la tesorería nacional y el banco central y la restricción legal que le prohíbe al emisor otorgar préstamos directos a la Tesorería. Si esta efectúa un gasto debe contar con recursos propios en sus cuentas bancarias.

En el marco de estas auto restricciones, el impacto de los flujos de ingresos tributarios y el gasto público en la base monetaria y las reservas son compensadas por el banco central con el propósito de acomodar la liquidez y la tasa de interés de corto plazo a la tasa de política monetaria fijada por el emisor (Wray, 2015).

Bajo esta lógica, la MMT postula que los bonos públicos no financian el déficit fiscal, más bien son instrumentos de política monetaria que sirven para drenar la liquidez generada por el exceso de gasto sobre los impuestos. El déficit fiscal provoca un exceso de liquidez que, si no se drena o esteriliza por parte del emisor, presiona hacia abajo las tasas de interés de corto plazo, lo cual es contrario a lo que postula la corriente convencional, la cual sostiene que una expansión del gasto público aumenta las tasas de interés provocando un efecto negativo en la inversión privada —*Crowding out*—.

Los bonos emitidos en moneda soberana para esterilizar el exceso de liquidez, por un lado, son adquiridos por los hogares, las firmas, los bancos o los fondos de pensiones, constituyéndose en activos y ahorro financiero en sus respectivas hojas de balance. Por otro lado, conforman la deuda pública interna, cuyo saldo se eleva en el tiempo en la medida en que existan déficits fiscales.

Según lo anterior, la MMT plantea que la deuda no es más que la acumulación en el tiempo de déficits fiscales que tienen como contrapartida el aumento del ahorro financiero por parte del sector privado.

Bajo esta concepción de lo fiscal y lo monetario, para la MMT hablar de la sostenibilidad de la deuda, como lo presenta el pensamiento convencional, no tiene sentido, en la medida en que la senda de deuda a PIB en el tiempo es reflejo de las condiciones macroeconómicas que tornan endógeno el déficit fiscal y tienen como contrapartida un aumento del ahorro financiero del sector privado.

Partiendo de los análisis de balances sectoriales de Godley (1996), autores como Wray (2015; 2019) plantean que el déficit o el superávit fiscal tienen como contrapartida un superávit o un déficit privado. Si se pretende que el sector privado tenga una brecha positiva necesariamente debe existir un déficit fiscal. Lo mismo puede aseverarse desde el punto de vista contable. Un patrimonio —activos menos pasivos— positivo del sector público solo puede tener como contrapartida un patrimonio negativo en el sector privado (Keen, 2020), lo cual no sería sostenible. Los bancos, las firmas y los hogares entrarían en quiebra.

Por tanto, bajo el enfoque de la MMT el déficit fiscal es endógeno en la economía —esto es, depende de las decisiones de consumo e inversión del sector privado— por lo que los ajustes conducentes a alcanzar metas de superávit pueden ser inconvenientes. El congreso aprueba las tarifas impositivas y el presupuesto público, sin embargo, la diferencia entre los ingresos tributarios y el gasto dependerá de las decisiones y los balances del sector privado.

En un escenario sin restricciones autoimpuestas, la MMT argumenta que el gasto de la Tesorería —con base en el presupuesto aprobado por el congreso— puede realizarse electrónicamente sin necesidad de tener depósitos previos. En coordinación con el emisor, la Tesorería gasta primero, lo que genera ingreso en la economía y eleva las reservas bancarias. Luego, los hogares y las firmas pagan los impuestos con el ingreso obtenido, lo que disminuye las reservas y la liquidez del sector privado y eleva los saldos de las cuentas de la Tesorería.

Al igual que el gasto público, el banco central también contribuye a que existan previamente reservas para el pago de impuestos o las compras de títulos del gobierno. Con este objetivo el banco central debe realizar

operaciones de expansión monetaria, ya sea comprando títulos en el mercado o efectuando préstamos a corto plazo<sup>3</sup>.

En el contexto descrito por la MMT, el gasto público podría ser infinito puesto que no tiene restricciones financieras. Sin embargo, hay restricciones reales o físicas reflejadas en la disponibilidad de recursos —como trabajo, tierra, insumos, ambientales, etcétera— que si se exceden o agotan podrían provocar inflación (Kelton, 2020).

Como sostiene Kelton (2020), un gobierno con capacidad de emitir moneda puede permitirse comprar con dicha moneda y a un precio determinado los bienes o servicios disponibles en la economía. El límite es el impacto del gasto, no el gasto o el déficit en sí mismo. El límite es la inflación, originado en la disponibilidad de bienes y servicios, lo cual incluye las restricciones ecológicas.

De acuerdo con esto, existen otros déficits más cruciales que el fiscal o el nivel de la deuda pública, como pueden ser la débil infraestructura, la falta de cobertura en salud para toda la población, la pobreza, la población sin agua potable, el acceso limitado a la educación superior, el desempleo, la poca capacidad de ahorro pensional, entre otros.

Lo importante es contar con unas “finanzas públicas funcionales”, como lo sostenía Abba Lerner (1943), que pueda lograr el pleno empleo y la estabilidad de precios. La tributación debe tener como objetivos la redistribución del ingreso y servir como instrumento de política antiinflacionaria (Kelton, 2020). El gasto público debe ser contracíclico y capaz de alcanzar el pleno empleo con programas como el del trabajo garantizado (TG) o el servicio público de empleo (SPE).

El TG o el SPE es una propuesta de diversos autores (Minsky, 1965; Tcherneva, 2020; Wray et al, 2018) que consiste en ofrecer por parte del Estado un trabajo a un salario digno a toda persona que desee y esté disponible para trabajar. El TG es un programa de carácter contracíclico que cobra

---

<sup>3</sup> Mosler (2010) expuso un ejemplo con tarjetas emitidas por él para estimular a los hijos a realizar actividades en el en el hogar y obtener ingresos. Dichas tarjetas deben ser emitidas primero antes de que los hijos pagaran impuestos. En la economía las reservas deben ser creadas primero, ya sea con gasto público o con operaciones expansivas del banco central.

relevancia en recesiones económicas en las cuales el sector privado despide trabajadores, generando un elevado desempleo. En la medida en que la economía se recupera, los trabajadores contratados deben retornar al sector privado.

Cabe señalar que el objetivo del TG no es competir por empleados con el sector privado, aunque impone un piso al salario mínimo que debe pagar este sector. Los trabajos ofrecidos están relacionados con bienes públicos en los que el sector privado no tiene mucho incentivo en producir, como pueden ser los relacionados con el cuidado del ambiente (control de inundaciones, mantenimiento y renovación de parques, jardines comunitarios, etcétera), el cuidado de la comunidad (restauración y pequeñas inversiones en infraestructura, creación de huertos escolares, parques infantiles y otros) y el cuidado de la gente (cuidado de ancianos, programas extraescolares y programas especiales para niños, jóvenes en riesgo y actividades extra escolares y demás).

El objetivo del TG es ofrecer empleo transitorio a los trabajadores menos calificados o con menor nivel educativo, que son los que experimentan más desempleo en las recesiones. Una vez la economía se recupera, estos trabajadores retornan al sector privado incentivados por los salarios más elevados en dicho sector. Con el TG la economía se acerca al pleno empleo, se establece un nivel mínimo de salario digno, se reduce la pobreza y las partidas presupuestales dirigidas a mitigar este fenómeno, además de que disminuye tensiones sociales y los índices de criminalidad.

Desde el punto de vista macroeconómico el TG ayuda a estabilizar la economía, ya que se mantiene la demanda agregada, sosteniendo los ingresos de los hogares cuando se está en una recesión y permitiendo que sean absorbidos por el sector privado cuando la economía esté en auge. De esta forma el presupuesto del programa opera de manera contracíclica, aumentando en las recesiones y reduciéndose en los periodos de auge, lo que contribuye también a suavizar los ciclos económicos. En cuanto al efecto del TG sobre la inflación, las simulaciones hechas para EE.UU. no muestran un impacto significativo (Wray et al, 2018), más aún si el programa se introduce de manera gradual hasta cubrir toda la población objetivo.

Ahora bien, en la medida en que las finanzas públicas funcionales, incluido el programa de TG, logren el objetivo de estabilidad de precios y pleno empleo, se tendrá como resultado un crecimiento sostenido que irá reduciendo la deuda a PIB en el tiempo. Para las economías emergentes como la colombiana, todo esto se debe complementar con políticas que promuevan cambios en la estructura productiva que reduzcan la dependencia de materias primas, logren una mayor diversificación de la producción y una disminución de las importaciones de insumos y bienes de capital (Prebisch, 1949; Thirlwall, 2004).

La MMT comparte con el estructuralismo la necesidad de adoptar políticas que eleven la productividad y la capacidad producción industrial y agrícola de las economías en desarrollo. Como lo sostienen Mitchell (2019) y Kaboub (2019), el déficit fiscal y la soberanía monetaria no son condiciones suficientes para resolver los problemas de producción interna de los países, ni resuelven su incapacidad de obtener divisas para obtener los productos importados que se requieren para consumir y producir bienes.

Es innegable para la MMT que los déficits de cuenta corriente permanentes tienen asociados elevados niveles de deuda externa que pueden llevar a crisis de balanza de pagos, recesión, hiperdevaluación, inflación y caída de los salarios reales. La solución a estas problemáticas es invertir en prácticas de agricultura sostenible, asegurar soberanía alimentaria, construir energía renovable y tener soberanía energética. Es crucial invertir en educación, investigación y desarrollo con miras a elevar la productividad y de esta manera producir bienes manufacturados con mayor valor agregado. Con esto se aumenta la capacidad productiva, dándole espacio al gasto público para adquirir y estimular la producción de estos bienes y contratar recurso humano ocioso sin generar inflación, además de que se reduce la dependencia de bienes importados que causan el déficit de cuenta corriente y el endeudamiento externo.

### ***B. Cuentas T de las operaciones fiscales y monetarias***

Un instrumento analítico de la MMT para comprender la interacción entre las operaciones fiscales y la respuesta del banco central es la contabilidad por partida doble de los principales agentes que intervienen en ellas. El pago

de impuestos, por ejemplo, reduce activos del sector privado y aumenta los depósitos de la tesorería del gobierno en la cuenta que tiene en el emisor, lo que contrae la liquidez. Las reservas, que son un pasivo del banco central, no se alteran con la transacción ya que se contraen con la reducción de activos del sector privado y se expanden en la misma cuantía con el aumento del activo de la tesorería (Tabla 1).

Cuando la Tesorería gasta se elevan los activos del sector privado no financiero, lo que incrementa los activos de los bancos y sus pasivos (Tabla 1).

**Tabla 1.** *Contabilidad de las operaciones fiscales*

Transacción	Tesorería Nacional		Banco República		Bancos		Sector privado no financiero	
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Pago de impuestos	\$100			\$100		-\$100	-\$100	
				-\$100	-\$100			
Emisión de TES	\$100	\$100		\$100		-\$100	-\$100	
				-\$100	-\$100		\$100	
Gasto del gobierno	-\$200			-\$200		\$200	\$200	
				\$200	\$200			
Balance final	\$0	\$100		\$0	\$0	\$0	\$100	

*Fuente:* elaboración propia, a partir de Tymoigne (2018) y Tankus (2020).

Con la emisión de bonos, se tiene un aumento del pasivo de la tesorería y como contrapartida un aumento de su activo. El sector privado reduce los recursos líquidos del activo para invertirlos en los bonos del gobierno (Tabla 1). Si la emisión de bonos de la tesorería no absorbe toda la liquidez que resulta del déficit, el banco central puede drenar la parte faltante a través de diversos mecanismos como son la disminución de las operaciones repo de expansión, el aumento de los repos de contracción y mediante la venta de títulos propios o bonos de la tesorería en su poder.

Ahora bien, el gobierno puede sobregirar su cuenta en el emisor para gastar en bienes o servicios y combinarlo parcialmente con la emisión de bonos. La Tabla 2 presenta un ejemplo de un esquema combinado. Al final del proceso el gobierno queda con un incremento del pasivo, representado en la suma de los bonos emitidos por la tesorería y el sobregiro en su cuenta del banco central, lo que tiene como contrapartida un aumento de los activos del sector privado debido al mayor gasto del gobierno.

**Tabla 2.** *Contabilidad operaciones fiscales y monetarias*

Transacción	Tesorería Nacional		Banco República		Bancos		Sector privado no financiero	
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Pago de impuestos	\$100			\$100				
				-\$100		-\$100		-\$100
Emisión de TES	\$80	\$80		\$80				-\$80
				-\$80	-\$80			\$80
Gasto del gobierno	-\$200			-\$200			\$200	\$200
			\$20	\$200	\$200			
			(TN)					
Banco República. Repos (expansión/contracción)			-\$20		-\$20	-\$20		-\$20
Venta/compra TES								\$20
Balance final	-\$20	\$80	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$100

*Fuente:* elaboración propia, a partir de Tymoigne (2018) y Tankus (2020)

El banco central con su intervención queda con un aumento del activo (préstamo a la tesorería con el sobregiro) y un aumento equivalente en el pasivo para compensar el déficit de la tesorería, ya sea (si decide hacer repo de contracción) o una reducción en el activo (si opta por la venta de bonos del gobierno). El resultado es neutro en el balance del emisor (Tabla 2).

## II. Metodología

Como se desprende de la revisión anterior, la MMT cuenta con una descripción del modo de operación de la política fiscal y el banco central en economías con soberanía monetaria. Evaluar los diversos aspectos de dicha descripción desborda el alcance de este artículo.

El propósito específico aquí es el de presentar evidencia para el periodo 2007-2018 de la relación entre el flujo de ingresos, gastos del gobierno, la emisión de títulos TES y la respuesta del Banco de la República para compensar los efectos de dichos flujos de recursos sobre la liquidez.

Para las operaciones del gobierno se tomaron como proxys los ingresos y egresos mensuales del flujo de caja de la Dirección General de Crédito Público y Tesorería Nacional (en adelante TN o Tesorería).

La información sobre las operaciones monetarias del Banco de la República fue tomada de su sitio web<sup>4</sup>.

Para evaluar la interacción de las operaciones fiscales y monetarias, se adopta como variable la expansión neta de Tesorería (*ENT*), definida como:

$$ENT = Gasto(intereses + gasto\ primario) - Impuestos - desembolsos\ netos\ de\ TES \quad (1)$$

La ecuación 1 también se puede expresar como:

$$ENT = Déficit\ de\ Tesorería - desembolsos\ netos\ de\ TES \quad (2)$$

donde los desembolsos netos de TES son la diferencia entre los desembolsos y las amortizaciones de los títulos emitidos por el gobierno. De acuerdo con la ecuación 1, el gasto de Tesorería inyecta liquidez a la economía, mientras los impuestos y los desembolsos netos de TES la reducen. En otras palabras, el déficit de Tesorería (ecuación 2) eleva la liquidez o la base monetaria, mientras un superávit la contrae. Si las amortizaciones de TES son superiores a los desembolsos, aumenta la liquidez. Si los desembolsos son mayores a las amortizaciones, se reduce la liquidez.

---

<sup>4</sup> La base de datos de este artículo puede ser solicitada al correo electrónico del autor.

Por su parte las operaciones monetarias (OM) se definen como:

$$OM = \text{compra de TES} - \text{venta de TES} + \text{repos de expansión} - \text{repos de contracción} \quad (3)$$

Cabe anotar que los repos son préstamos de corto plazo que tienen como colateral títulos del gobierno. El emisor utiliza este instrumento financiero para expandir y contraer la liquidez (base monetaria).

### III. Tesorería Nacional y el Banco de la República: el caso de Colombia

#### A. *Auto restricciones monetarias y fiscales*

Colombia tiene soberanía monetaria en la medida en que el Estado, por intermedio del banco central —Banco de la República—, impone el peso como unidad de cuenta y vela por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda (artículo 373 de la Constitución Política de Colombia, 1991).

Si bien el Banco de la República es prestamista de última instancia, se le restringe el financiamiento directo al gobierno, aunque deja dicha posibilidad a la aprobación unánime de la junta directiva. En cualquier caso, la Constitución Política prohíbe al legislador ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares.

Desde finales de la década de 1990, se impusieron límites al gasto y el endeudamiento de los gobiernos locales y se establecieron metas en el déficit y la deuda para el gobierno central, las cuales se fijan anualmente en el Marco Fiscal de Mediano Plazo y se articulan con los planes financieros y el presupuesto general de la Nación. Desde 2012 rige la regla fiscal para el gobierno central (ley 1473), que establece como meta un balance estructural —balance de acuerdo con el PIB potencial—, el cual debe converger al -1,0 % del PIB en el mediano plazo.

Debido a las auto restricciones legales, la Tesorería no puede sobregirarse en la cuenta que tiene en el Banco de la República. Esta cuenta se denomina depósitos remunerados y se acredita con los excedentes de liquidez derivados de los ingresos tributarios, las colocaciones de títulos TES

y de los recursos pertenecientes a los Fondos administrados por la TN, como el Sistema General de Regalías, el fondo de pensiones públicas y el fondo de pensiones territoriales, entre otros.

### ***B. Déficit de Tesorería, emisión de TES y operaciones monetarias***

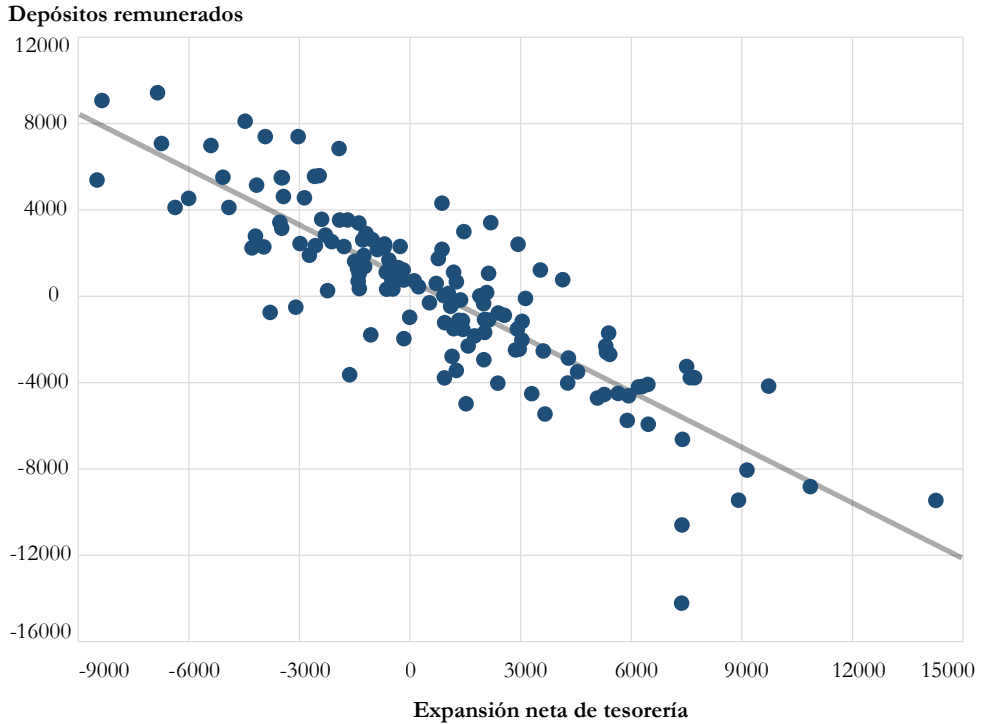
Si bien las auto restricciones en materia monetaria y fiscal impiden que el gasto se realice en primera instancia, no evita que se efectúen operaciones de Tesorería, se emitan bonos y se realicen operaciones monetarias para mantener de un lado un nivel de liquidez y una determinada tasa de interés de corto plazo. De otro lado, el emisor garantiza las reservas que se requieren para que el sector privado adquiera títulos del gobierno o cumpla con las obligaciones tributarias, tal como lo postula la MMT. Es decir, las auto restricciones existentes en Colombia no impiden que el Banco de la República termine financiando a la Tesorería.

Durante el periodo evaluado se observa, en primer lugar, que la *ENT* tiene una relación inversa con la cuenta de depósitos remunerados. En la medida que la Tesorería expande la liquidez (con un déficit de Tesorería y desembolsos netos negativos), se tiene como contrapartida una reducción de los saldos de esta cuenta en el Banco de la República (Figura 1).

Un resultado destacado de la observación de las operaciones monetarias del Banco de la República y la *ENT* (ecuación 1) es que la intervención del emisor se efectúa para compensar los excesos o contracciones de liquidez provocadas por las operaciones de la Tesorería. Es decir, el emisor compensa una *ENT* positiva con una política monetaria contractiva, ya sea reduciendo los repos o vendiendo títulos TES de su propiedad. Y viceversa, si la *ENT* es negativa, el emisor adopta una política expansiva, aumentando los repos o comprando títulos TES (Figura 2).

Esto obedece, como lo plantea la MMT, a que el emisor defiende un determinado nivel de la tasa de política monetaria y para esto adecua los niveles de liquidez del mercado monetario, amortiguando permanentemente los efectos de las operaciones de la Tesorería.

**Figura 1.** Depósitos remunerados y expansión neta de Tesorería 2007-2018 (miles de millones de pesos)



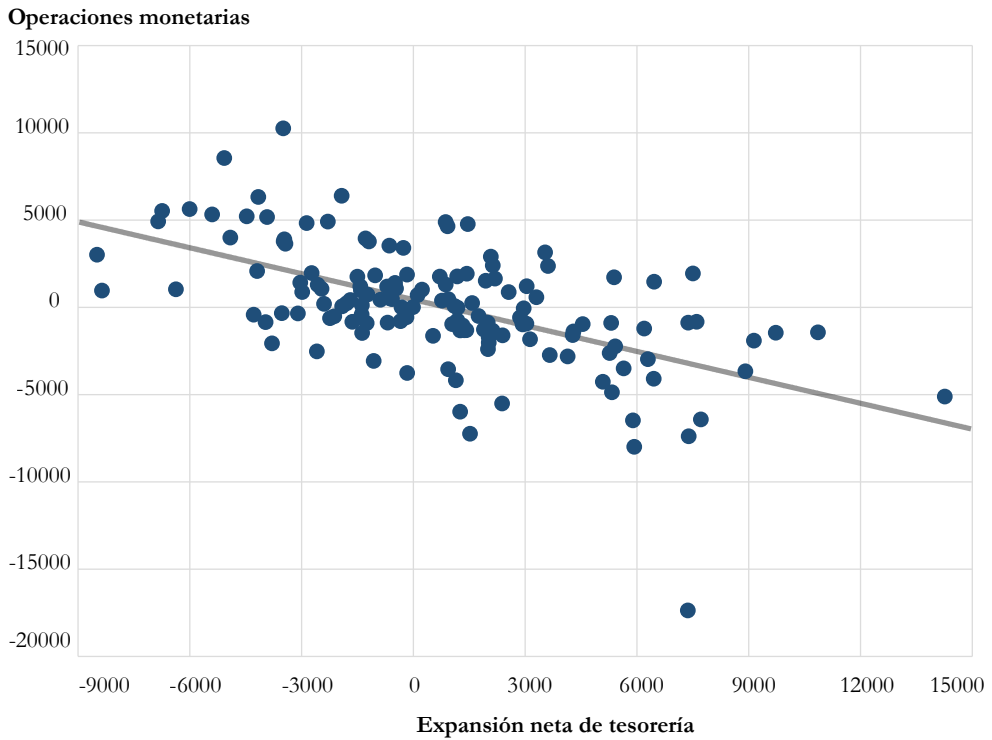
*Fuente:* elaboración propia.

Como afirma Tymoigne (2018, p 175), el emisor no es independiente de la política fiscal:

The central bank has independence of tools (interest-rate setting) and goals (inflation, etc.) but must work Treasury operations into its daily activities. Similarly, the Treasury needs to work monetary-policy considerations in its daily activities otherwise interest-rate stability would not be maintained and inflationary pressures could more easily materialize [El banco central tiene independencia de instrumentos (fijación de tasas de interés) y metas (inflación,

etc.), pero debe trabajar con las operaciones del Tesoro en sus actividades diarias. De manera similar, el Tesoro necesita aplicar consideraciones de política monetaria en sus actividades diarias, de lo contrario no se mantendría la estabilidad de las tasas de interés y las presiones inflacionarias podrían materializarse más fácilmente].

**Figura 2.** Operaciones monetarias y expansión neta de Tesorería 2007-2018 (miles de millones de pesos)

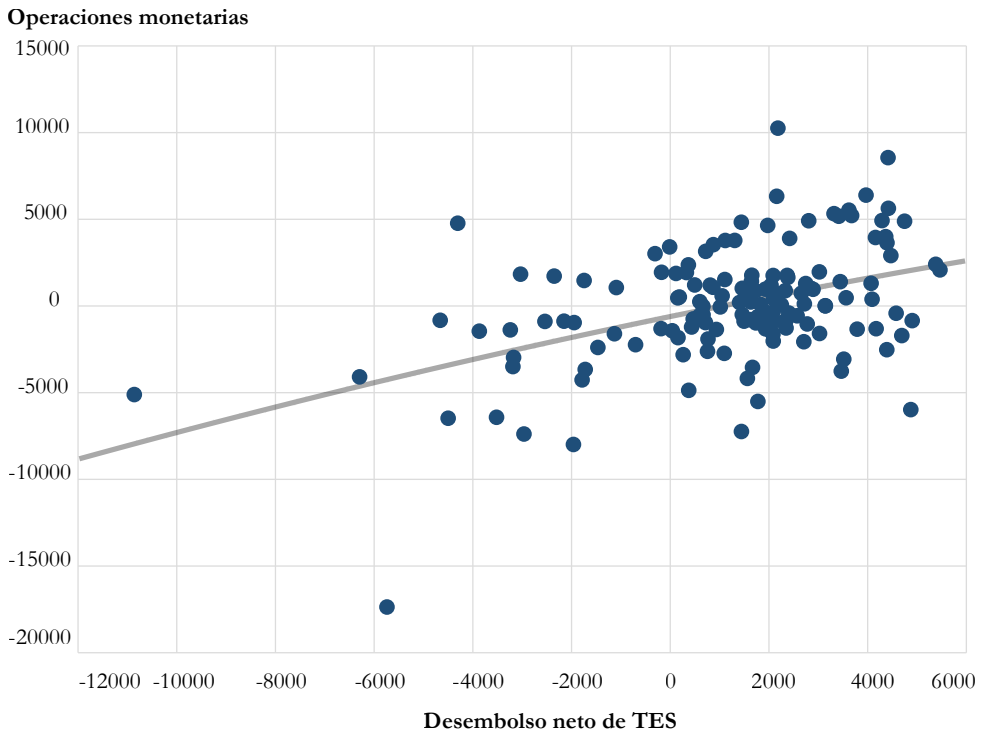


Fuente: elaboración propia.

Ahora bien, la MMT argumenta que la adquisición de títulos del gobierno por parte del sector privado requiere previamente de un aumento de reservas monetarias, por lo que es necesario una expansión del gasto público o de las operaciones de expansión del emisor. La relación entre los desembolsos netos

de TES (descontadas las amortizaciones) y las operaciones monetarias del Banco de la República parece sugerir la interacción planteada por la MMT. Los desembolsos netos de TES positivos son acompañados por una expansión de la liquidez (Figura 3). Es decir, cuando hay una contracción de la liquidez el emisor la compensa con una expansión de sus operaciones monetarias.

**Figura 3.** *Desembolsos netos de TES y operaciones monetarias 2007-2018 (miles de millones de pesos)*



*Fuente:* elaboración propia a partir de Tesorería Nacional y Banco República.

Cuando los desembolsos netos de TES son negativos, significa que las amortizaciones de estos títulos son superiores a los desembolsos, lo que implica una expansión de la liquidez, ya que se acreditan los activos del sector privado, lo cual a su vez aumenta las reservas del sistema bancario en el emisor.

La respuesta del Banco de la República es una contracción de las operaciones monetarias para ajustar la liquidez (Figura 3).

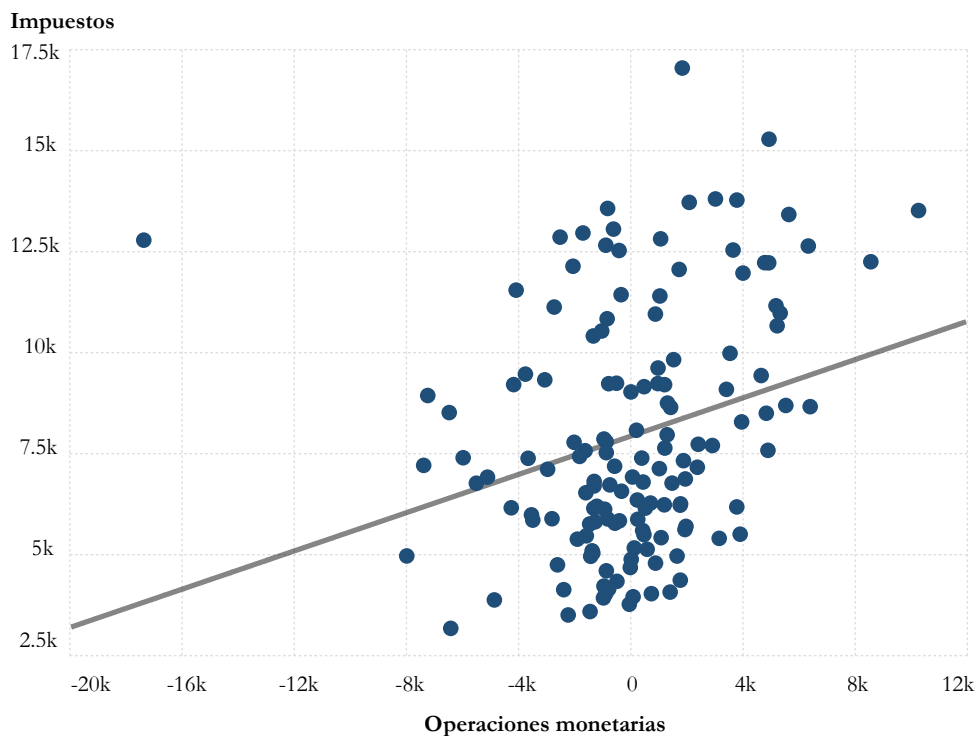
Por tanto, si bien la tesorería del gobierno colombiano tiene restricciones normativas para sobregirarse con el Banco de la República o recibir financiación directa del mismo, de manera indirecta es financiada por el emisor cuando este eleva la liquidez para apoyar la adquisición de TES por parte del sector privado. Como argumenta Tymoigne (2018, p. 177): “*One way or another the Fed finances the Treasury, always. This monetary financing is not optional and is not, by itself, inflationary*” [De una forma u otra la Fed financia al Tesoro, siempre. Este financiamiento monetario no es opcional y no es, por sí mismo, inflacionario].

En otras palabras —y parafraseando el análisis de Tankus (2020) sobre el Departamento del Tesoro de los EE.UU. y la FED—, el argumento de la MMT no descansa en la capacidad de sobregiro de la Tesorería Nacional en su cuenta del Banco de la República, sino en dos aspectos centrales: primero, el emisor directa o indirectamente brinda liquidez permanente en los mercados de TES y, segundo, el emisor coordina diariamente con la Tesorería Nacional para que los pagos por la adquisición de TES por parte del sector privado y las subastas de TES se cumplan sin dificultad. Esto, como ya se mencionó, se corrobora con la relación directa entre los desembolsos netos de TES y las operaciones monetarias del Banco de la República.

Lo mismo podría plantearse con respecto a los impuestos. El gasto público es esencial para generar el ingreso y por esta vía crear las reservas para que se paguen los impuestos. No obstante, el banco central también puede contribuir a la creación de reservas para que el sector privado cumpla con estas obligaciones a través de la expansión de sus operaciones monetarias. Esta relación positiva entre el recaudo por impuestos y las operaciones monetarias parece corroborarse durante el periodo evaluado (Figura 4).

En cuanto a los depósitos remunerados en el Banco de la República, se observa que el emisor compensa el efecto de los movimientos de esta cuenta con operaciones monetarias (Figura 5), generalmente a través de repos, esto con el propósito de reestablecer la liquidez compatible con su TPM.

**Figura 4.** *Impuestos y operaciones monetarias 2007-2018 (miles de millones de pesos)*



*Fuente:* elaboración propia.

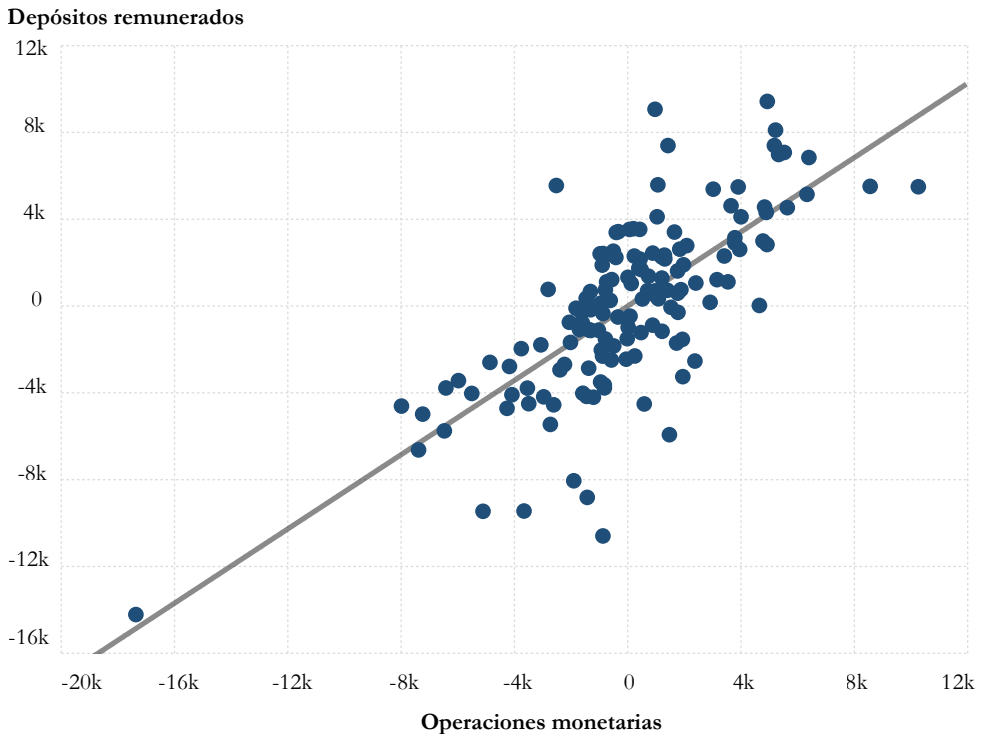
### ***C. Déficit de Tesorería y tasa de interés de corto plazo***

La evidencia mostrada anteriormente sugiere que el Banco de la República ajusta la liquidez de acuerdo con los flujos de la TN para mantener la TPM. Esto significa que el déficit fiscal no tiene incidencia en las tasas de interés. Esto parece corroborarse con la nula o débil relación entre las principales tasas de interés de corto plazo en Colombia frente al superávit o el déficit de la Tesorería (Figura 6(a) y 6 (b)).

En contraste, la tasa de interbancaria, que refleja la liquidez en el mercado monetario, y la de los TES a corto plazo guardan una estrecha relación con

la TPM (Figura 7). La tasa de los TES a 10 años mantiene, igualmente, una relación con la TPM, aunque en ella inciden también otros factores como las preferencias por la liquidez a mediano plazo y las expectativas del mercado de capitales frente a la inflación.

**Figura 5.** *Movimientos de los depósitos remunerados y operaciones monetarias 2007-2018 (miles de millones de pesos)*

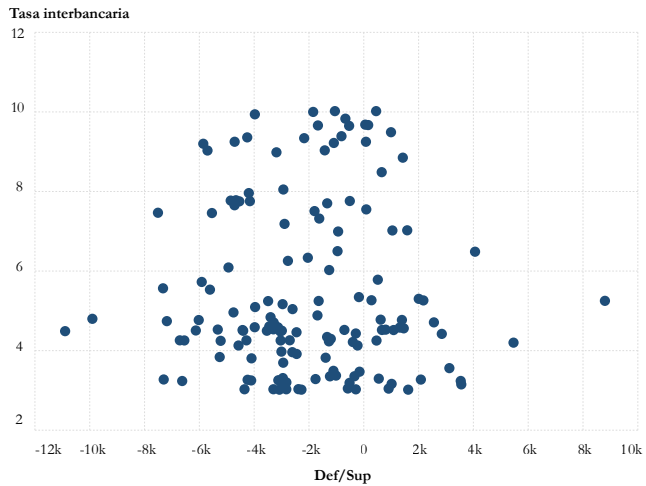


*Fuente:* elaboración propia, a partir de Banco República.

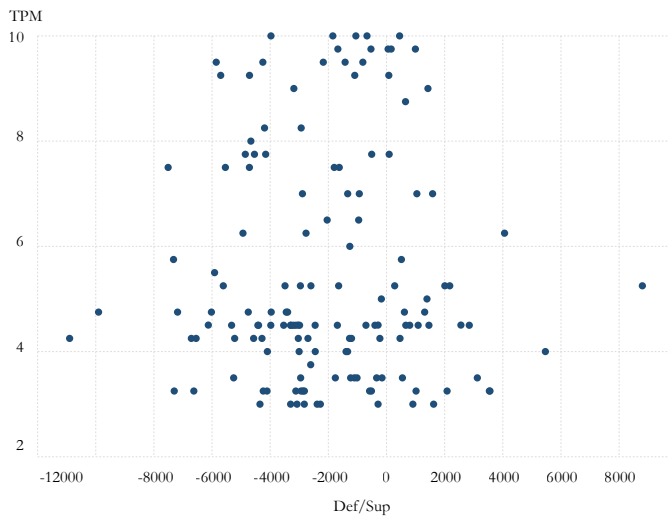
Por su parte, la tasa del crédito ordinario en el sistema financiero mantiene una estrecha relación con la tendencia de la TPM, lo que evidencia el efecto de la política monetaria en las tasas de interés de largo plazo (Figura 7).

**Figura 6.** Déficit de Tesorería y tasas de interés de corto plazo 2007-2018 (miles de millones de pesos y %)

(a)

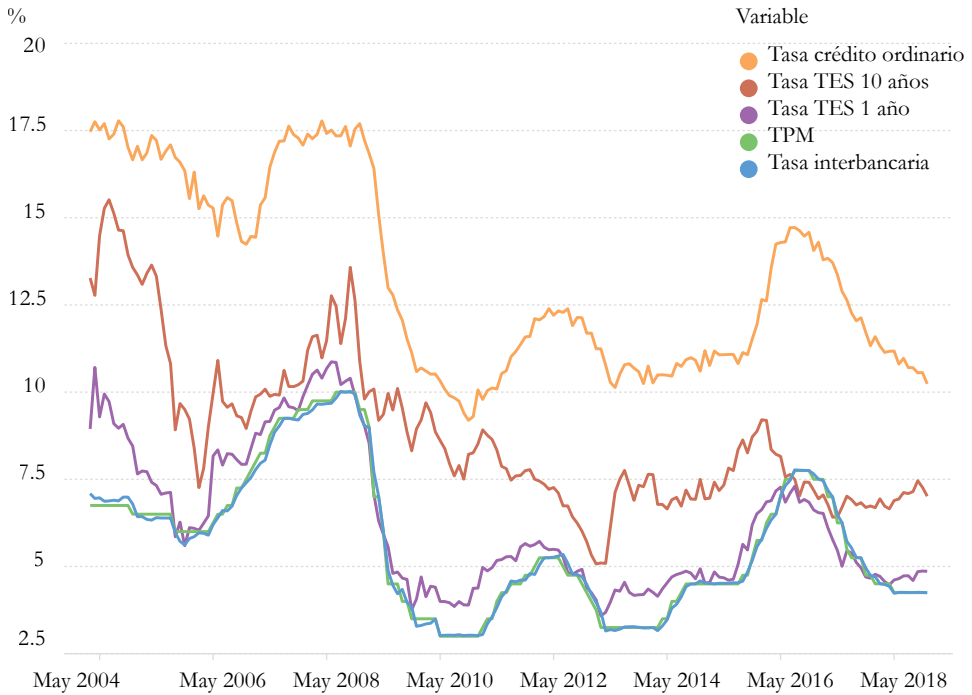


(b)



*Fuente:* elaboración propia, a partir de Tesorería Nacional y Banco de la República.

**Figura 7.** Tasa de política monetaria y otras tasas de interés de corto plazo 2007-2018  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República.

Con respecto al nivel de la TPM, algunos autores como Forstater y Mosler (2005) sostienen que, en la medida en que los déficits fiscales tienden a llevar a cero la tasa de interés de corto plazo, la tesorería podría optar por validar esa tendencia normal o “natural” y no tener una tasa positiva en las subastas de bonos del gobierno. La tasa cero sería sostenida por el banco central mientras las demás tasas se determinarían por los diversos grados de riesgo crediticio. La tasa cero de los bonos de corto plazo debería desestimular el enriquecimiento de sectores rentistas del mercado de deuda —eutanasia del rentista según Keynes— y estimular la producción y el empleo.

Algunos autores como Caldentey y Vernengo, 2020 sostienen que la política de tasas de cero es debatible en la medida en que economías en desarrollo, como las latinoamericanas, experimentarían fuga de capitales, devaluación, inflación, caída de salarios reales y pérdida de reservas internacionales. Esto está asociado a la restricción externa que experimentan estas economías, que consiste en la exportación de materias primas como única fuente de divisas y la dependencia de importaciones de insumos y bienes de capital, lo que las lleva a tener ciertos niveles de tasas de interés para atraer capitales e inversión extranjera.

Al respecto, cabe señalar que la MMT no niega las restricciones externas y las problemáticas que tienen las economías en desarrollo. Como se expuso arriba, comparte con el estructuralismo la necesidad de adoptar políticas para producir bienes y servicios con mayor valor agregado, lo cual reduciría la dependencia de importaciones y evitaría los recurrentes déficits de cuenta corriente y el endeudamiento externo que los acompaña.

De acuerdo con la MMT, si se cuenta con políticas de transformación productiva, un programa de trabajo garantizado bajo el esquema de las finanzas funcionales y una comprensión de cómo funcionan los sistemas monetarios, es posible tener un instrumento de política importante para lograr un crecimiento sostenido con pleno empleo, estabilidad de precios y menos dependencia de las importaciones.

## **Conclusiones**

La teoría monetaria moderna es una parte de la corriente de pensamiento poskeynesiana que ha elaborado una descripción de cómo funciona los sistemas monetarios modernos y como interactúan con el flujo de ingresos y gastos de los gobiernos. Para la MMT el dinero es una relación de poder o una relación social de crédito cuya aceptación general no depende de un valor intrínseco, sino que lo impone alguna autoridad o institución de poder para contabilizar las deudas y exigir el pago de impuestos, como se evidencia históricamente desde los antiguos imperios hasta los estados modernos.

Esto les otorga a los estados soberanía monetaria y marca una diferencia importante entre las finanzas públicas y las finanzas de los individuos y las firmas. Bajo el marco de la soberanía monetaria no existen restricciones financieras al gasto público, las únicas restricciones son las reales o físicas reflejadas en la disponibilidad de recursos —como trabajo, tierra, insumos, ambientales, entre otros—. Si el gasto excede o agota dicho acervo de recursos, podría provocar inflación.

Ahora bien, el gasto genera un ingreso en la economía que posibilita al sector privado pagar impuestos y se traduce en un aumento de los activos que se destina a la compra de bonos de gobierno. Si a pesar de esto persisten excesos de liquidez, el banco central puede ajustarlos con operaciones monetarias de contracción.

De acuerdo con la MMT, el déficit fiscal presiona a la baja las tasas de interés en la medida en que el exceso del gasto sobre los ingresos tributarios expande la liquidez. No obstante, es el banco central quien finalmente determina el nivel de las tasas de interés de corto plazo, compensando el exceso de liquidez provocado por el déficit fiscal a través de la emisión de bonos del gobierno, o mediante repos y la venta de dichos bonos o títulos propios del emisor. Por tanto, los bonos del gobierno no son para financiar el déficit sino son instrumentos de política monetaria para ajustar la liquidez a los objetivos que tenga el banco central con respecto a los agregados monetarios y la inflación.

Cuando existen restricciones legales que impiden al banco central financiar a la tesorería del gobierno, el emisor debe suministrar liquidez al sector privado para que, a través de las reservas creadas, este adquiera bonos del gobierno y pague impuestos. Con este propósito compra bonos en el mercado secundario u otorga préstamos de corto plazo. Posteriormente, debe efectuar operaciones monetarias de contracción o expansión combinadas con emisiones de bonos del gobierno para adecuar la liquidez a la tasa de política monetaria, dependiendo de si el resultado de la tesorería es superavitario o deficitario.

A pesar de la restricción legal, el banco central financia indirectamente al gobierno suministrando la liquidez que se requiere para que el sector privado compre títulos del gobierno y se acrediten las cuentas de la tesorería.

Con respecto a Colombia, y a pesar de las restricciones legales de la Constitución Política de 1991 y la ley que dotó de independencia al Banco de la República, se observa una estrecha coordinación entre el emisor y la Tesorería Nacional, tal como lo describe la MMT. En el periodo 2007-2018, el emisor compensó con operaciones repo y compra y venta de TES los excesos de liquidez generados por las expansiones netas de la Tesorería Nacional, compuestas estas por el déficit y los desembolsos netos de TES.

Así mismo, el Banco de la República compensó los efectos sobre la base monetaria de los movimientos de la cuenta de la Tesorería en el emisor. En este sentido no hay independencia del banco central de las operaciones del gobierno, ya que como lo sostiene la MMT, el emisor ajusta permanentemente los efectos de estas operaciones para mantener la tasa de política monetaria.

Si bien el gasto público es el elemento esencial para generar ingreso y por esta vía crear reservas monetarias con las que pagan impuestos, se presenta evidencia que sugiere que el Banco de la República contribuyó también a crear reservas necesarias para el cumplimiento de las obligaciones tributarias. Igualmente, el emisor garantizó el nivel de reservas necesarias para que se realizaran las emisiones de títulos del gobierno, por lo que, a pesar de las restricciones legales, se puede afirmar que el Banco de la República financió indirectamente a la Tesorería, tal como lo describe la MMT.

De otro lado, no se halló evidencia entre el déficit permanente de Tesorería en el periodo 2007-2018 y las tasas de interés de corto y largo plazo. Mas bien fue la tasa de política monetaria del Banco de la República la que determinó los movimientos de las tasas de interés de corto plazo e influyó parcialmente en las tasas de los títulos del gobierno y la tasa de crédito del sistema financiero.

En la medida en que la interacción de las operaciones entre la Tesorería Nacional y el Banco de la República parece ajustarse a la descripción de la MMT, debería considerarse la financiación directa del emisor a la Tesorería y efectuarse las emisiones de TES a tasa de interés cero. Esto acompañado de políticas de transformación productiva y un programa de trabajo garantizado bajo el esquema de las finanzas funcionales, conforma un instrumento de política importante para lograr un crecimiento sostenido con pleno empleo, estabilidad de precios y una menor dependencia de las importaciones.

## Agradecimientos

Agradezco los comentarios de los dos evaluadores y de los editores, y a la revista por la oportunidad brindada para publicar este artículo. Las opiniones, ideas y argumentos expresados en este artículo son de mi absoluta responsabilidad y no representan a las instituciones donde laboro.

## Referencias

- Caldentey, E., & Vernengo, M. (2020). Teoría moderna del dinero (MMT) en los trópicos: Finanzas funcionales en países en desarrollo. *Circus, Revista Argentina de Economía*, N° 7. <https://circusrevista.com.ar/wp-content/uploads/05-Caldentey-Vernengo.-Teor%C3%ADa-moderna-del-dinero-90-115.pdf>
- Constitución Política de Colombia. (1991). Artículo 373. <https://www.constitucioncolombia.com/titulo-12/capitulo-6/articulo-373>
- El Congreso de Colombia. (2011, 5 de julio). Ley 1473. *Por medio de la cual se establece una regla fiscal y se dictan otras disposiciones*. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=43236>
- Forstater, M. and Mosler, W. (2005). The Natural Rate of Interest Is Zero. *Journal of Economic Issues*. Vol. XXXIX (2). <https://doi.org/10.1080/00213624.2005.11506832>
- Godley, W. (1996). *Money, Finance and National Income Determination: An Integrated Approach* [Working Paper No. 167]. <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp167.pdf>
- Innes, A. M. (1913). What Is Money? *Banking Law Journal*, 30(5), 377-408.
- Innes, A. M. (1914). The Credit Theory of Money. *Banking Law Journal*, 31(2), 151-168. [https://www.modernmoneynetwork.org/sites/default/files/biblio/the\\_credit\\_theory\\_of\\_money.pdf](https://www.modernmoneynetwork.org/sites/default/files/biblio/the_credit_theory_of_money.pdf)
- Kaboub, F. (2019, 7 de enero). Why Government Spending Can't Turn the U.S. Into Venezuela. *In These Times*. <https://inthesetimes.com/article/u>

nited-states-venezuela-modern-monetary-theory-trade-deficits-sovereignty

- Kalecki, M. (1971). The determinants of profits. En M. Kalecki (ed.), *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-1970* (78-92). Cambridge University Press.
- Keen, S. (2020, 17 de agosto). *The Mathematical Model of Modern Monetary Theory. One Mathematical Model of Modern Monetary Operations* [blog]. <https://www.patreon.com/posts/mathematical-of-40545245>
- Kelton, S. (2020). *The Deficit Myth. Modern Monetary Theory and the birth of the people's economy*. Public Affair.
- Knapp, G.F. (1905). *The State Theory of Money*. MacMillan.
- Keynes, J. M. (2006) *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. Fondo de Cultura Económica (original publicado en 1936).
- Keynes, J. M. (1976). *A Treatise on Money*, Volumes I and II. Harcourt, Brace & Co. (original publicado en 1930).
- Lerner, A. (1943). Functional finance and the federal debt. *Social Research: An International Quarterly*, 10(1), 38-51. <https://philpapers.org/rec/LERFFA>
- Mitchell, B. (2019, 10 de enero). *There is No Internal MMT Rift on Trade or Development* [blog]. <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?s=rift>
- Minsky, H. (1965). The Role of Employment Policy. In M.S. Gordon (ed.), *Poverty in America, San Francisco* (175-200). Chandler Publishing Company.
- Mosler, W. (2010). *Seven deadly innocent frauds of economic policy*. Valance Co Inc.
- Prebisch, R. (1949). *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*. CEPAL.

- Schumpeter, Joseph A. (2012). *Historia del análisis económico*. Ariel (original publicado en 1954).
- Tankus, N. (2020, 30 de junio). The Federal Government Always Money-Finances Its Spending: A Restatement. *Notes on the Crises*. <https://nathantankus.substack.com/p/the-federal-government-always-money>
- Tcherneva, P., & Cruz-Hidalgo, E. (2020). Dinero, poder y regímenes monetarios: por qué la naturaleza del dinero sí importa. *Revista de Economía Crítica*, 1(29), 1-15. <https://revistaeconomiacritica.org/index.php/rec/article/view/246>
- Tcherneva, P. (2020). *En favor del Trabajo Garantizado*. Lola Books.
- Thirlwall, A. P. (2004). *La naturaleza del crecimiento económico. Un marco alternativo para comprender el desempeño de las naciones*. Fondo de Cultura Económica.
- Tymoigne, E. (2018). *The Financial System and the Economy. Principles of Money and Banking*. Lewis & Clark College.
- Wray, R. (2015). *Modern Money Theory*. Palgrave Macmillan.
- Wray, R. (2019). Alternative Paths to Modern Money Theory. *Real-World Economics Review* (89). <http://www.paecon.net/PAEReview/issue89/Wray89.pdf>
- Wray, R., Flavia, D., Fullwiler, S., Tcherneva, P., & Kelton, S. (2018). *Public Service Employment: A Path to Full Employment* [working paper]. Levy Economics Institute of Bard College. [http://www.levyinstitute.org/pubs/rpr\\_4\\_18.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/rpr_4_18.pdf)