

28/04/04

## INFLACIÓN Y FINANZAS PÚBLICAS

Leonardo Villar Gómez\*

### RESUMEN

El propósito de este artículo es mostrar que, en contra de lo que muchos analistas preveían hace pocos años, las finanzas públicas en Colombia han obtenido un beneficio significativo del proceso reciente de reducción de la inflación. El menor ritmo de crecimiento de los precios ha estimulado la demanda por saldos monetarios reales y ha aumentado por esa vía el *señoreaje* total generado por el Banco de la República. Por esa razón, la magnitud del *señoreaje* se mantiene en niveles relativamente altos, pese a drástica contracción en los encajes requeridos al sistema financiero que tuvo lugar desde mediados de la década de los noventa y a la consiguiente reducción en esta fuente de *señoreaje*. Por su parte, los cambios en la utilización del *señoreaje* han permitido que la porción que beneficia directamente al gobierno –el *señoreaje fiscal*- aumente de manera notoria en el período reciente. Este beneficio fiscal, sin embargo, puede verse afectado negativamente en la medida en que una porción mayor del *señoreaje* total se destine a la compra de divisas para acumulación de reservas internacionales. Finalmente, el artículo cuantifica el beneficio que ha tenido la caída de la inflación sobre las necesidades de financiamiento del gobierno y la magnitud del déficit fiscal, a través del impacto de menores tasas nominales de interés.

**PALABRAS CLAVE:** Finanzas públicas, Inflación, Impuesto inflacionario, Señoreaje.

### ABSTRACT

This paper shows that the Colombian public finances have benefited from the recent process of reduction in the rate of inflation. It has stimulated the demand for real cash balances and allowed the central bank to keep relatively high levels of *seignorage*, despite the fact that the reserve requirement on the Colombian financial sector –and this source of *seignorage*- was reduced sharply since the mid-1990s. Furthermore, changes in the distribution of the *seignorage* led to an important increase in the portion that goes directly to the government –the *fiscal seignorage*-. This fiscal effect, however, may be negatively affected if the share of total *seignorage* that is used to buy international reserves is increased. Finally, the paper illustrates the positive effect that the reduction in the rate of inflation –and the corresponding reduction in the nominal interest rates- had on the fiscal deficit and the government borrowing requirements.

---

\* Co-Director, Banco de la República. Las opiniones expresadas en este artículo son de carácter estrictamente personal y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

## I. INTRODUCCIÓN

Hasta hace pocos años, los analistas económicos colombianos coincidían en predecir que una eventual reducción de la inflación implicaría la caída de una fuente importante de recursos públicos, asociados con el llamado impuesto inflacionario. Esta predicción fue realizada incluso por grandes defensores del proceso de reducción de la inflación. De acuerdo con ellos, avanzar hacia la estabilidad de precios tendría múltiples beneficios pero implicaría también un costo fiscal para el cual era necesario que las autoridades estuvieran preparadas.

Así, por ejemplo, Carlos Esteban Posada planteaba en 1999 que “en economías de tasas de inflación altas, tanto el *señoreaje* como el *impuesto inflacionario* pueden ser fuentes importantes de financiación del gasto público” y agregaba que una transición entre situaciones de alta a baja inflación obligaría “a sustituir tales fuentes de recursos por otras, como los impuestos formales, la venta de activos públicos o la reducción del gasto público” (Posada, 1999). Así mismo, cuando recién se inauguraba la autonomía otorgada al Banco de la República por la Constitución de 1991, Rincón, Saavedra y Steiner (1992) planteaban que la caída que se avizoraba en la tasa de inflación implicaría una reducción en el recaudo por concepto de *señoreaje*. Estos autores, sin embargo, advertían correctamente que ello no necesariamente habría de implicar menores recursos para el gobierno en la medida en que otras destinaciones de ese recaudo, tales como la adquisición de reservas internacionales por parte del Banco de la República, se redujeran simultáneamente<sup>1</sup>. Natalia Salazar, por su parte, estimaba a comienzos de la década de los noventa que el recaudo fiscal asociado con la emisión monetaria se maximizaba con una tasa de inflación del orden de 40% y concluía que la reducción de la inflación con respecto a los niveles vigentes en esa época habría de implicar efectos negativos para las finanzas públicas (Salazar, 1992). Más recientemente, Martha López utilizó un modelo de optimización intertemporal aplicado a Colombia para estimar que una reducción de la inflación del 20% al 5% anual implicaría una reducción en el recaudo por concepto de *señoreaje* equivalente aproximadamente a 1.3 puntos porcentuales del PIB (López, 2000)<sup>2</sup>.

Las predicciones anteriores no se cumplieron en la práctica, al menos en forma plena. En el año 2003, Colombia completó un quinquenio con tasas de

---

<sup>1</sup> Aunque estos autores se refieren textualmente al *impuesto inflacionario*, la definición que le dan corresponde al *señoreaje* en la terminología utilizada en este artículo.

<sup>2</sup> Marta López estima que al bajar la inflación trimestral de 5% al 1.2% (lo cual equivale a bajar la inflación anual de 21.5% al 4.9%), el *señoreaje* se reduce del 3.1% del PIB al 1.8% del PIB y la pérdida social generada por la inflación baja de 2.3% del PIB al 0.7% del PIB. De esta forma, la reducción en el *señoreaje* (1.3% del PIB) es en cualquier caso menor al beneficio social de la menor inflación (1.6% del PIB). Ver López (2000), tabla 3.

inflación de un solo dígito, con lo cual se rompió una tradición de más de veinticinco años, durante los cuales los precios aumentaban a ritmos cercanos al 20% anual. A pesar de ello, la caída de la inflación no se reflejó en menores recursos otorgados por el Banco de la República al gobierno nacional. Por el contrario, las utilidades transferidas por el emisor en los últimos cinco años han sido muy superiores a las del período precedente. Además, el Emisor ha sido particularmente activo en la compra de títulos de deuda pública en el mercado secundario, con lo cual ha facilitado en forma importante la financiación gubernamental. De otra parte, el proceso de reducción de la inflación ha facilitado el crecimiento de un muy dinámico mercado de deuda pública interna, que hasta mediados de la década de los noventa era virtualmente inexistente, y ha reducido de manera notable los costos que conlleva para el Gobierno financiarse en ese mercado.

No es claro, por lo tanto, que la reducción de la inflación haya tenido costos fiscales. Esto resulta particularmente destacable cuando se tiene en cuenta la drástica contracción en los encajes requeridos al sector financiero colombiano que tuvo lugar desde mediados de la década de los noventa, la cual implicó que esa fuente de *impuesto inflacionario* y *señoreaje* se redujera de manera significativa.<sup>3</sup>

El propósito de este artículo es mostrar que, en contra de lo que muchos preveían hasta hace pocos años, las finanzas públicas han obtenido un beneficio significativo de la mayor estabilidad de precios. Para ello se divide en seis secciones, incluida esta introducción. En la segunda sección se repasan brevemente los conceptos de *impuesto inflacionario*, *señoreaje* y *señoreaje fiscal* en consonancia con definiciones internacionalmente aceptadas. En la tercera se presenta una visión general sobre las magnitudes del *impuesto inflacionario* y el *señoreaje* a partir de 1955 y se ilustra la relación compleja que existe entre estas variables y la tasa de inflación. En la cuarta sección se descompone el *señoreaje* entre aquel que genera directamente el banco central (*señoreaje primario*) y el que genera el sistema financiero en el proceso de creación de dinero secundario. Además, se analiza el impacto que sobre el comportamiento de esas variables tiene la evolución de las normas sobre encaje mínimo obligatorio. La sección quinta se concentra en el período posterior a 1991 y discute la distribución de los beneficios obtenidos por el Banco de la República a través del llamado *señoreaje primario* y se analiza el impacto de estas variables sobre las finanzas del Gobierno Nacional. La sección sexta discute el impacto de la inflación sobre las tasas de interés de la deuda pública interna y sobre el déficit fiscal y la sección séptima concluye.

---

<sup>3</sup> Zuleta (1995) estimó en 1995 el costo que por concepto de impuesto inflacionario y señoreaje habría de tener la reducción en los encajes mínimos que ya se preveía para los años subsiguientes.

## II. CONCEPTOS BÁSICOS: IMPUESTO INFLACIONARIO, “SEÑOREAJE” Y “SEÑOREAJE FISCAL”.

Los conceptos de *impuesto inflacionario*, *señoreaje* y *señoreaje fiscal* se encuentran todos relacionados con los beneficios que pueden obtener las instituciones que se encuentran en capacidad de crear dinero. Aunque íntimamente vinculados entre sí, estos tres conceptos son totalmente diferentes. Para aclarar las diferencias y la forma como se relacionan unos con otros vale la pena definir cada uno de ellos de manera rigurosa.

El *impuesto inflacionario* mide la pérdida de poder adquisitivo de los tenedores de dinero como consecuencia del aumento de los precios. Algebraicamente, el valor real de ese impuesto inflacionario en el período  $t$  se puede definir de la siguiente manera:

$$Imp.infl_t = \pi_t \cdot (M_t / P_t) = \pi_t \cdot m_t, \quad (1)$$

donde:

$$\begin{aligned} M_t &= \text{Saldo promedio de dinero durante el período } t, \\ P_t &= \text{Índice de precios promedio en el período } t, \\ \pi_t &= (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} = \text{tasa anual de inflación en el período } t, \text{ y} \\ m_t &= M_t / P_t = \text{saldos monetarios reales promedio en } t. \end{aligned}$$

El *señoreaje* -o más estrictamente el *señoreaje monetario* ( $SM_t$ )- refleja el poder de compra de la emisión de dinero realizada en un período  $t$ . Algebraicamente:

$$SM_t = (M_t - M_{t-1}) / P_t = [\mu_t / (1 + \mu_t)] \cdot m_t \quad (2)$$

donde  $\mu_t = (M_t - M_{t-1}) / M_{t-1}$ , es la tasa de crecimiento nominal del saldo promedio de dinero.

De las ecuaciones (1) y (2) es claro que la relación entre el *impuesto inflacionario* y el *señoreaje* está dada por la siguiente expresión:

$$SM_t - Imp.infl_t = [\mu_t / (1 + \mu_t) - \pi_t] \cdot m_t \quad (3)$$

En términos intuitivos, el *señoreaje* mide el beneficio total que obtiene un emisor de dinero por la capacidad de compra del dinero que emite. En alto grado, ese beneficio constituye la contrapartida del *impuesto inflacionario* pagado por los tenedores de dinero. Como veremos más adelante, los órdenes de magnitud por ambos conceptos han sido similares en promedio en Colombia cuando se miran períodos largos de tiempo. Sin embargo, como se aprecia en la ecuación (3), el *señoreaje* puede ser superior al *impuesto inflacionario* cuando el ritmo de crecimiento nominal de la cantidad de dinero es superior a la inflación y se cumple la condición:  $\mu_t / (1 + \mu_t) > \pi_t$ . Así por ejemplo, en los últimos cinco años la demanda por saldos monetarios reales aumentó de manera notoria, lo cual permitió que la cantidad de dinero creciera a un ritmo muy superior a la inflación y que el *señoreaje* fuera considerablemente más alto

que el *impuesto inflacionario*. Ese aumento en la demanda por dinero estuvo impulsado en parte por la introducción del impuesto a las transacciones financieras en 1999 y por los incrementos en la tarifa de ese impuesto que se hicieron en los años subsiguientes. Adicionalmente, el propio proceso de reducción en la inflación ayudó a explicar la mayor demanda por saldos monetarios reales y por esa vía contribuyó a incrementar la magnitud del *señoreaje vis-a-vis* la del *impuesto inflacionario*.

Tanto el *señoreaje* como el *impuesto inflacionario* pueden calcularse utilizando la base monetaria ( $B_t$ ) o los medios de pago ( $M1_t$ ) como definiciones alternativas de dinero ( $M_t$ ). El beneficio que obtiene el banco central por su capacidad de emitir se mide con lo que llamaremos *señoreaje primario* ( $SM_{pr_t}$ ), el cual se calcula utilizando la base monetaria como definición de dinero en la expresión (2). Cuando se usan los medios de pago en la expresión (2) se obtiene el *señoreaje total*. La diferencia entre estas dos definiciones corresponde al *señoreaje secundario* ( $SM_{sec_t}$ ), el cual es generado por los bancos comerciales gracias a su capacidad para captar depósitos en cuenta corriente que no pagan intereses aunque, como se verá más adelante, no necesariamente es apropiado por ellos. Así,

$$\text{Señoreaje secundario} = SM_{sec_t} = SM_t - SM_{pr_t} \quad (4)$$

Los beneficios obtenidos por el banco central por concepto de emisión de base monetaria pueden convertirse en ingresos fiscales del gobierno pero no necesariamente tienen esa destinación, ya que una parte puede ser utilizada para otros propósitos como, por ejemplo, acumular reservas internacionales en cabeza del banco central. Por esta razón, resulta útil distinguir la porción del *señoreaje primario* que efectivamente se convierte en ingreso para el gobierno. Esa porción constituye lo que Peter Bofinger denomina *señoreaje fiscal* (Bofinger, 2001, cap.11).

El *señoreaje fiscal* mide el beneficio que obtiene el gobierno por el hecho de ser propietario de un banco central. Específicamente, allí se incluyen las utilidades que el banco central transfiere al presupuesto nacional y el financiamiento que le otorga al sector público, neto de los intereses que recibe de éste. En países como Colombia, en los cuales el banco central es independiente y el crédito directo al gobierno es virtualmente inexistente, el financiamiento neto al sector público incluido en la definición del *señoreaje fiscal* se refiere fundamentalmente al que se otorga de manera indirecta, mediante compra de títulos de deuda pública en el mercado secundario.

Algebraicamente, el *señoreaje fiscal* (SF) se define por la siguiente expresión:

$$SF_t = (UT_{distr_t} + \Delta CNG_t - rCNG_t) / P_t \quad (5)$$

donde:

$UT_{distr_t}$  = Utilidades distribuidas al (o, si es negativo, pérdidas restituidas por el) Gobierno durante el período t.

$\Delta\text{CNG}_t$  = Variación en el saldo de crédito neto al sector público, incluidas las inversiones en títulos de deuda pública, durante el año t,  
 $r\text{CNG}_t$  = Ingresos netos del Banco de la República por intereses recibidos del sector público (incluidos los intereses sobre inversiones en títulos de deuda pública), durante el período t.

El *señoreaje fiscal* (SF) es una porción del *señoreaje primario* (SMpr). Más estrictamente, el *señoreaje primario* se puede descomponer en cinco componentes: (i) el *señoreaje fiscal* (SF); (ii) la porción del señoreaje que usa el banco central para comprar reservas internacionales ( $\text{SM}^{\text{RI}}$ ); (iii) la porción del señoreaje usada en operaciones de mercado abierto ( $\text{SM}^{\text{OMAs}}$ ), la cual incluye la expansión a través de repos y la amortización y el pago de intereses sobre pasivos no monetarios (tales como los tradicionales títulos de participación del Banco de la República, en el caso colombiano); (iv) la porción del señoreaje primario asignado mediante crédito al sector financiero, neto de los pasivos y los intereses correspondientes ( $\text{SM}^{\text{SF}}$ ), y (v) la porción del señoreaje utilizado para funcionamiento y acumulación de patrimonio del banco central ( $\text{SM}^{\text{BR}}$ ). Con ayuda de los balances y los estados de resultados del banco central, en el anexo 1 se deriva algebraicamente la siguiente expresión:

$$\text{SMpr}_t = \text{SF}_t + \text{SM}^{\text{RI}}_t + \text{SM}^{\text{OMAs}}_t + \text{SM}^{\text{SF}}_t + \text{SM}^{\text{BR}}_t \quad (6)$$

De esta manera, el beneficio para las finanzas públicas que surge de la capacidad de emisión del banco central (SF) depende no sólo de la magnitud del *señoreaje primario* (SMpr) sino de la distribución de los recursos correspondientes entre sus distintos usos potenciales.

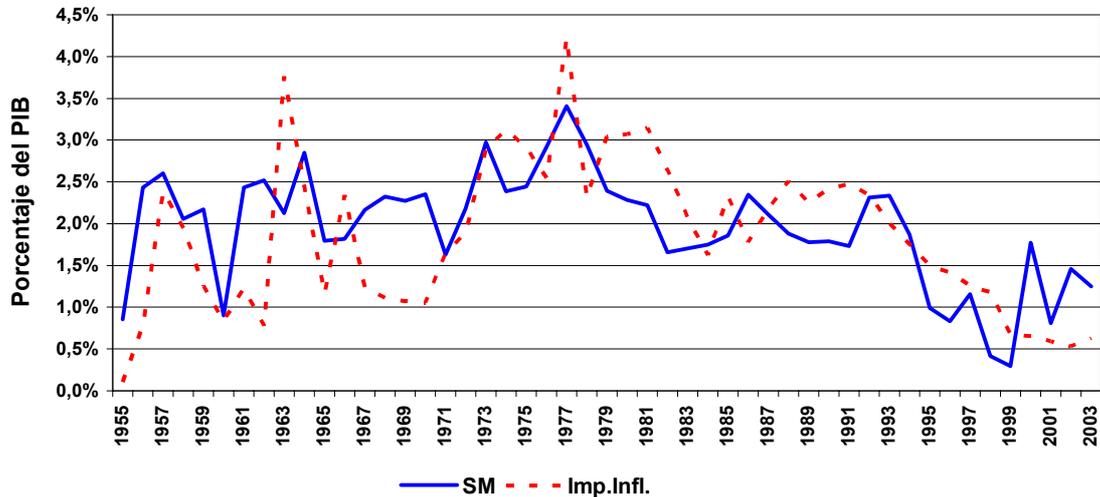
### III. EVOLUCIÓN DEL IMPUESTO INFLACIONARIO Y DEL SEÑOREAJE MONETARIO EN COLOMBIA DESDE 1955.

En esta sección se analiza el comportamiento del *impuesto inflacionario* y del *señoreaje* (calculado con M1), expresados ambos como porcentajes del PIB, durante el período comprendido entre 1955 y 2003. Las cifras correspondientes se presentan en el Gráfico 1 (panel A), conjuntamente con las tasas de inflación para cada período (panel B). A partir de ese gráfico se pueden hacer varias observaciones:

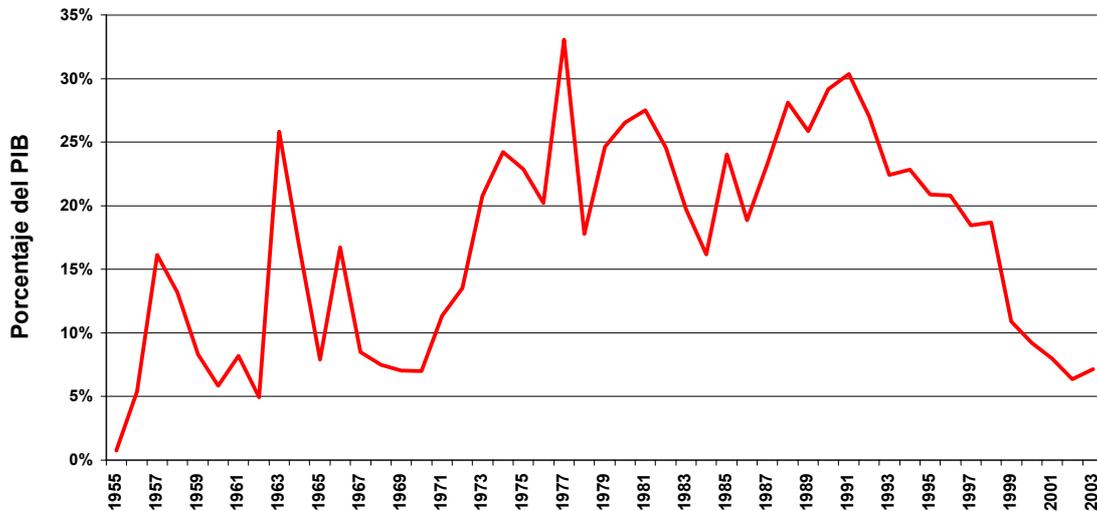
En primer lugar, es claro que el *impuesto inflacionario* (*imp.infl*) evoluciona en forma muy similar al ritmo de crecimiento de los precios. La magnitud promedio de este impuesto en los 48 años considerados equivale al 1.9% del PIB, pero ese porcentaje fluctúa de manera fuerte, coincidiendo con las oscilaciones observadas en la tasa de inflación. Los mayores niveles de *impuesto inflacionario* se observan en 1963 y en el período comprendido entre 1974 y 1981. En esos años, las tasas de inflación fueron altas y el impuesto correspondiente alcanzó magnitudes cercanas al 3% del PIB (llegando incluso a más de 3.8% del PIB en 1963 y en 1977). En contraste, los menores niveles de impuesto inflacionario -cercanos o inferiores al 1% del PIB- coinciden con tasas de inflación de un solo dígito como las que se observaron en varios años anteriores a 1971 y se han vuelto a observar en el período más reciente.

Gráfico 1  
 IMPUESTO INFLACIONARIO, SEÑOREAJE TOTAL Y TASA DE INFLACIÓN EN COLOMBIA, 1955 - 2003

A. Impuesto Inflacionario (imp.infl.) y Señoreaje Total (SM<sub>t</sub>), como porcentajes del PIB.



B. Tasa de Inflación ( $\pi_t$ )



Fuentes: DANE, Banco de la República y Cálculos del Autor

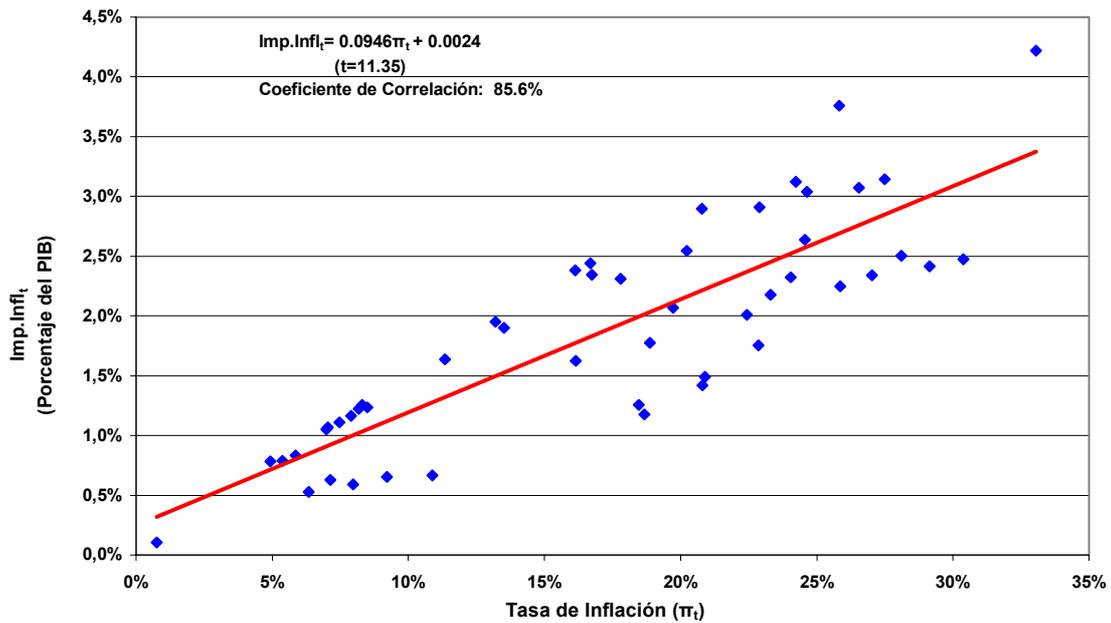
La estrecha asociación entre la tasa de inflación y el *impuesto inflacionario* se corrobora de manera aún más contundente en el primer panel del gráfico 2. En términos estadísticos, la correlación es de 85.6% y el coeficiente de la regresión es significativamente diferente de cero (estadístico “t” igual a 11.35).

Pese a lo anterior, resulta interesante observar que el *impuesto inflacionario*, expresado como proporción del PIB, se redujo a lo largo de las dos últimas décadas en forma más rápida que la tasa de inflación. Así por ejemplo, entre 1988 y 1991, aunque el ritmo de crecimiento de los precios se

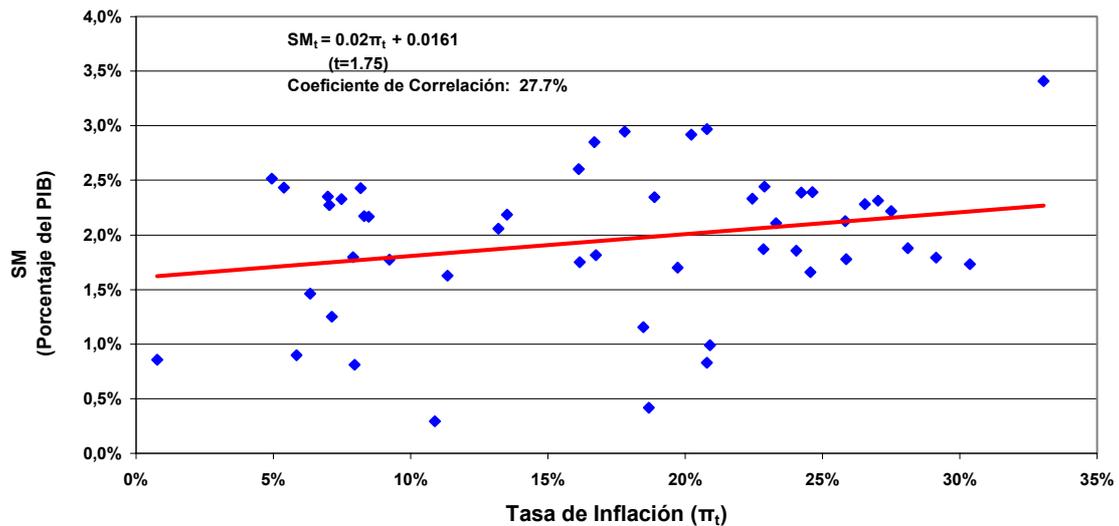
ubicaba por encima del 25% anual, el impuesto se había reducido a niveles del orden de 2.5% del PIB, muy inferiores a los que se observaban diez años atrás. Este fenómeno se explica por cuanto la persistencia de la inflación había enseñado a la población a defenderse de ella mediante procesos de sustitución en sus portafolios, de efectivo y depósitos en cuenta corriente hacia depósitos de ahorro y certificados de depósito remunerados.

**Gráfico 2**  
**CORRELACIONES ENTRE LA TASA DE INFLACIÓN, IMPUESTO INFLACIONARIO, Y EL SEÑOREAJE MONETARIO EN EL PERÍODO 1955 -2003**

**A. Impuesto Inflacionario (Imp.Infl<sub>t</sub>) y Tasa de Inflación ( $\pi_t$ )**



**B. Señoreaje Monetario (SM<sub>t</sub>) y Tasa de Inflación ( $\pi_t$ )**



Fuente: Ver Gráfica 1

El vínculo entre las tasas observadas de inflación y el *señoreaje monetario total* (SM) es mucho menos fuerte que el existente entre aquellas y el *impuesto inflacionario*. Esto se aprecia en el segundo panel del Gráfico 2 y se refleja en un coeficiente de correlación de sólo 24.7% (frente a 85.6% en el otro caso). Además, el coeficiente de la regresión simple entre el *señoreaje* y la tasa de inflación no es significativamente diferente de cero con un margen de significancia del 5% (estadístico “t” igual a 1.75).

Cuando se mira el promedio de los 48 años considerados en el gráfico 1, la magnitud del *señoreaje* es 1.9% del PIB, prácticamente igual a la del *impuesto inflacionario*. Sin embargo, el comportamiento a lo largo del tiempo reviste características diferentes. Pese a que hasta 1970 la inflación era baja – del 10% en promedio- la magnitud del *señoreaje* superó el 2.1% del PIB. Cuando el ritmo de crecimiento de los precios se aceleró, entre 1971 y 1977, el *señoreaje* también aumentó, hasta llegar a representar un 3.4% del PIB en el último de esos años. A partir de allí, sin embargo, manifestó una tendencia descendente que probablemente obedeció al proceso de reducción en la demanda por medios de pago (efectivo y cuentas corrientes), debida a la sustitución hacia depósitos de ahorro y certificados a término a la cual se hizo referencia anteriormente. La tendencia descendente que tuvo el *señoreaje* desde finales de la década de los setenta no puede ser explicada por el comportamiento de la inflación. Hacia mediados de los noventa el *señoreaje* se había reducido al 1% del PIB –menos de la mitad del que representaba entre 1955 y 1970- pese a que la inflación permanecía en niveles del orden de 20% anual –esto es, el doble de los que se observaban antes de 1970-.

Más interesante aún, entre el año 2000 y el año 2003, pese al retorno de la inflación a niveles de un dígito, el *señoreaje* se ubicó por encima de los niveles que se observaban a mediados de los noventa. Ante la caída en la inflación, por lo tanto, no se verificó la reducción en el *señoreaje* que pronosticaban los analistas. En alto grado, este resultado paradójico pudo obedecer a la mayor demanda por saldos reales de dinero inducida por el propio proceso de reducción de la inflación. Debe reconocerse que ese aumento en la demanda real por medios de pago en el período reciente obedeció también, en una parte no despreciable, a la introducción en Colombia del impuesto a las transacciones financieras a partir de 1999. En cualquier caso, el comportamiento del *señoreaje* en los últimos años sugiere que la experiencia colombiana es perfectamente consistente con el planteamiento clásico de Milton Friedman, de acuerdo con el cual la tasa de inflación que maximiza los ingresos por *señoreaje* es una tasa muy baja y probablemente inferior a la que se observa en muchos países.<sup>4</sup>

---

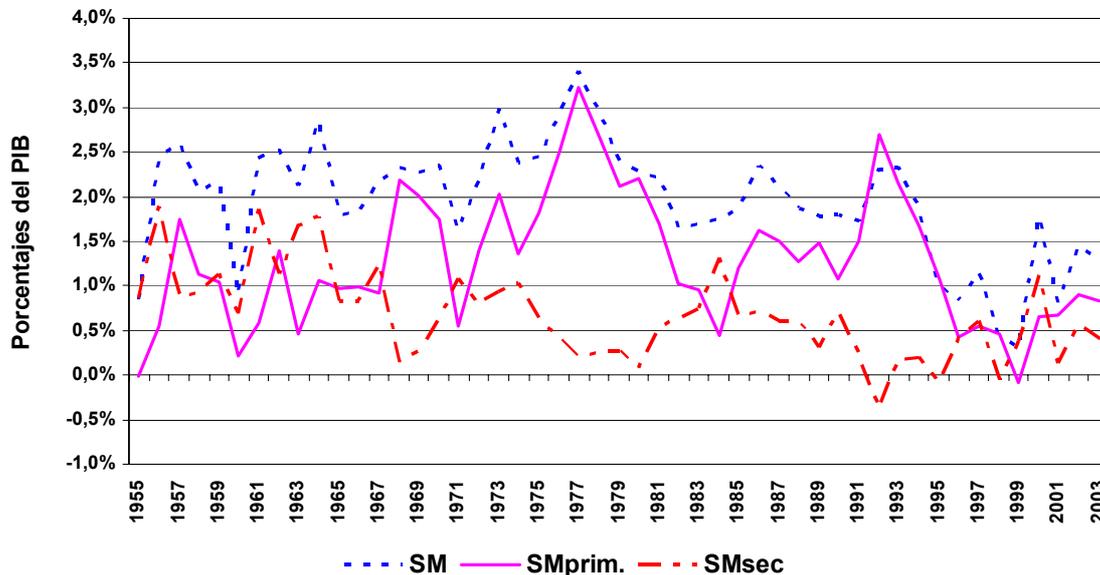
<sup>4</sup> En palabras de Friedman, “the revenue-maximizing rate of inflation is generally lower for growing than constant real income and may even be negative, that is, even deflation. Many actual rates of inflation seem higher than the revenue maximizing rate” (Friedman, 1971, p. 846). Tanto este planteamiento como la evidencia para el caso colombiano contrastan con lo postulado por los trabajos de Easterly, Mauro y Schmidt-Hebbel (1995) y Easterly (1994), de acuerdo con los cuales la tasa de inflación maximizadora del *señoreaje* sería muy superior a las tasas de inflación que se observan usualmente. El primero de esos trabajos utiliza una muestra de once economías en desarrollo con tasas altas de inflación y estima la tasa de inflación anual que maximiza el *señoreaje* en 266%. El segundo trabajo se refiere específicamente a Colombia y estima que el *señoreaje* máximo (del orden de 2.7% del PIB) se alcanzaría con una inflación ligeramente inferior al 100%.

#### IV. SEÑOREAJE DEL BANCO CENTRAL, SISTEMA FINANCIERO Y ENCAJE BANCARIO.

Como se mencionó anteriormente, el *señoreaje* mide el beneficio que generan los emisores de dinero por la capacidad de compra del dinero que emiten. No todo ese beneficio es generado por el banco central, ya que una porción importante proviene de la emisión de dinero secundario por parte del sistema financiero.<sup>5</sup>

En el gráfico 3 se presenta la evolución del *señoreaje* total (SM), conjuntamente con la del *señoreaje primario* (SMpr). De acuerdo con las definiciones presentadas en la sección II, mientras el primero se calcula con los medios de pago (M1), el segundo es calculado con la base monetaria. La diferencia entre uno y otro corresponde al *señoreaje secundario* (SMsec) que generan los bancos al crear dinero mediante la captación de cuentas corrientes sin una contrapartida por montos equivalentes en la reserva bancaria. En promedio, para el período 1955-2003, el *señoreaje primario* generado por el banco central representó 1.3% del PIB, esto es, cerca del 70% del *señoreaje* total.<sup>6</sup>

Gráfico 3  
SEÑOREAJE PRIMARIO (SM<sub>prim,t</sub>), SECUNDARIO (SM<sub>sec,t</sub>) Y TOTAL (SM<sub>t</sub>),  
COMO PORCENTAJES DEL PIB 1955 - 2003



Fuentes: DANE, Banco de la República y Cálculos del Autor

<sup>5</sup> El tema de la generación de señoreaje por parte del sector financiero ha sido destacado en Colombia por Antonio Hernández. Véase por ejemplo Hernández, 1989.

<sup>6</sup> Como se mencionó en la sección anterior, el señoreaje total representó 1.9% del PIB para el mismo período.

Las oscilaciones del *señoreaje primario* son mucho más marcadas que las del *señoreaje total* a las cuales se hizo referencia en la sección anterior. La razón para ello está íntimamente vinculada con la política de encajes mínimos requeridos al sistema financiero. Cuando se aumenta el encaje requerido, aumenta la reserva bancaria y por esa vía aumenta la base monetaria, generándose *señoreaje primario* para el banco central. En Colombia, la política de encajes requeridos se utilizó de manera intensa como instrumento de política monetaria hasta hace pocos años. Por ejemplo, durante la bonanza cafetera de la segunda mitad de la década de los setenta se establecieron encajes marginales de 100% sobre varios tipos de depósitos, lo cual hizo aumentar el *señoreaje primario* a niveles muy cercanos a los del *señoreaje total*. Aunque la razón para el establecimiento de encajes tan altos fue probablemente la lucha contra la inflación, no puede decirse que haya sido la inflación misma la que generó esos niveles tan altos de *señoreaje* para el banco central. Algo similar sucedió a comienzos de los años noventa, cuando la política de encaje se utilizó intensamente para combatir la inflación y contrarrestar el crecimiento de los medios de pago que se estaba presentando como consecuencia de las entradas de capitales internacionales en esa época. Específicamente, en el año 1992 el *señoreaje primario* llegó a ser más alto que el *señoreaje total*, lo cual implicó que el *señoreaje secundario* fuese negativo.

En contraste con los episodios anteriores, en el período posterior a 1992, la Junta Directiva del Banco de la República adoptó la decisión de reducir los coeficientes de encaje requerido con el propósito de racionalizar los costos de la intermediación financiera en Colombia y contribuir a la competitividad internacional de los establecimientos de crédito en el nuevo entorno que se estaba configurando, mucho más abierto al resto del mundo de lo que había sido en las décadas precedentes. La reducción de los encajes implicó que el *señoreaje primario* se redujera entre 1992 y 1999 a un ritmo aún más rápido que el *señoreaje total*. Aunque ello coincidió con el proceso de reducción de la inflación, no puede ser explicado como consecuencia del menor ritmo de crecimiento de los precios sino como producto de las decisiones descritas sobre requerimientos de reserva bancaria.

Una manera de aislar el impacto que tienen las variaciones en los coeficientes de encaje sobre el comportamiento del *señoreaje primario* es calculándolo con la *base monetaria ajustada*. A diferencia de la base monetaria tradicional (que se computa como la suma del efectivo y la reserva bancaria observada en cada momento), la base monetaria ajustada incorpora el valor de la reserva bancaria que habría existido si los coeficientes de encaje sobre cada tipo de depósito hubiesen sido los requeridos en la actualidad por parte del Banco de la República.<sup>7</sup> Este ejercicio se hizo para el período comprendido entre 1982 y 2003 y los resultados se resumen en el panel A del Gráfico 4.

---

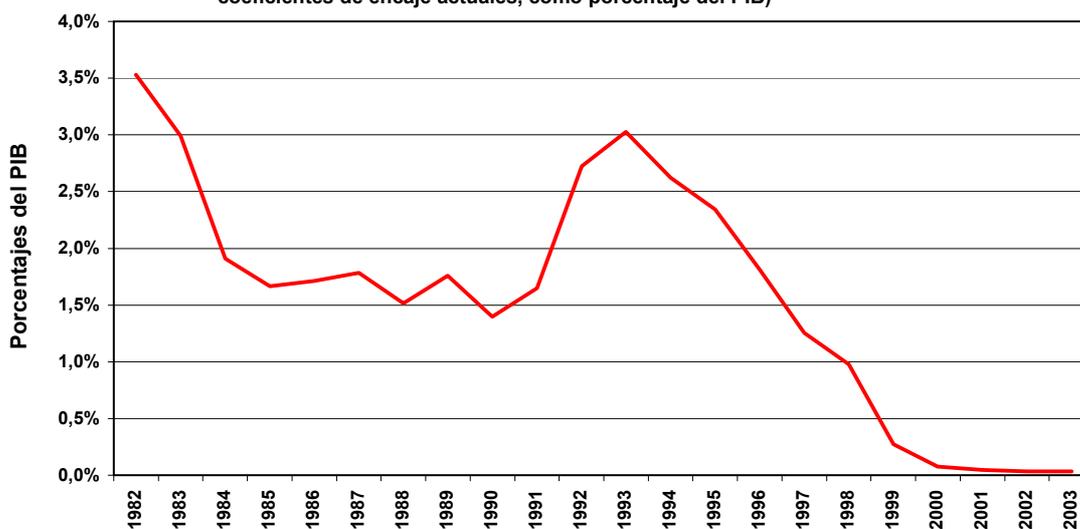
<sup>7</sup> La base monetaria es la suma del efectivo más la reserva bancaria. Para el año  $t$ , esta última es igual a la sumatoria sobre los  $i$  de  $e_{it}D_{it}$ , donde  $e_{it}$  y  $D_{it}$  representan respectivamente los coeficientes de encaje y los depósitos correspondientes a distintos tipos de pasivos bancarios (cuentas corrientes, de ahorros, CDTs, etc.). La base monetaria ajustada para el año  $t$  se construye como la suma del efectivo más la reserva ajustada. Esta última es la sumatoria sobre los  $i$  de  $e_{i00}D_{it}$ , donde  $e_{i00}$  son los coeficientes de encaje requeridos vigentes desde finales del año 1999, los cuales no se han modificado durante los últimos cuatro años.

Como se puede apreciar allí, el “exceso” de reserva bancaria (y de base monetaria que puede ser explicado por coeficientes de encaje diferentes a los requeridos actualmente representó más del 1% del PIB en todos los años anteriores a 1998 y en algunos de ellos representó más de 2.5% del PIB. Este fue el caso en 1982-83 y más recientemente, entre 1992 y 1994.<sup>8</sup>

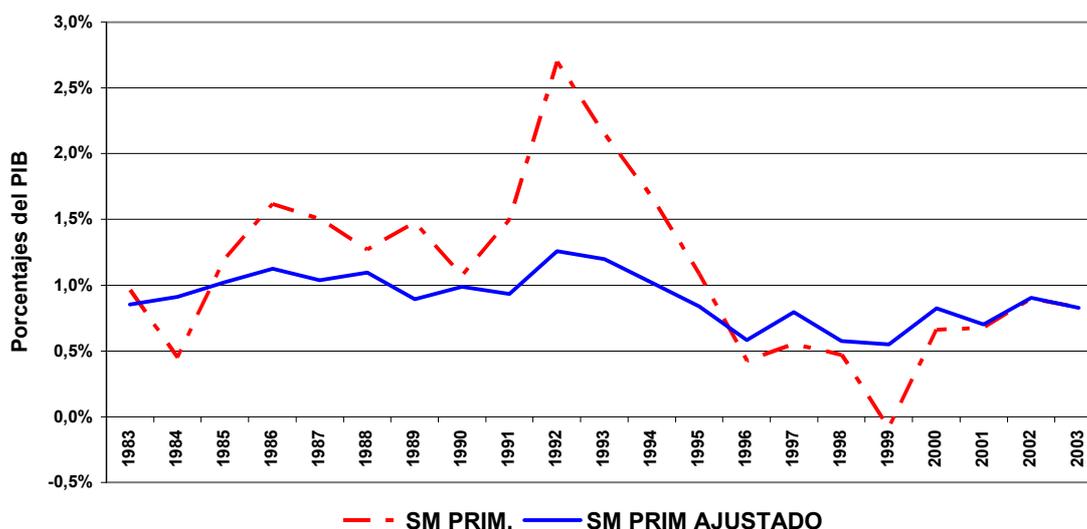
**Gráfico 4**  
**SEÑOREAJE Y VARIACIONES DEL COEFICIENTE DE ENCAJE, 1983 - 2003**

**A. Exceso de Reserva Bancaria ( y de Base Monetaria) explicado por cambios en coeficientes de encaje.**

(Diferencia entre la Base Monetaria Observada y la Base Monetaria Ajustada con los coeficientes de encaje actuales, como porcentaje del PIB)



**B. Señoreaje Primario y Señoreaje Primario Ajustado como Porcentajes del PIB**



<sup>8</sup> Nótese que aún en los años recientes hay una pequeña diferencia entre la base monetaria observada y la ajustada, la cual se explica por los niveles de sobre-encaje que las entidades financieras mantienen en forma voluntaria.

Los cambios en la base monetaria inducidos por variaciones en los coeficientes de encaje se reflejan en el *señoreaje primario* pero no en el *señoreaje primario ajustado*, calculado con la base monetaria ajustada. Los comportamientos asociados a cada uno de estos conceptos se presentan en el panel B del gráfico 4. Como se puede apreciar allí, el *señoreaje primario ajustado* ha representado en los últimos años alrededor de 0,8% del PIB. Ese porcentaje es ligeramente inferior al que se observaba antes de 1994 pero se ubica en niveles similares a los del período comprendido entre 1995 y 1998, en el cual las tasas de inflación eran del orden del 20% anual. Puede concluirse, por lo tanto, que la reducción de la inflación del último quinquenio tuvo un impacto muy reducido sobre la capacidad del Banco de la República de generar señoreaje. La caída grande en el *señoreaje primario* que se observa a partir de 1992 es explicada por la política de reducción en los requerimientos de encaje al sistema financiero y no por la caída de la inflación.

#### IV. SEÑOREAJE FISCAL Y OTROS USOS DEL SEÑOREAJE MONETARIO.

Tal como se argumentó en la sección II, los recursos reales que obtiene el banco central por concepto de emisión de base monetaria pueden destinarse a varios propósitos y no necesariamente se convierten en ingresos fiscales del gobierno. De acuerdo con la ecuación (6) de esa sección (y con el Anexo 1), dichos recursos se pueden destinar también a la compra de reservas internacionales ( $SM^{RI}$ ), a la realización de operaciones repo o a la amortización y pago de intereses sobre pasivos no monetarios del banco central ( $SM^{OMAs}$ ), al otorgamiento de crédito al sistema financiero ( $SM^{SF}$ ) o al funcionamiento y crecimiento patrimonial del banco central ( $SM^{BR}$ ).

En la presente sección se utilizan las cifras derivadas de los balances y estados de resultados del Banco de la República para ilustrar lo que ha sido la distribución del señoreaje en el período comprendido entre 1993 y 2003. El ejercicio se restringió a este período con el propósito de evitar problemas de comparación con la etapa previa, durante la cual el Banco de la República no contaba con el estatus actual de autonomía constitucional y las normas contables aplicables eran diferentes.

Los resultados principales del ejercicio realizado se resumen en el Cuadro 1. Las cifras allí presentadas sobre *señoreaje primario* ( $SM_{pr}$ ) difieren marginalmente de las analizadas en la sección precedente (gráficos 3 y 4) en la medida en que se utilizan saldos de la base monetaria de fin de año mientras allí se utilizaban saldos promedio<sup>9</sup>. Sin embargo, las conclusiones básicas se mantienen. En particular, es claro que -debido al proceso de reducción de los encajes, más que a la reducción de la inflación-, el *señoreaje primario* es menor en el período reciente -entre 2000 y 2003-, de lo que era en 1993 o 1994.

---

<sup>9</sup> Ello explica, por ejemplo que tanto el *señoreaje primario* aparezca en el Cuadro 1 con signo negativo a lo largo de 1998 y positivo en 1999. Al utilizar saldos promedio (gráfico 4), la cifra resulta positiva en 1998 pero negativa en 1999.

**Cuadro 1**  
**DISTRIBUCIÓN DEL SEÑOREAJE PRIMARIO**  
**(% del PIB)**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>TOTAL SEÑOREAJE PRIMARIO (SMpr)</b>	2,28%	1,59%	1,48%	0,36%	1,36%	-0,97%	1,86%	0,56%	0,50%	1,21%	1,12%
<b>I. Señoreaje Fiscal (SF)</b>	0,18%	0,22%	0,07%	-0,05%	-0,21%	0,36%	1,55%	0,49%	-0,03%	0,71%	0,92%
a. Utdistr	0,00%	-0,19%	-0,06%	0,19%	0,08%	0,06%	0,82%	0,30%	0,77%	0,60%	0,66%
b. ΔCNG	0,26%	0,57%	0,00%	-0,04%	-0,17%	0,37%	0,94%	0,43%	-0,64%	0,22%	0,42%
c. rCNG	0,08%	0,16%	-0,13%	0,20%	0,12%	0,07%	0,22%	0,23%	0,16%	0,10%	0,16%
<b>II. Compra neta de Reservas Internacionales (SM<sup>Ri</sup>)</b>	-0,48%	-0,43%	-0,52%	1,36%	-0,27%	-1,86%	-0,85%	0,52%	0,88%	-0,22%	-0,50%
<b>III. Señoreaje usado en operaciones monetarias (SM<sup>OMAs</sup>)</b>	2,49%	1,01%	2,19%	-1,21%	1,68%	0,15%	0,85%	-0,43%	-0,41%	0,54%	0,62%
<b>IV. Señoreaje asignado mediante el S. Financiero (SM<sup>SF</sup>)</b>	0,39%	0,34%	-0,24%	-0,09%	-0,19%	0,23%	0,14%	-0,22%	-0,07%	0,04%	0,03%
<b>V. Señoreaje usado para func. del Bco. República (SM<sup>BR</sup>)</b>	-0,30%	0,45%	-0,01%	0,36%	0,36%	0,15%	0,17%	0,19%	0,13%	0,13%	0,04%
a. Gasto neto de funcionamiento	0,13%	0,16%	0,20%	0,23%	0,18%	0,19%	0,16%	0,10%	0,09%	0,12%	0,05%
b. Acumulación de patrimonio	-0,42%	0,29%	-0,20%	0,13%	0,17%	-0,04%	0,00%	0,09%	0,04%	0,01%	-0,01%

Fuente: Balances y Estados de Resultados del Banco de la República y cálculos del autor. Ver Anexo 1.

Las cifras en pesos corrientes se presentan en el Cuadro A.1.1, en ese anexo.

#### a. Señoreaje fiscal (SF)

La porción del *señoreaje primario* que beneficia directamente al gobierno es lo que se conoce como *señoreaje fiscal* (SF) e incluye las utilidades distribuidas y el financiamiento otorgado por el banco central al gobierno, neto de los intereses que este último le paga. En la medida en que el crédito directo del Banco de la República al gobierno está fuertemente restringido por las normas constitucionales y legales -tal como sucede para la mayor parte de los bancos centrales-, el financiamiento otorgado se refiere fundamentalmente al que se otorga de manera indirecta, mediante compra de títulos de deuda pública en el mercado secundario.

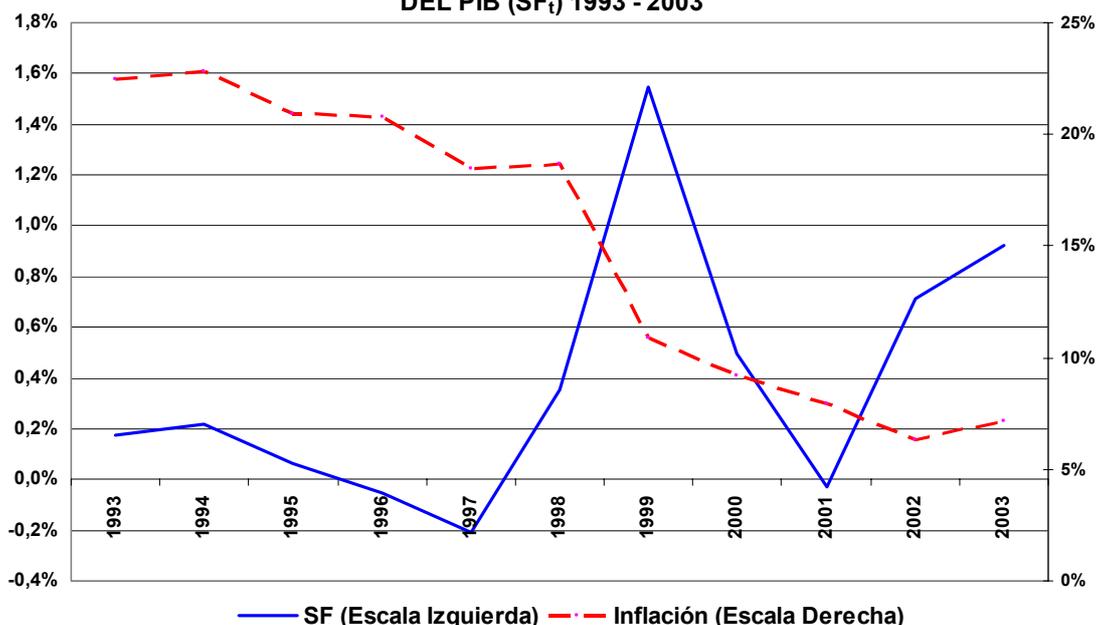
En los años recientes, caracterizados por tasas de inflación de un solo dígito, los beneficios que ha obtenido el gobierno por concepto de *señoreaje fiscal* (SF) son muy superiores a los que obtenía hacia mediados de la década de los noventa, cuando las tasas de inflación rondaban el 20% anual (Gráfico 5). Específicamente, el *señoreaje fiscal* fue en promedio de 0.73% del PIB entre 1999 y 2003, cuando el promedio correspondiente al período 1993-1998 había sido inferior al 0.10% del PIB<sup>10</sup>. Claramente, por lo tanto, la reducción de la inflación no condujo a la reducción de recursos públicos que, como se reseñó en la introducción, era temida por tantos analistas.

Como se aprecia en el cuadro 1, los recursos de emisión primaria asignados para el gobierno en los últimos años se explican en una proporción importante por las utilidades distribuidas por el Banco de la República. Estas pasaron de ser virtualmente nulas hasta 1998 a representar en promedio algo más del 0.6% del PIB anualmente entre 1999 y 2003. Igualmente importante ha sido el rubro de crédito neto al gobierno que, como se comentó, refleja fundamentalmente la compra de títulos de deuda pública en el mercado

<sup>10</sup> Si se excluye el año 2001, durante el cual el aumento de la base monetaria se destinó íntegramente a la compra neta de reservas internacionales, el *señoreaje fiscal* del período de baja inflación que se inicia en 1999 representa más del 0.9% del PIB. En 1996 y 1997, en cambio, esa magnitud había sido negativa.

secundario por parte del emisor. En contra de lo que sucedía en los años precedentes, el Banco ha sido muy activo en la compra de TES desde 1999. La única excepción fue el año 2001, durante el cual las compras de TES fueron inferiores a las amortizaciones de aquellos que el Banco tenía en su poder y el saldo de títulos de deuda pública en manos de esta entidad se redujo sustancialmente.

**Gráfico 5**  
**TASA DE INFLACIÓN ( $\pi_t$ ) Y SEÑOREAJE FISCAL COMO PORCENTAJE**  
**DEL PIB ( $SF_t$ ) 1993 - 2003**



Fuente: DANE y Cuadro 1

b. Compra de reservas internacionales ( $SM^{RI}$ ) y operaciones monetarias ( $SM^{OMAs}$ )

La compra neta de divisas por parte del Banco de la República fue muy importante en 1996 –recuérdese el aumento de cerca de US\$2.000 millones en las reservas internacionales en diciembre de ese año-, y en consecuencia esta utilización del *señoreaje* ( $SM^{RI}$ ) representó en dicho año el 1.36% del PIB. La magnitud correspondiente también fue significativa en los años 2000 y 2001, cuando llegó al 0.52% y 0.88% del PIB, respectivamente. En términos generales, sin embargo, la utilización de señoreaje para acumular reservas internacionales fue poco importante en el período posterior a 1993. Su magnitud fue negativa en ocho de los once años incluidos en el Cuadro 1.<sup>11</sup>

Debe recordarse que la compra de divisas por parte del emisor había sido muy grande entre 1990 y 1992 y que en esos años se utilizó el expediente

<sup>11</sup> En algunos de esos años puede haberse presentado acumulación de reservas por el rendimiento de las mismas pero no hubo compra neta de divisas ni, por lo tanto, utilización de señoreaje monetario para ese propósito.

de emitir masivamente títulos de participación y certificados de cambio para esterilizar los efectos monetarios correspondientes. Los costos que tuvo ese proceso de esterilización se manifestaron en los años subsiguientes, cuando el Banco tuvo que dedicar grandes recursos para el pago de los intereses y las amortizaciones correspondientes. Esto se aprecia de manera clara en la utilización del señoreaje monetario para operaciones de mercado abierto ( $SM^{OMAs}$ ), la cual representó más de dos puntos porcentuales del PIB en 1993 y 1995 y un punto porcentual del PIB en 1994. El hecho de que en los años posteriores a 1993 la Junta Directiva del Banco fuese reacia a seguir aumentando los niveles de reservas internacionales se encuentra íntimamente relacionado con esos costos tan grandes de esterilización. A pesar de ello, las compras de divisas volvieron a ser grandes en 1996 y los costos de la esterilización correspondiente volvieron a verse en 1997 (por 1.68% del PIB, de acuerdo con el Cuadro 1).

El comportamiento de la porción del señoreaje utilizado en operaciones monetarias tiene una interpretación distinta a partir de 1998. A partir de ese año, de acuerdo con la ley 31 de 1992, reglamentaria de las funciones asignadas por la nueva Constitución política al Banco de la República, las operaciones de mercado abierto deben hacerse utilizando títulos de deuda pública y no con papeles emitidos por el propio banco, como había sucedido tradicionalmente. Desde 1998, por lo tanto, una parte importante de la expansión monetaria empezó a instrumentarse mediante las llamadas operaciones *repo* y la evolución del señoreaje utilizado en operaciones monetarias ( $SM^{OMAs}$ ) refleja el incremento en el saldo de esos *repos*, neto de los intereses correspondientes. Esta variable ha tenido oscilaciones pero tanto en 1999 como en 2002 y 2003 representó un uso del señoreaje equivalente a más del 0.5% del PIB.

#### c. Señoreaje primario asignado a través del sistema financiero ( $SM^{SF}$ )

La utilización de señoreaje para el otorgamiento de crédito al sistema financiero —o, a través suyo, al sector real de la economía— era una práctica común antes del cambio constitucional de 1991. Los fondos de redescuento del Banco de la República eran instrumentos a través de los cuales se transferían recursos del señoreaje para la agricultura, para la industria, para el sector eléctrico y para las exportaciones. En los años ochenta y a comienzos de los noventa, sin embargo, se trasladaron varios fondos de fomento industrial del Banco de la República hacia el IFI y se crearon la FEN, FINAGRO y Bancóldex, lo cual hizo posible desligar la emisión monetaria de las actividades de fomento empresarial.

Lo anterior se refleja de manera clara en el Cuadro 1. Todavía en 1993 y 1994 el señoreaje asignado mediante crédito al sistema financiero ( $SM^{SF}$ ) representaba 0.39% y 0.34% del PIB. Desde 1995, en cambio, se volvió negativa la mayor parte de los años. Sólo en 1998 y 1999 volvió a tener valores positivos pero ello ocurrió por razones muy diferentes al crédito de fomento. Debido a la crisis financiera de ese período, el Banco de la República se vio obligado a actuar como prestamista de última instancia de varios establecimientos de crédito que enfrentaban problemas de liquidez. La

magnitud del señoreaje utilizado en este propósito fue sin embargo relativamente pequeña, 0.23% del PIB en 1998 y 0.14% del PIB en 1999. Además, la recuperación de los créditos otorgados permitió que la cifra volviera a ser negativa (-0.22% del PIB) en el año 2000. En los años subsiguientes, la utilización de señoreaje a través del sector financiero fue virtualmente nula pese a que en ese rubro se incluye la remuneración que desde 1999 hace el Banco de la República de los encajes obligatorios de los establecimientos de crédito sobre cuentas de ahorro y certificados de depósito.<sup>12</sup>

d. Señoreaje primario usado para el funcionamiento y la acumulación de patrimonio del Banco de la República (SM<sup>BR</sup>)

La porción del señoreaje primario que es utilizada directamente por el Banco de la República para su funcionamiento o para acumular patrimonio (SM<sup>BR</sup>) ha sido muy pequeña y decreciente con posterioridad a 1997. Tal como se aprecia en el Cuadro 1, la cifra correspondiente había alcanzado magnitudes considerables en los años anteriores. Entre las razones para ello se destaca el hecho de que en 1996 y 1997 se incrementaron fuertemente los recursos otorgados en fideicomiso a entidades fiduciarias independientes con el propósito de respaldar el pasivo pensional del Banco de la República. En cualquier caso, resulta importante destacar que gracias a la política de racionalización de gastos y al aumento en los ingresos por comisiones y otros rubros asociados a los servicios que presta el banco, la utilización de señoreaje monetario para gastos netos de funcionamiento o acumulación de patrimonio de la entidad pasaron de un promedio de 0.29% del PIB en el período 1994-1997 a uno de 0.15% del PIB entre 1998 y 2002 y a 0.04% del PIB en 2003.

## VI. INFLACIÓN Y DEUDA PÚBLICA.

De las secciones precedentes resulta claro que la reducción reciente de la inflación en Colombia no conllevó ningún tipo de sacrificio fiscal en términos del monto total del *señoreaje* o de su asignación directa al gobierno. La menor inflación ha sido consistente con un *señoreaje fiscal* mayor del que era típico en el pasado, el cual se ha manifestado no sólo en la entrega de utilidades por parte del Banco de la República al Gobierno Nacional, sino en la compra neta de títulos de deuda pública en el mercado secundario por parte del emisor. Este, sin embargo, no ha sido el único efecto positivo de la reducción de la inflación sobre las finanzas públicas. El propósito de esta sección es ilustrar un efecto positivo adicional, vinculado con el impacto de la menor inflación sobre las tasas nominales de interés implícitas en la deuda pública. Al bajar la inflación, las tasas de interés nominales se reducen y ello aminora los pagos de intereses del gobierno sobre su deuda en moneda nacional. Esto a su vez

---

<sup>12</sup> Desde finales de 1998 el Banco de la República remunera los encajes obligatorios correspondientes a certificados de depósito y cuentas de ahorro. De esa manera reconoce parcialmente la pérdida de poder adquisitivo de las reservas bancarias correspondientes. El gasto del Banco de la República por este concepto se ha reducido a medida que bajan las metas de inflación. Llegó a ser \$178 mil millones en 1999 y bajó a \$87 mil millones en 2003. Sobre la racionalidad de esta medida ver Hernández y Tolosa, 2001, p.35.

reduce las necesidades de financiamiento del gobierno y contrae el déficit fiscal.

Lo anterior no necesariamente significa que el comportamiento de la inflación afecte la evolución del valor real de la deuda pública. Esa evolución puede ser explicada por el comportamiento de cinco variables fundamentales: (i) el llamado *déficit primario*, que consiste en la diferencia entre los ingresos corrientes del gobierno y los gastos diferentes a intereses, (ii) la tasa de inflación internacional, (iii) la tasa de interés real en moneda extranjera aplicable sobre la deuda externa, (iv) la tasa de cambio real y (v) la tasa de interés real en pesos implícita en la deuda pública interna. En el corto plazo es posible que variaciones inesperadas en la tasa de inflación doméstica tengan un impacto temporal sobre algunas de estas variables y, en particular, sobre el déficit primario, la tasa de cambio real y la tasa de interés real interna. En el mediano y largo plazo, sin embargo, esos efectos tienden a desaparecer, lo cual implica que el valor real de la deuda pública no se afecta por los cambios en la tasa de inflación.

En el caso del déficit primario, la larga historia de tasas de inflación relativamente altas que tiene Colombia hace que el grado de indexación de los ingresos y los gastos con respecto a los precios sea muy alto y que el valor real de esas variables no se altere de manera significativa con cambios en la tasa de inflación. Por su parte, puede suponerse que el impacto de la inflación sobre la tasa de cambio real es virtualmente inexistente en Colombia, al menos desde que se tiene un régimen de libre flotación de la tasa de cambio nominal. Finalmente, el efecto de cambios inesperados en la inflación sobre la tasa de interés real puede ser importante en el corto plazo en la medida en que una parte significativa de la deuda se encuentra contratada a tasas nominales fijas. Sin embargo, ese efecto tiende a diluirse en pocos años, al menos por tres razones: (i) una parte no despreciable de la deuda se encuentra directamente atada al comportamiento de los precios (o de la UVR); (ii) las necesidades anuales de financiamiento fresco del gobierno son muy grandes debido a los altos desbalances fiscales, y (iii) la duración promedio de la deuda interna contratada a tasa fija en pesos es relativamente corta (1.89 años en la actualidad).

Puede decirse, por lo tanto, que el hecho de que Colombia tenga actualmente una tasa de inflación muy inferior a la que tenía hacia mediados de la década pasada no afecta de manera importante las variables que determinan la evolución de los saldos reales de la deuda pública. A pesar de ello, la reducción en la inflación sí influye de manera notable sobre los niveles nominales de la tasa de interés implícita en esa deuda. Por esa vía, tal como se muestra formalmente en el Anexo 2, la menor inflación permite reducir la magnitud real de las necesidades anuales de financiamiento del gobierno (en pesos constantes) y contribuye al ajuste en el valor real del déficit fiscal.

El Cuadro 2 permite ilustrar el punto anterior mediante una comparación de las cifras fiscales correspondientes a 1997 con las del año 2003. Entre esos dos años, la tasa de inflación promedio se redujo en 11.2 puntos porcentuales, al pasar de 17.7% a 6.5%. La tasa de interés real implícita en la deuda interna

subió ligeramente, de 4.0% en 1997 a 4.3% en 2003, aumento que, de acuerdo con lo argumentado anteriormente, difícilmente podría explicarse por la reducción en la inflación observada entre uno y otro año. Suponiendo adicionalmente que el comportamiento del déficit primario y del pago de intereses sobre la deuda externa respondieron a factores diferentes a la tasa de inflación, el Cuadro 2 discrimina el impacto que tuvo la caída en la tasa de inflación sobre el pago de intereses y sobre el déficit fiscal. Ese impacto representó, por sí sólo, una reducción en el déficit fiscal equivalente a 2.8% del PIB.

Si la tasa de interés aplicable en 2003 hubiera sido la vigente en 1997, el aumento en el valor real de la deuda interna del gobierno nacional (de 7% del PIB en 1997 a 25% del PIB en 2003) habría implicado un aumento en el pago de intereses equivalente a 4% del PIB. Ese aumento habría sido aún mayor (en 0.1% del PIB) como consecuencia del pequeño aumento en la tasa de interés real entre los dos años. La reducción en la inflación fue la que permitió compensar en alto grado estos impactos al permitir que el aumento en el pago de intereses sobre la deuda interna del gobierno fuera “solamente” de 1.2% del PIB.

**Cuadro No. 2**  
**VARIACIONES EN EL DÉFICIT DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL, 1997-2003<sup>a</sup>**

CONCEPTO	1997	2003	VARIACION
<b>A. DÉFICIT FISCAL COMO % DEL PIB (<math>def_t</math>)</b>	-4,34	-5,22	-0,88
<b>B. DÉFICIT PRIMARIO COMO % DEL PIB (<math>defprim_t</math>)</b>	-2,30	-0,53	1,78
1.Utilidades transferidas por el Banco de la República	0,08	0,67	0,58
2.Déficit primario excl. Utilidades del B. de la República	-2,39	-1,19	1,19
<b>C. INTERESES SOBRE DEUDA EXTERNA COMO % DEL PIB</b>	-0,54	-1,96	-1,42
<b>D. INTERESES SOBRE DEUDA INTERNA COMO % DEL PIB<sup>b</sup></b>	-1,51	-2,73	-1,23
<b>FACTORES QUE AFECTAN LOS INTERESES SOBRE LA DEUDA INTERNA COMO % DEL PIB</b>			
a.Saldo deuda interna como % del PIB <sup>c</sup> ( $d_t$ )	6,95	25,23	18,27
b.Tasa de interés nominal implícita ( $i_t$ )	21,7%	10,8%	-10,8%
c.Tasa de inflación ( $\pi_t$ )	17,7%	6,5%	-11,2%
d.Tasa de interés real implícita ( $r_t = i_t - \pi_t$ )	4,0%	4,3%	0,4%
<b>DESCOMPOSICIÓN DEL CAMBIO EN EL PAGO DE INTERESES SOBRE LA DEUDA INTERNA COMO % DEL PIB<sup>d</sup></b>			
1.Efecto de cambio en la deuda ( $\Delta d_t \cdot i_{t-1}$ )			3,96
2.Efecto de cambio en tasa de interés real ( $\Delta r_t \cdot d_t$ )			0,10
3.Efecto de cambio en tasa de inflación ( $\Delta \pi_t \cdot d_t$ )			-2,83

Fuente: SGEE - BR, CONFIS y cálculos del autor.

a/. El concepto de déficit fiscal utilizado incluye las utilidades del BR como fuente de financiamiento.

b/. Incluye rendimientos de los Títulos, ganancia o pérdida en la colocación de TES e indexaciones de la deuda en UVR

c/. Saldo promedio entre inicio del período y mitad del año

d/. Siendo pago de intereses internos =  $d_t \cdot (r_t + \pi_t)$ , la variación en ese pago se descompone en la forma descrita en el cuadro.

De acuerdo con las cifras oficiales, el déficit del gobierno nacional en 2003 fue de 5.2% del PIB. Si no se hubiera presentado la reducción de la inflación que se observó entre 1997 y 2003, esa cifra habría sido de 8.1% del PIB. Cabe anotar que este efecto positivo del comportamiento de la inflación sobre el balance del gobierno nacional (de 2.8% del PIB) es adicional al impacto de las mayores utilidades repartidas por el Banco de la República en el último año (0.6% del PIB, frente a 0.1% del PIB en 1997), el cual también contribuyó a mitigar el deterioro en las finanzas públicas de la Nación, en concordancia con el aumento en los niveles de señoreaje fiscal analizado en la sección V de este trabajo.

## VII. CONCLUSIONES

Los cálculos realizados en este trabajo permiten concluir que el costo fiscal que muchos analistas pronosticaban hace pocos años como consecuencia de la reducción de la inflación en Colombia simplemente no se presentó. Por el contrario, la reducción de la inflación que tuvo lugar entre 1997 y 2003 coincidió con mayores recursos de *señoreaje fiscal* otorgados por el Banco de la República al Gobierno Nacional, tanto en la forma de utilidades distribuidas como a través de compra neta de títulos de deuda pública en el mercado secundario.

En adición a lo anterior, al implicar una caída en las tasas nominales de interés, la reducción de la inflación permitió reducir de manera notable las necesidades de financiamiento del gobierno y la magnitud del déficit fiscal, en pesos constantes y como porcentaje del PIB. En ausencia del proceso de reducción de la inflación que ha tenido lugar en estos años, por lo tanto, el deterioro de las cuentas públicas habría sido aún mayor que el observado.

El aumento en el *señoreaje fiscal* que se dio en el período reciente es particularmente destacable cuando se tiene en cuenta la drástica contracción en los encajes requeridos al sector financiero colombiano que tuvo lugar desde mediados de la década de los noventa, la cual implicó que esa fuente de señoreaje se redujera de manera significativa.

El análisis presentado en este artículo permite destacar además las implicaciones fiscales de los dilemas que necesariamente se enfrentan a diario en la política monetaria. En particular, es claro que la compra de divisas por parte del banco central para acumulación de reservas internacionales constituye un uso particular del *señoreaje* generado por el emisor. Por lo tanto, las autoridades y la opinión pública deben ser conscientes de que esa compra de reservas reduce el *señoreaje fiscal*, esto es, la capacidad del banco central de distribuir utilidades al gobierno y hacer compras netas de títulos de deuda pública que contribuyan a su financiamiento.

## ANEXO 1 DESCOMPOSICIÓN DEL SEÑOREAJE MONETARIO Y VÍNCULO CON EL SEÑOREAJE FISCAL

Utilizando los balances y los estados de resultados financieros del Banco de la República, en este anexo se muestra una descomposición de los cambios en la base monetaria que se presentan en cada año entre aquellos que van a financiar al gobierno, los que financian la compra de reservas internacionales, los que van al sector financiero, los que responden a operaciones de mercado abierto y aquellos que financian el funcionamiento del propio Banco de la República. A partir de esa descomposición se deriva el vínculo que existe entre el señoreaje monetario y el señoreaje fiscal, tal como estos conceptos son definidos en el texto principal del artículo.

A partir del balance del Banco de la República se puede descomponer la variación de la base monetaria de la siguiente forma:

$$\Delta B_t = \Delta RI_t + \Delta OMA_s_t + \Delta CNG_t + \Delta CNSF_t + \Delta OAyP_t - \Delta PATRIM_t \quad (1)$$

donde  $X_t$  denota el saldo de la variable al final del período  $t$  y  $\Delta X_t$  denota la variación en ese saldo a lo largo del período  $t$  ( $\Delta X_t = X_t - X_{t-1}$ ). Adicionalmente,

- $B_t$  = Base monetaria,
- $RI_t$  = Reservas internacionales netas, valoradas en pesos,
- $OMAs_t$  = Saldo neto (activo – pasivo) de repos y otras operaciones de mercado abierto.
- $CNG_t$  = Saldo de crédito neto al sector público, incluidas las inversiones en títulos de deuda pública,
- $CNSF_t$  = Saldo de crédito neto al sector financiero,
- $OAyP_t$  = Saldo neto de otros activos y pasivos del Banco de la República, y
- $PATRIM_t$  = Patrimonio del Banco de la República.

La variación en el valor en pesos de las reservas internacionales incluida en la expresión (1) puede ser descompuesta de la siguiente forma:

$$\Delta RI_t = CNRI_t^* \cdot Tc_t + rRI_t^* \cdot Tc_t + \Delta AjCaRI_t \quad (2)$$

donde :

- $CNRI_t^*$  = Compra neta de divisas durante el período  $t$ , expresada en dólares,
- $Tc_t$  = Tasa de cambio promedio del período  $t$ ,
- $rRI_t^*$  = Rentabilidad obtenida por la inversión de reservas internacionales durante el período  $t$ , expresada en dólares,

$AjCaRI_t$  = Saldo de la cuenta patrimonial de revalorización de las reservas internacionales por efecto de la variación en la tasa de cambio del peso frente al dólar al final del período t.

Teniendo en cuenta que de acuerdo con la legislación colombiana, la revalorización de las reservas por efecto de la variación en la tasa de cambio ( $\Delta AjCamRI_t$ ) no pasa por el estado de resultados sino se refleja directamente en el patrimonio del Banco de la República, tenemos que:

$$\Delta PATRIM_t = \Delta UT_t + \Delta AjCaRI_t + \Delta ORES_t$$

donde:

$UT_t$  = Utilidades o pérdidas generadas por el Banco de la República y no distribuidas durante el período t,

$ORES_t$  = Saldo de la cuenta de otras reservas patrimoniales, diferentes a la de ajuste cambiario y a las utilidades del ejercicio no distribuidas, al final del período t,

Mediante un artificio algebraico, la ecuación anterior se puede re-escribir como:

$$\Delta PATRIM_t = UT_t + \Delta AjCaRI_t + \Delta ORES_t - (UT_{t-1} - UT_{distr_t}) - UT_{distr_t} \quad (3)$$

donde:

$UT_{distr_t}$  = Utilidades distribuidas al (o pérdidas restituidas por el) Gobierno durante el período t.

Por otra parte, las utilidades generadas por el Banco de la República durante el período t ( $UT_t$ ) pueden descomponerse utilizando el estado de resultados de la siguiente manera:

$$UT_t = + rRI_t^* \cdot TC_t + rCNG_t + rOMAs_t + rCNSF_t - DifCamb_t - Func_t \quad (4)$$

donde:

$rCNG_t$  = Ingresos netos del Banco de la República por intereses recibidos del sector público (incluidos los intereses sobre inversiones en títulos de deuda pública), durante el período t,

$rOMAs_t$  = Ingresos netos por intereses (devengados – pagados) por parte del Banco de la República durante el período t, correspondientes a operaciones monetarias,

$rCNSF_t$  = Ingresos netos por intereses (devengados – pagados) por parte del Banco de la República durante el período t correspondientes a crédito neto al sector financiero,

$DifCamb_t$  = Egresos netos por diferencial cambiario sobre pasivos y activos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales, durante el período t, y

$Func_t$  = Gastos netos de funcionamiento del Banco de la República durante el período t.

Reemplazando las ecuaciones (2), (3) y (4) en (1), simplificando y reordenando términos y dividiendo por el índice de precios correspondiente al período t ( $P_t$ ), se obtiene:

$$SMpr_t = SF_t + SM^{RI}_t + SM^{OMAs}_t + SM^{SF}_t + SM^{BR}_t \quad (5)$$

donde, en concordancia con las definiciones y la notación utilizada en el texto principal del artículo:

$$\begin{aligned} SMpr_t &= \text{Señoreaje monetario primario} \\ &= \Delta B_t / P_t, \\ SF_t &= \text{Señoreaje fiscal} \\ &= (UTdistr_t + \Delta CNG_t - rCNG_t) / P_t, \\ SM^{RI}_t &= \text{Porción del señoreaje usado en la compra de reservas internacionales} \\ &= (CNRI^*_t \cdot Tc_t) / P_t, \\ SM^{OMAs}_t &= \text{Porción del señoreaje usado en operaciones monetarias} \\ &= (\Delta OMA_t - rOMA_t) / P_t, \\ SM^{SF}_t &= \text{Porción del señoreaje primario asignado mediante crédito al sector financiero} \\ &= (\Delta CNSF_t - rCNSF_t) / P_t, \\ SM^{BR}_t &= \text{Porción del señoreaje utilizado para funcionamiento y acumulación de patrimonio del Banco de la República} \\ &= (Func_t + UT_{t-1} - UTdistr_t - \Delta ORES_t + DifCamb_t + \Delta OAyP_t) / P_t. \end{aligned}$$

Nótese de la última expresión que la porción del señoreaje utilizada por el Banco de la República se puede descomponer en cuatro elementos: (i) los gastos netos de funcionamiento del Banco de la República; (ii) las utilidades del año t-1 no distribuidas en el año t, netas del aumento en reservas patrimoniales (iii) los egresos netos del Banco de la República por diferencial cambiario sobre pasivos y activos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales; y (iv) el incremento en otros activos (diferentes de reservas internacionales, OMA's y crédito) del Banco de la República, netos del incremento en los pasivos correspondientes. Los elementos (ii), (iii) y (iv), tomados en conjunto, constituyen la porción del señoreaje utilizada para incrementar el patrimonio del Banco de la República.

La descomposición del señoreaje primario descrita en la ecuación (5) se presenta en términos de porcentajes de PIB en el Cuadro 1 del texto principal. Los valores en pesos corrientes se presentan en el Cuadro A.1.1. En el Cuadro A.1.2 se presentan las fuentes básicas de información utilizadas para dicha descomposición, las cuales a su vez se derivan, tal como se explica en las notas correspondientes, del estado de resultados comparativo del Banco de la República (Cuadro A.1.3) y del balance general de la entidad (Cuadro A.1.4).

**Cuadro A.1.1**  
**DISTRIBUCIÓN DEL SEÑOREAJE PRIMARIO**  
(Miles de millones de pesos)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Total Señoreaje Primario (SMpr)</b>	1000,1	1075,2	1248,9	360,3	1659,8	-1364,0	2816,5	970,8	937,5	2456,7	2510,0
<b>I. Señoreaje Fiscal (SF)</b>	76,9	145,6	56,0	-52,8	-255,7	498,8	2344,4	865,4	-57,5	1454,4	2064,5
A. Utdistr	0,0	-127,1	-54,4	189,3	100,0	83,2	1244,4	516,3	1452,8	1225,9	1481,4
B. ΔCNG	113,9	384,0	1,6	-37,9	-203,6	514,4	1430,3	747,8	-1204,2	438,5	934,3
C. rCNG	37,0	111,3	-108,8	204,2	152,1	98,8	330,3	398,7	306,1	210,0	351,2
<b>II. Compra neta de Reservas Internacionales (SM<sup>RI</sup>)</b>	-210,1	-291,5	-441,6	1369,3	-331,5	-2618,3	-1285,5	901,2	1652,8	-439,7	-1121,8
<b>III. Señoreaje usado en operaciones monetarias (SM<sup>OMAs</sup>)</b>	1091,0	684,9	1845,5	-1222,4	2044,3	216,3	1293,8	-745,4	-769,9	1100,0	1396,3
<b>IV. Señoreaje asignado mediante el S. Financiero (SM<sup>SF</sup>)</b>	171,9	229,7	-205,5	-94,7	-230,1	325,1	213,6	-386,9	-133,7	87,4	75,9
<b>V. Señoreaje usado para func. del Bco. República (SM<sup>BR</sup>)</b>	-129,9	306,2	-5,1	360,6	433,0	214,1	250,3	336,6	245,8	254,8	95,2
A. Gastos netos de funcionamiento	55,4	108,3	167,3	228,1	220,5	265,3	245,9	179,1	168,8	240,4	115,1
B. Gasto neto por moneda de tesorería	20,1	2,6	39,6	20,0	-9,5	-128,6	23,5	39,7	39,9	45,1	90,9
C. Diferencia en cambio no incluidas en otros rubros	-11,0	-6,7	-35,2	-3,7	-81,0	-70,4	-104,4	-102,6	-29,6	-200,8	13,0
D. Variación otros activos y pasivos del BR	-195,9	178,3	-90,6	148,6	333,8	180,2	151,4	337,9	484,2	308,9	-80,5
E. Utilidades no distribuidas y netas de cambio en reservas	1,5	23,7	-86,2	-32,4	-30,8	-32,4	-66,1	-117,5	-417,4	-138,9	-43,2

Fuente: Cuadro A.1.2, de acuerdo con los siguientes vínculos:

SMpr	=	A.I
SF	=	C.I + A.IV - B.III
SM <sup>RI</sup>	=	A.II - A.VII.a - B.II
SM <sup>OMAs</sup>	=	A.III - B.IV
SM <sup>SF</sup>	=	A.V - B.V
SM <sup>BR</sup>	=	A.VI - A.VII.b - B.VI - B.VII.b + B.It-1 - C.I
A	=	-B.VII.b
B	=	A.VI.a - B.VI
C	=	-B.VII.a
D	=	A.VI.b
E	=	B.It-1 - C.I - A.VII.b

**Cuadro A.1.2**

**PRESENTACIÓN ANALÍTICA DE LOS BALANCES Y ESTADOS DE RESULTADOS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**

**A. FUENTES DE VARIACIÓN DE LA BASE MONETARIA SEGÚN FUENTES 1993 - 2003**

(Miles de millones de pesos)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
I Variación Base Monetaria	1000,1	1075,2	1248,9	360,3	1659,8	-1364,0	2816,5	970,8	937,5	2456,7	2510,0
II Variación Reservas Internales netas	663,8	281,0	1573,2	1724,5	2780,2	490,9	1960,5	4518,8	3826,4	7003,4	127,4
III Variación Operación Monetaria	441,0	176,6	1526,4	-1338,8	1684,0	540,2	1470,0	-662,0	-722,6	1128,8	1492,1
IV Variación Crédito neto s. público e invers. en deuda pública	113,9	384,0	1,6	-37,9	-203,6	514,4	1430,3	747,8	-1204,2	438,5	934,3
V Variación Crédito neto s. financiero	134,7	242,4	-125,0	-34,9	-170,5	385,8	190,3	-427,8	-201,6	-16,8	-24,9
VI Variación Otros Activos y Pasivos	-170,2	262,7	-37,6	171,1	418,7	179,9	153,7	362,7	497,6	301,0	-57,9
VI.a Variación Moneda de tesorería	25,7	84,4	53,0	22,5	84,9	-0,3	2,3	24,8	13,5	-7,9	22,7
VI.b Variación Resto	-195,9	178,3	-90,6	148,6	333,8	180,2	151,4	337,9	484,2	308,9	-80,5
VII Variación Patrimonio	183,2	271,6	1689,7	123,7	2849,0	3475,2	2388,4	3568,6	1258,1	6398,1	-39,1
VII.a Var. CEC y Aj Cambiario	540,7	222,6	1254,7	142,9	2854,1	2029,4	3058,9	2531,5	1069,6	5413,8	-48,3
VII.b Var. Patrimonio excl. Utilidades, CEC y Aj. cambiario	-45,1	-252,6	86,3	137,3	68,7	13,3	318,2	109,0	400,5	136,8	633,0
VII.c Var. Utilidades/Pérdidas sin repartir	-312,4	301,6	348,7	-156,5	-73,8	1432,5	-988,7	928,1	-212,1	847,4	-623,9

**B. ESTADO DE RESULTADOS COMPARATIVO**

(Miles de millones de pesos)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
I Utilidades o Pérdidas del ejercicio	-43,6	-356,0	-54,3	294,2	137,9	64,1	1496,5	507,8	1435,9	1223,9	2071,3	1447,4
II Rendimientos netos Reservas Internacionales		333,2	349,9	760,1	212,3	257,6	1079,8	187,1	1086,1	1104,0	2029,2	1297,5
III Intereses netos recibidos del Gobierno		37,0	111,3	-108,8	204,2	152,1	98,8	330,3	398,7	306,1	210,0	351,2
IV Intereses netos recibidos por OMAS		-650,0	-508,3	-319,1	-116,4	-360,3	323,9	176,2	83,4	47,3	28,8	95,8
V Intereses netos por crédito al s. financiero		-37,2	12,7	80,5	59,8	59,6	60,7	-23,3	-40,9	-67,9	-104,2	-100,8
VI Ingreso neto por moneda de tesorería		5,6	81,8	13,4	2,5	94,4	128,3	-21,2	-14,9	-26,4	-53,0	-68,2
VII Otros ingresos (+) o egresos (-)		-44,4	-101,6	-132,1	-224,4	-139,5	-194,9	-141,5	-76,5	-139,2	-39,6	-128,1
VII.a Dif. en cambio por Org. Internales y otros		11,0	6,7	35,2	3,7	81,0	70,4	104,4	102,6	29,6	200,8	-13,0
VII.b Resto		-55,4	-108,3	-167,3	-228,1	-220,5	-265,3	-245,9	-179,1	-168,8	-240,4	-115,1

**C. Utilidades (+) o Pérdidas (-) Transferidas al Gobierno**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
I En miles de millones de pesos	0,0	-127,1	-54,4	189,3	100,0	83,2	1244,4	516,3	1452,8	1225,9	1481,4

Fuentes:

Panel A: Variaciones en las cifras del balance del Banco de la República (Cuadro A.1.1.3), de acuerdo con las siguientes equivalencias:

I = B2

II = A1 - B1

III = A5a - B8

IV = A3 + A4a - B3- B4 - B5

V = A4b + A4c + A4d + A4e + A4g + A5b - B7

VI = A2 + A4f + A6 + A7 - B6 - B9 - B10, para 1992 se deducen de los pasivos que pasan en la contabilidad posterior al patrimonio (\$438,4 + \$228,3 miles de millones).

VI.a = B2b, corresponde a un activo ficticio para compensar la inclusión de la moneda de tesorería (que no es pasivo del BR) en la base monetaria.

VI.b = VI - VI.a

VII = VII.a + VII.b + VII.c

VII.a = B13a + B13b, para 1992 se adicionan \$438,4 miles de millones correspondientes a "ajuste cambiario" cuando este se contabilizaba como pasivo.

VII.b = B11 + B12 + B13c + B14 + B15 + B16.a, para 1992 se adicionan \$228,3 miles de millones que aparecen contabilizados como "otros pasivos" y corresponden a reserva.

VII.c = B16.b

Panel B: Estado de Resultados del Banco de la República (Cuadro A.1.4) de acuerdo con las siguientes equivalencias:

I = P

II = A1 - H8

III = A2 + A4 + A5 - H5b + T

IV = A6 + E - H1 - H2 - H3 - H4 - H6 + S

V = A3 + A7 + A8 - H5a - H7 + R

VI = D - K

VII = B + F + G + Q + U - I - L - M - N - O

VII.a = Q + U

VII.b = B + F + G - I - L - M - N - O

**Cuadro A.1.3**  
**BALANCE GENERAL BANCO DE LA REPUBLICA 1992 - 2003**  
(miles de millones de pesos)

	DIC. 1992	DIC. 1993	DIC. 1994	DIC. 1995	DIC. 1996	DIC. 1997	DIC. 1998	DIC. 1999	DIC. 2000	DIC. 2001	DIC. 2002	DIC. 2003 (1)
<b>Activos</b>	<b>8021,8</b>	<b>8802,9</b>	<b>9298,2</b>	<b>11084,4</b>	<b>12797,6</b>	<b>16159,5</b>	<b>18117,6</b>	<b>24529,5</b>	<b>29149,2</b>	<b>31874,5</b>	<b>40685,4</b>	<b>43707,7</b>
A1 Reservas Internacionales brutas	5703,0	6378,0	6720,4	8341,2	9978,4	12752,7	13206,8	15170,5	19689,3	23634,5	30525,0	30658,4
A2 Aportes en organismos internacionales	833,9	912,3	930,6	1048,4	1032,5	1059,4	967,2	2059,6	2268,6	2482,3	2680,5	3253,9
A3 Inversiones	711,6	672,2	671,6	628,8	716,1	564,7	942,8	2395,5	3248,7	2056,0	2371,9	3205,2
A3a Sector público Deuda Consolidada	711,6	672,2	671,6	553,6	716,1	564,7	453,8	390,0	366,4	240,3	162,6	81,4
A3b Sector público Regulación Monetaria			0,0		0,0	0,0	489,0	2005,5	2398,0	1730,2	2154,6	3061,0
A3c Bonos Capitalización Banca Pública y otros			0,0	75,2	0,0	0,0	0,0		484,3	85,4	54,7	62,8
A4 Cartera de créditos	407,0	411,5	403,4	379,8	331,7	176,3	455,2	379,8	323,9	141,7	130,2	85,1
A4a Sector público Gobierno Nacional	4,4	4,7	5,0	5,3	5,0	4,7	4,7	4,0	3,7	3,4	3,1	2,8
A4b Bancos	107,8	109,4	113,6	110,1	88,3	42,6	31,4	24,8	6,0	3,5	1,8	79,2
A4c Corporaciones financieras	207,9	189,7	191,6	213,6	190,1	92,4	76,4	66,0	154,1	132,9	127,6	5,1
A4d Corporaciones de ahorro y vivienda		26,6	39,5	0,0	0,0	0,0	308,8	284,9	160,1	0,0	0,0	0,0
A4e Resto del sistema financiero	77,4	72,0	53,7	50,8	48,3	36,6	33,9	0,1				
A4f Otros créditos	9,6	9,1		0,0					0,0	14,5	0,9	
A4g Provisión										-12,6	-3,2	-2,0
A5 Pactos de reventa- Apoyos transitorios de liquidez				232,4	0,0	530,5	1140,1	2892,3	1729,0	1111,4	2212,0	3597,9
A5a Operaciones Repo				232,4		530,5	1012,8	2480,7	1700,0	1111,4	2212,0	3597,9
A5b Apoyos transitorios de liquidez							127,3	411,6	29,0			0,0
A6 Cuentas por cobrar			106,5	75,0	92,7	109,6	34,5	55,8	64,3	94,3	110,0	104,4
A7 Otros activos netos	366,3	428,9	465,7	378,8	646,2	966,3	1370,9	1576,0	1825,5	2354,3	2655,8	2802,8
<b>Pasivo y patrimonio</b>	<b>8021,8</b>	<b>8802,9</b>	<b>9298,2</b>	<b>11084,4</b>	<b>12797,6</b>	<b>16159,5</b>	<b>18117,6</b>	<b>24529,5</b>	<b>29149,2</b>	<b>31874,5</b>	<b>40685,4</b>	<b>43707,7</b>
<b>Pasivo</b>	<b>7910,0</b>	<b>7841,2</b>	<b>8065,0</b>	<b>8161,5</b>	<b>9751,0</b>	<b>10263,9</b>	<b>8746,8</b>	<b>12770,4</b>	<b>13821,5</b>	<b>15288,6</b>	<b>17701,5</b>	<b>20762,8</b>
B1 Pasivos M/E que afectan reservas internac.	10,9	22,1	83,5	131,1	43,8	37,9	1,1	4,3	4,3	123,0	10,2	16,2
B2 Base monetaria	2942,8	3942,9	5018,1	6267,0	6627,3	8287,1	6923,1	9739,6	10710,4	11647,9	14104,6	16614,6
B2a Billetes en circulación	1584,2	1968,6	2569,2	3276,2	3887,8	5046,1	5623,0	7457,6	8698,6	9990,8	12013,0	14398,3
B2b Moneda de tesorería	46,9	72,6	157,0	210,0	232,5	317,4	317,1	319,4	344,2	357,7	349,7	372,4
B2c Depósitos para encaje bancos	1272,9	1858,9	2210,0	2048,8	1589,7	2166,9	880,5	1648,7	1362,8	1118,5	1622,3	1694,3
B2d Depósitos en Cta. Cte. resto sec. Financiero	38,7	42,8	81,9	732,0	917,3	756,7	102,5	313,9	304,9	180,9	119,6	149,6
B3 Otros depósitos	492,7	511,3	128,6	117,8	233,2	220,8	133,7	142,7	77,5	244,5	179,6	72,2
B4 Gobierno Nacional-Dirección del Tesoro Nacional	237,0	60,5	79,4	46,1	55,6	119,9	70,7	83,4	253,7	97,9	39,8	46,0
B5 Pasivos resto del sector público	15,6	20,5										
B6 Obligac. organismos internacionales	804,6	896,1	888,5	973,9	942,7	877,9	759,9	1779,9	1853,8	1980,2	2060,9	2643,5
B7 Pasivos por líneas externas	446,5	316,4	74,7	175,8	162,9	178,3	198,7	218,0	207,6	183,9	203,1	184,1
B8 Títulos de Regulación Monetaria y Cambiaria	2166,1	1725,1	1548,5	254,5	1360,9	207,4	149,5	147,4	28,7	162,7	134,6	28,4
B8a Títulos de participación	943,8	1371,4	994,0	216,1	1263,0	53,8						
B8b Repos de Contracción			0,0	0,0	0,0		25,8	46,1	20,9	161,8	134,0	28,0
B8c Certificados de cambio	1222,3	353,7	71,3	1,1	0,8	0,5	0,5	0,7	0,8	0,0	0,0	0,0
B8d Tít. en div. por Financiaciones y Dep. Res. 5/97 J.D				0,0		151,0	120,0	100,6	6,9	0,8	0,5	0,4
B8e Títulos a favor de las CAV			431,4									
B8f Otros			51,8	37,3	97,1	2,1	3,2	0,0	0,1	0,1	0,1	
B9 Cuentas por pagar	7,0	252,0	135,1	67,6	20,3	40,8	31,7	38,7	31,4	40,9	37,1	42,6
B10 Otros pasivos a/b/	786,8	94,3	108,6	127,7	304,3	293,8	478,3	616,4	654,1	807,6	931,5	1115,2
<b>Patrimonio total</b>	<b>111,7</b>	<b>961,7</b>	<b>1233,2</b>	<b>2922,9</b>	<b>3046,6</b>	<b>5895,6</b>	<b>9370,8</b>	<b>11759,1</b>	<b>15327,7</b>	<b>16585,9</b>	<b>22984,0</b>	<b>22944,9</b>
B11 Capital	0,2	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
B12 Reservas/a/	40,8	272,5	0,0	0,0	100,7	136,4	114,4	360,1	345,9	321,2	311,6	893,2
B13 Superávit patrimonial		979,1	1201,7	2456,4	2604,2	5460,2	7492,4	10557,7	13094,6	14172,1	19593,3	19553,4
B13a Liquidación CECb/		453,5	453,5	453,5	453,5	453,5	453,5	453,5	453,5	453,5	453,5	453,5
B13b Ajuste cambiario		525,6	748,2	2002,9	2145,8	4999,9	7029,3	10088,2	12619,7	13689,3	19103,2	19054,9
B13c Otros			0,0	0,0	4,9	6,8	9,6	16,0	21,4	29,3	36,7	45,0
B14 Valorizaciones de bienes (arte, cultura e inmuebles)	95,5	96,9	130,3	159,5	191,2	222,3	254,8	320,9	438,7	856,1	995,0	1038,2
B15 Revalorización del patrimonio	12,0					0,0						
B16 Resultados	-36,8	-399,6	-111,5	294,3	137,8	64,0	1496,5	507,8	1435,9	1223,8	2071,3	1447,4
B16a Utilidades y/o pérdidas anteriores	6,8	-43,6	-57,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
B16b Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	-43,6	-356,0	-54,4	294,3	137,8	64,0	1496,5	507,8	1435,9	1223,8	2071,3	1447,4

Fuente: Informes al Congreso

(1) Datos provisionales

**Cuadro A.1.4**  
**ESTADO DE RESULTADOS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**  
(Miles de Millones de pesos)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (2)
<b>I. Ingresos Totales</b>	559,0	731,5	924,0	608,6	969,4	2105,7	1219,6	2090,8	1857,5	2812,2	2031,7
1. Ingresos operacionales	504,9	700,0	904,3	561,9	873,3	2097,2	1200,8	2055,8	1839,6	2794,5	1990,6
A Intereses y rendimientos	436,0	536,6	725,0	475,8	455,4	1428,3	878,0	1733,9	1602,4	2397,0	1802,9
A1 Reservas internacionales	333,2	349,9	760,1	212,3	257,6	1079,8	187,1	1086,1	1104,0	2029,2	1326,9
A2 Gobierno Nacional	37,0	111,3	53,6	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
A3 Líneas externas	37,7	46,4	60,7	51,9	40,0	23,7	14,1	21,7	12,3	7,5	4,5
A4 Valoración de TES			-162,4	204,0	152,0	98,7	356,1	359,7	342,2	301,7	356,6
A5 Valoración Bonos Capit. Banca pública								48,2	39,6	2,1	
A6 Operaciones Repo					4,9	127,9	142,4	132,3	65,6	48,1	105,6
A7 Apoyos transitorios de liquidez						62,8	59,1	15,0	0,4		
A8 Otros	28,1	29,1	12,9	7,5	0,7	35,4	119,1	70,8	38,2	8,3	9,2
B Comisiones	30,6	33,9	34,4	29,5	35,7	47,8	58,2	77,3	96,2	117,7	121,9
B1 Servicios bancarios y negocios fiduciarios	14,1	18,3	28,7	26,2	31,5	40,2	50,2	65,4	85,8	97,7	91,0
B2 Manejo de divisas	13,5	5,4	2,5	2,4	3,9	7,3	7,5	11,0	10,3	13,5	27,4
B3 Otros	3,0	10,2	3,2	0,9	0,4	0,2	0,5	0,9	0,1	6,4	3,5
C Diferencias en cambio	27,9	16,4	99,9	22,2	187,9	110,4	164,5	170,0	56,8	259,9	22,3
D Moneda emitida y metales preciosos	8,3	111,8	38,6	28,9	122,2	177,1	7,4	2,8	0,8	1,5	21,3
E Redención anticipada de títulos					71,6	227,1	73,2	22,5			
F Otros	2,2	1,4	6,4	5,5	0,5	106,5	19,4	49,3	83,5	18,4	22,2
G 2. Ingresos no operacionales	54,1	31,4	19,7	46,7	96,1	8,5	18,8	35,0	17,8	17,7	41,1
<b>II. Egresos Totales</b>	915,0	785,8	629,8	470,7	905,4	609,2	711,9	654,9	633,6	740,9	584,3
1. Egresos operacionales	914,7	760,7	629,1	470,0	903,1	608,7	706,8	642,2	610,1	735,4	576,5
H Intereses y rendimientos	481,7	463,4	304,3	126,2	424,8	56,2	243,7	219,1	208,7	152,8	152,3
H1 Títulos de participación	378,9	370,6	280,1	113,1	413,3	19,2					
H2 Títulos canjeables	8,8	5,4	3,4	1,3	0,6						
H3 Títulos CAV	55,9	65,8	12,6								
H4 Certificados de cambio	1,3										
H5 Cuentas de depósito		0,2				25,8	194,9	125,5	180,4	123,9	104,0
H5a Sector financiero (remuneración encajes)		0,2				25,8	177,9	123,7	109,6	83,8	86,7
H5b Dirección del Tesoro Nacional							17,0	1,8	70,8	40,3	17,3
H6 Venta transitoria de títulos						0,0	32,5	71,4	18,3	19,3	9,8
H7 Líneas externas	36,8	21,4	8,2	11,8	10,9	11,2	16,3	22,2	9,9	9,6	9,1
H8 Gastos en la administración de reservas intern.											29,4
I Comisiones y honorarios	1,4	2,2	1,0	0,2	0,1	4,6	20,1	17,8	16,6	13,1	3,0
J Diferencias en cambio	288,2	117,4	72,6	8,3	100,0	76,1	97,3	77,4	31,4	139,3	42,2
K Costo de emisión especies monetarias	2,7	30,0	25,2	26,4	27,8	48,8	28,6	17,7	27,2	54,6	89,5
L Gastos de personal	57,8	61,1	90,1	109,7	120,0	124,5	142,5	150,6	152,8	161,2	156,9
M Pensiones de jubilación	58,5	57,6	98,7	147,6	173,2	120,3	56,5	52,5	62,9	91,0	28,2
N Gastos generales y otros	24,4	29,0	37,2	51,6	57,2	178,2	118,1	107,1	110,5	123,3	104,4
O 2. No operacionales	0,2	25,1	0,8	0,7	2,3	0,5	5,1	12,7	23,5	5,5	7,8
<b>III Utilidades o pérdidas del ejercicio</b> incluida la depreciación	-356,0	-54,3	294,2	137,9	64,1	1496,5	507,8	1435,9	1223,9	2071,3	1447,4

Fuente: Informes al Congreso

(1) Hasta 1992 los ingresos y egresos monetarios, cambiarios y crediticios afectaban la CEC, razón por la cual no se presenta estado de resultados para 1992.

(2) Datos provisionales

**DETALLE DE LAS DIFERENCIAS EN CAMBIO NETAS**  
(Miles de Millones de pesos)

<b>Ingresos netos por diferencias en cambio</b>	-260,3	-101,0	27,3	13,9	87,9	34,3	67,2	92,6	25,3	120,6	-19,9
Q Aportes Organismos internacionales	15,4	6,3	36,0	4,4	81,2	70,3	108,4	107,5	36,6	200,8	-18,8
R Líneas de Crédito Externas	-66,2	-41,2	15,1	12,2	29,8	-24,2	-21,4	-2,5	0,7	-26,6	-18,7
S Títulos de Regulación Monetaria (Certicambios y Canjeables)	-205,1	-66,5	-23,0	-2,0	-22,9	-11,9	-6,9				
T Cuentas de Depósito							-8,9	-7,5	-5,0	-53,6	11,8
U Otros	-4,4	0,4	-0,8	-0,7	-0,2	0,1	-4,0	-4,9	-7,0	0,0	5,8

## ANEXO 2 INFLACIÓN, DÉFICIT FISCAL Y VARIACIÓN REAL DE LA DEUDA PÚBLICA

Este anexo deriva el vínculo entre inflación, déficit fiscal y variación real de la deuda pública partiendo de las definiciones estándar de cada una de estas variables.

Si  $D_t$  denota el saldo en pesos corrientes de la deuda pública al final del período  $t$ ,  $D_t^{int}$  es el componente interno de esa deuda,  $D_t^*$  es el saldo en dólares corrientes de la deuda pública externa y  $E_t$  es la tasa de cambio nominal en el período  $t$ , el incremento en el saldo de la deuda total se puede descomponer de la siguiente manera:

$$D_t - D_{t-1} = (D_t^{int} - D_{t-1}^{int}) + (E_t \cdot D_t^* - E_{t-1} \cdot D_{t-1}^*) \quad (1)$$

Teniendo en cuenta la definición tradicional del déficit fiscal ( $DEF_t$ ), su magnitud es igual al flujo neto de recursos de financiamiento requeridos por el gobierno a lo largo del período  $t$ :

$$DEF_t = (D_t^{int} - D_{t-1}^{int}) + E_t \cdot (D_t^* - D_{t-1}^*) \quad (2)$$

Utilizando las ecuaciones (1) y (2) se deduce fácilmente que:

$$D_t - D_{t-1} = DEF_t + \Delta E_t \cdot D_{t-1}^* \quad (3)$$

donde el segundo término al lado derecho de la ecuación refleja el incremento en el valor de la deuda externa inducido por la devaluación nominal de la tasa de cambio.

A partir de la ecuación (3) es posible derivar la siguiente expresión para la variación en el saldo real de la deuda:

$$d_t - d_{t-1} = def_t + d_{t-1}^* \cdot e_{t-1} \cdot [(1 + \hat{e}_t)/(1 + \pi_t^*) - 1] - d_{t-1}^{int} \cdot \pi_t^{aj} \quad (4)$$

donde  $d_t$ ,  $d_t^{int}$  y  $def_t$  son los valores en pesos constantes de la deuda pública total, la deuda interna y el déficit fiscal respectivamente y  $d_t^*$  es el valor en dólares constantes de la deuda externa<sup>13</sup>. Por su parte,  $e_t$  es el índice de la tasa de cambio real ( $e_t = E_t \cdot P_t^* / P_t$ ) y  $\hat{e}_t$  es la variación porcentual en dicho índice. Por su parte,  $\pi_t^*$  es la tasa de inflación internacional y  $\pi_t^{aj}$  es la tasa de inflación doméstica expresada como proporción de los precios en el período  $t$  ( $\pi_t^{aj} = (P_t - P_{t-1}) / P_t$ ). Esto último implica que  $\pi_t^{aj} = \pi_t / (1 + \pi_t)$ , donde  $\pi_t$  denota la tasa de inflación medida de la manera usual ( $\pi_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$ ).

Por otra parte, el valor en pesos corrientes del déficit fiscal durante el período  $t$  está dado por:

<sup>13</sup>  $def_t = DEF_t / P_t$ ;  $d_t = D_t / P_t$ ;  $d_t^{int} = D_t^{int} / P_t$  y  $d_t^* = D_t^* / P_t^*$ , donde  $P_t$  y  $P_t^*$  son los índices de precios interno y externo, respectivamente. Nótese que por simplicidad se consideran unos índices de precios iguales para el promedio (aplicables a los flujos) y para el final (aplicables a los saldos) de cada período  $t$ . Lo mismo se aplica para el caso de la tasa de cambio  $E_t$ .

$$DEF_t = DEFPRIM_t + i_t^* \cdot D_{t-1}^* \cdot E_t + i_t \cdot D_{t-1}^{int} \quad (5)$$

donde:

- DEFPRIM<sub>t</sub> = Déficit primario del gobierno en el período t, medido como el exceso de gastos diferentes a intereses con respecto a los ingresos corrientes, en pesos corrientes,
- $i_t$  = Tasa de interés nominal en pesos implícita en la deuda pública interna, aplicable durante el período t,
- $i_t^*$  = Tasa de interés nominal en dólares implícita en la deuda pública externa, aplicable durante el período t,

Reexpresando la ecuación (5) en términos reales se obtiene que:

$$def_t = defprim_t + i_t^* \cdot d_{t-1}^* \cdot e_t + i_t \cdot d_{t-1}^{int} \quad (6)$$

donde  $defprim_t$  es el valor en pesos constantes del déficit primario.

Definiendo la tasa de interés real interna  $r_t = i_t - \pi_t^{aj}$ , y utilizando las ecuaciones (4) y (6) se obtiene que:

$$def_t = defprim_t + i_t^* \cdot d_{t-1}^* \cdot e_t + d_{t-1}^{int} (r_t + \pi_t^{aj}) \quad (7)$$

y

$$d_t - d_{t-1} = defprim_t + d_{t-1}^* \cdot e_{t-1} \cdot \{(1 + \hat{e}_t) \cdot [1 + i_t^* \cdot (1 + \pi_t^*)] / (1 + \pi_t^*)\} + d_{t-1}^{int} \cdot r_t \quad (8)$$

Las ecuaciones anteriores permiten formalizar los impactos que tiene la inflación doméstica sobre el déficit fiscal y sobre la evolución de la deuda pública en términos reales. En particular, resulta claro de la ecuación (7) que la tasa de inflación doméstica ( $\pi_t$  o lo que es equivalente,  $\pi_t^{aj}$ ) tiene un impacto directo sobre el valor real del déficit fiscal ( $def_t$ ) en la medida en que la deuda interna pública sea positiva. *Ceteris Paribus*, ese impacto corresponde a la derivada parcial:  $\partial def_t / \partial \pi_t^{aj} = d_{t-1}^{int} > 0$ . Una caída en la inflación, por lo tanto, contribuye a reducir la magnitud del déficit fiscal en términos reales.

En adición al impacto directo sobre el valor real del déficit fiscal, una variación en la tasa de inflación doméstica puede tener efectos indirectos, tanto sobre ese déficit ( $def_t$ ) como sobre la evolución de los saldos reales de la deuda pública ( $d_t - d_{t-1}$ ). Esos efectos indirectos se pondrían de manifiesto a través de las otras variables que aparecen al lado izquierdo de las ecuaciones (7) y (8), respectivamente.

Para un país pequeño en el contexto internacional como lo es Colombia, las tasas de interés externas ( $i_t^*$ ) y la inflación internacional ( $\pi_t^*$ ) son independientes de la inflación doméstica. Asimismo, los saldos de deuda del período precedente ( $d_{t-1}^*$  y  $d_{t-1}^{int}$ ) son necesariamente inmunes a cambios en la inflación del período t. Por consiguiente, los canales a través de los cuales la inflación doméstica puede afectar las ecuaciones (7) y (8) son los siguientes:

1. El impacto de la inflación sobre el déficit primario ( $\text{defprim}_t$ ).
2. El impacto de la inflación sobre la tasa de cambio real ( $e_t$ ).
3. El impacto de la inflación sobre la tasa de interés real ( $r_t$ ).

Si la inflación doméstica afecta cualquiera de las tres variables anteriores tendrá un impacto indirecto tanto sobre el valor real del déficit fiscal como sobre la evolución de los saldos reales de la deuda pública. En el mediano y largo plazo, sin embargo, esos efectos deben ser insignificantes.

En efecto, el impacto de la inflación sobre el déficit primario ( $\text{defprim}_t$ ) es muy limitado en un país como Colombia en el cual tanto los gastos no financieros como los ingresos tributarios del gobierno se encuentran fuertemente indexados al comportamiento de los precios.

Por su parte, el impacto de la inflación doméstica sobre la tasa de cambio real ( $e_t$ ) podría ser importante a corto plazo en un país con régimen de tasa de cambio fija pero tanto la teoría como la evidencia empírica sugieren que es inexistente bajo tasas de cambio flotante, como la que tiene actualmente Colombia.

Finalmente, el efecto de cambios en la inflación doméstica sobre la tasa de interés real implícita en la deuda pública ( $r_t$ ) puede ser importante en el corto plazo para una economía como la colombiana en la cual parte importante de la deuda interna se encuentra contratada a tasas de interés nominales fijas. Una reducción inesperada en la inflación puede convertirse en fuente de aumento de los costos reales de esa deuda. Sin embargo, en la medida en que sea necesario refinanciar las amortizaciones, la menor inflación permite reducciones en las tasas de interés nominales. La velocidad a la cual se ajusta la tasa de interés nominal y la tasa real vuelve hacia sus niveles de equilibrio será mayor cuanto menor sea la duración de la deuda pública interna y cuanto mayor sea el financiamiento fresco requerido por parte del gobierno. En el caso colombiano, la duración promedio de la deuda es cercana a los dos años y las necesidades anuales de financiamiento fresco son muy grandes debido a los grandes desbalances que mantiene el gobierno nacional. Adicionalmente, una parte no despreciable de la deuda pública interna está indexada directamente al comportamiento de los precios. Por todo ello, parece razonable suponer que en una reducción permanente en la tasa de inflación como la que se presentó entre 1998 y 1999 debió transmitirse plenamente a menores tasas de interés nominales en el período que ha transcurrido desde entonces. La pequeña diferencia entre la tasa de interés real implícita en la deuda pública en el año 2003 (4.3%) y la que existía en 1997 (4.0%) difícilmente podría ser explicada por la caída en la tasa de inflación entre uno y otro año.

En resumen, puede suponerse que en el mediano y largo plazo los efectos de una reducción en la inflación sobre las variables que determinan la evolución de los saldos reales de la deuda pública (ecuación (8)) son poco significativos. Aún bajo ese supuesto, sin embargo, una reducción en la inflación tiene un impacto directo importante sobre el valor real del déficit fiscal, tal como se deduce de la ecuación (7) y como se ilustra en el Cuadro 2 del texto principal.

## REFERENCIAS

- Bofinger, Peter (2001), *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press.
- Easterly, William (1994), "Colombia: Avoiding Crises through Fiscal Policy", en William Easterly, Carlos Alfredo Rodríguez and Klaus Schmidt-Hebbel, *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*, A World Bank Publication, Oxford University Press.
- Easterly, William, Paolo Mauro and Klaus Schmidt-Hebbel (1995), "Money Demand and Seignorage-Maximizing Inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No. 2, May.
- Friedman, Milton (1971), "Government Revenue from Inflation", *Journal of Political Economy*, July-August.
- López, Martha (2000), "Seignorage and the Welfare Cost of Inflation in Colombia", Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 151.
- Hernández, Antonio (1989), "Señoreaje, Inversiones Forzosas, Tasas de Interés", en *Debates de Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, No. 14, junio, pp. 44-53.
- Hernández, Antonio y José Tolosa (2001), "La Política Monetaria en Colombia en la Segunda Mitad de los Años Noventa", en *Revista del Banco de la República*, No. 880, Vol. LXXIV, febrero.
- Posada, Carlos Esteban (1999), "Señoreaje, Impuesto Inflacionario y Utilidades (Brutas) del Emisor: Definiciones y Medidas del Caso Colombiano Reciente", Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 140.
- Rincón, Hernán, Luz A. Saavedra y Roberto Steiner (1992), "Utilización del Impuesto Inflacionario en Colombia", *Monetaria*, Abril-Junio.
- Salazar, Natalia (1992), "El efecto Tanzi, la sustitución de monedas y la tasa de inflación óptima en Colombia", *ESPE*, No. 22, Banco de la República, diciembre.
- Zuleta, Hernando (1995), "Impuesto Inflacionario y Señoreaje", Banco de la República, *Borradores de Economía*, No 38.