



El emprendimiento
es de todos

Minhacienda



REPORTES DE HACIENDA

Ministerio de Hacienda
y Crédito Público

Dirección General de
Política Macroeconómica
Centro de Estudios Fiscales

2019

No. 30

**Dominancia monetaria en
Colombia: la discusión
sobre el registro fiscal de las
utilidades del Banco de la
República**

- María de los Ángeles Ruiz
- Camila Orbeagoza Daza



El emprendimiento
es de todos

Minhacienda

Reportes de Hacienda, 2019
ISSN 2665-5853 (En línea)

Boletín No. 30
Agosto, 2019

2019, Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Dirección General de Política
Macroeconómica
Centro de Estudios Fiscales Cra8 # 6c-38
Bogotá D.C, Colombia
Tel: 3811700

Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Dirección General de Política Macroeconómica / Carrera 8 No. 6C- 38. Bogotá D.C., Colombia

Correo electrónico: atencioncliente@minhacienda.gov.co / Línea Nacional: 01 8000 910071

Teléfono en Bogotá: (57 1) 381 1700 - (57 1) 602 1270

www.minhacienda.gov.co

Dominancia monetaria en Colombia: la discusión sobre el registro fiscal de las utilidades del Banco de la República

María de los Ángeles Ruiz Quecán*

Camila Orbezo Daza**

Abstract

Este documento presenta la discusión conceptual y metodológica que respalda el reciente cambio en el registro de las utilidades que transfiere el Banco de la República al gobierno en sus cuentas fiscales. En particular, revisa la evidencia empírica relacionada con la transición realizada por Colombia desde la dominancia fiscal hacia la monetaria, a lo largo de las últimas décadas. Discute la pertinencia del ajuste en el registro fiscal, en el marco del fortalecimiento institucional, las buenas prácticas internacionales y las políticas contables adoptadas en el país. Finalmente, evalúa la ciclicidad del ingreso por utilidades del BR respecto al crecimiento económico, y posibles riesgos asociados a la cobertura de pérdidas futuras.

El contenido de esta nota corresponde a la visión y opinión exclusiva de los autores y no del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

*Asesor de la Dirección General de Política Macroeconómica - Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia. Correo: maria.ruiz@minhacienda.gov.co

**Asesor de la Dirección General de Política Macroeconómica - Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia. Correo: maria.orbezo@minhacienda.gov.co

Los autores agradecen las contribuciones realizadas por Sara María Ramírez y Juan Camilo Santaella, asesores de la Dirección General de Política Macroeconómica, de Sandra Marcela Díaz, practicante de la Dirección y por Rafael Villarreal; y los valiosos comentarios de Juan Sebastián Betancur y Jesús Antonio Bejarano.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Dirección General de Política Macroeconómica / Carrera 8 No. 6C- 38. Bogotá D.C., Colombia

Correo electrónico: atencioncliente@minhacienda.gov.co / Línea Nacional: 01 8000 910071

Teléfono en Bogotá: (57 1) 381 1700 - (57 1) 602 1270

www.minhacienda.gov.co



I. Introducción

En Colombia, el Consejo de Política Fiscal (Confis) es el organismo facultado para definir la metodología de medición del balance fiscal del Gobierno, para efectos de garantizar la sostenibilidad de largo plazo de las finanzas públicas, y contribuir a la estabilidad macroeconómica del país¹. Al respecto, es importante tener en cuenta que, en la actualidad, las cifras fiscales del país se estiman a partir de la metodología de operaciones efectivas de caja con ajustes de causación (devengo), usando como base el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas de 1986 (MEFP 1986) del Fondo Monetario Internacional (FMI)².

El MEFP 1986 forma parte de una serie de directrices internacionales sobre metodologías estadísticas del FMI, siendo un marco estadístico macroeconómico especializado en finanzas públicas, que respalda la formulación y evaluación de la política fiscal. En este Manual se encuentran las definiciones, clasificaciones y otros lineamientos para la compilación y divulgación de las finanzas públicas, permitiendo la comparabilidad internacional.

Recientemente, el Confis aprobó la implementación de un cambio metodológico en el registro fiscal de las transferencias por utilidades o pérdidas del Banco de la República (BR) al gobierno central (GNC)³, en línea con lo establecido por el MEFP 1986⁴. Este cambio consiste en dejar de clasificar estas transferencias como una fuente de financiamiento del GNC (por debajo de la línea), para clasificarlas como un ingreso o gasto fiscal (por encima de la línea).

Dado que el cambio adoptado tiene efectos sobre el balance del GNC, es necesario analizar la pertinencia del cambio y sus riesgos. En particular, en este documento se consideran los

¹ Ley 1473 de 2011

² Se tiene previsto armonizar las estadísticas fiscales con el estándar internacional vigente MEFP 2014 en el año 2022, de acuerdo con el compromiso establecido con la OCDE.

³ Sesión 635 de 2019

⁴ Ver párrafo 545 del MEFP 1986



riesgos de que la autoridad monetaria pueda ser influenciada para aumentar las utilidades transferidas al Gobierno, es decir, el riesgo de retomar un régimen de dominancia fiscal; y los riesgos fiscales por pérdidas del BR en los gastos del Gobierno.

Este documento contiene, además de esta introducción, una segunda sección que presenta una revisión de literatura sobre la interacción entre la política monetaria y fiscal, los incentivos del gobierno para influir sobre la financiación de los gastos del gobierno con política monetaria, y una síntesis de la evidencia al respecto para Colombia. La tercera sección presenta en mayor detalle la evolución histórica del registro fiscal de las utilidades del BR, su relación con el riesgo de dominancia fiscal y evalúa la ciclicidad del ingreso por utilidades del BR respecto a posibles riesgos asociados a la cobertura de pérdidas futuras. Por último, se presentan las conclusiones.

2. Desde la dominancia fiscal hacia la monetaria: Evidencia para Colombia

Desde la aparición del dinero en la sociedad moderna y el auge del comercio mundial, inició un proceso de desarrollo y expansión de las casas bancarias y financieras. Hacia finales del siglo XVIII, los fisiócratas reformularon y exaltaron el papel del dinero en la economía, fundando las bases para lo que hoy conocemos como la economía monetaria. En efecto, el fenómeno monetario evolucionó hasta la desaparición del respaldo de los metales preciosos en el siglo XX y el surgimiento del dinero fiduciario, o papel moneda, eliminando las distorsiones ocasionadas por la oferta de este tipo de bienes (Bernal, 2015).

De esta forma, las variaciones en el flujo monetario dependen hoy enteramente de la provisión de dinero circulante por parte de la autoridad monetaria, de acuerdo con los requerimientos de la demanda transaccional de la economía (emisión primaria). Adicionalmente, el sistema financiero multiplica el dinero base de la emisión primaria, a partir de la expansión de sus depósitos al otorgar préstamos (emisión secundaria). Esta



expansión es regulada a través de los encajes, que son reservas legales en función de las consignaciones del público, siendo esta una de las herramientas a través de la cual la autoridad monetaria controla la senda de emisión de dinero.

A partir de la emisión primaria y secundaria, se genera un ingreso en términos reales para el banco central, emisor de dinero, conocido comúnmente como el señoreaje. Este término, que proviene de la antigüedad, correspondía al beneficio que obtenían las casas de moneda por acuñar una pieza cuyo valor intrínseco era menor al nominal, y fue un ingreso muy utilizado para la financiación de las guerras de la Corona. Específicamente, dado que el dinero es un pasivo para sus emisores y un activo para el público, la creación de dinero permite generar unos ingresos, dados unos costos de producción bajos (Blanchard, 2006).

Además del señoreaje, al aumentar el dinero circulante, el dinero existente pierde valor, generando una reasignación de riqueza de los tenedores de efectivo hacia el banco central. Esto es conocido como el impuesto inflacionario. En economías con altas tasas de inflación, tanto el señoreaje como el impuesto inflacionario constituyeron fuentes de financiación del gasto público (Bernal, 2015). A partir de ello, se estableció que la política monetaria podría estar supeditada a las necesidades de gasto y de financiamiento del Gobierno, dando lugar a una condición de dominancia de la política fiscal. En un régimen de dominancia fiscal, la autoridad fiscal fija exógenamente el sendero futuro del balance primario, independientemente del nivel de su deuda, por lo que sus políticas de ingresos y gastos no necesariamente se orientan a satisfacer la condición de solvencia de las finanzas públicas (Lozano y Herrera, 2008).

En la actualidad, el gobierno puede apropiarse, además, del señoreaje realizando Operaciones de Mercado Abierto, en las que se involucre al sector privado. Por ejemplo, el gobierno puede emitir títulos de deuda para financiarse, que pueden ser comprados por el sector privado mediante la venta de títulos de los que ya es propietario, pero que tienen una menor tasa de interés a la de los títulos nuevos emitidos. De esta forma, el banco central



se apropia de estos títulos de mayor tasa, mediante la emisión de dinero, aumentando sus utilidades brutas y, con esto, estaría transmitiendo indirectamente señoreaje al gobierno (Banco de la República, 2000).

Desde un enfoque teórico, el trabajo de Sargent y Wallace (1981) fue pionero en la introducción de los conceptos de dominancia fiscal y dominancia monetaria. Su investigación demostró que, bajo un régimen de dominancia fiscal, el banco central pierde la habilidad de manejar el nivel de precios, debido a la restricción que enfrenta el gobierno respecto al tamaño de la demanda por sus bonos de deuda. Es decir, el tamaño del mercado de deuda pública limita el monto de déficit fiscal financiable para el gobierno. Ante dicha restricción, la financiación vía señoreaje cobra especial relevancia, con lo cual la emisión de dinero queda supeditada al balance fiscal proyectado para cada año. De esta forma, si la autoridad fiscal presenta déficits, la autoridad monetaria pierde el control sobre la tasa de crecimiento de la base monetaria y, por ende, de la inflación, de forma permanente.

En cuanto a los incentivos, Haslag (1998) se centra en estudiar los ajustes que hacen los gobiernos de su política monetaria para obtener mayores ingresos por señoreaje. Su trabajo muestra que, aumentos dramáticos en la emisión de dinero no necesariamente se traducen en una mayor dependencia del gobierno a los ingresos por señoreaje. Si bien inicialmente el gobierno puede financiar mayores gastos por esta vía, las elevadas tasas de inflación se traducen en una caída de la demanda de dinero y del crecimiento económico, reduciendo los ingresos fiscales como consecuencia. De esta forma, el señoreaje no se constituye en una fuente permanente de financiamiento, a partir del análisis dinámico de esta medida.

El debate sobre la dominancia fiscal cobró relevancia nuevamente en las economías emergentes durante los años noventa. Específicamente, a lo largo del proceso de determinación de la independencia de los bancos centrales para controlar la inflación, y durante la adopción del esquema de inflación objetivo. En este contexto, la discusión conceptual evolucionó hacia la Teoría Fiscal de la Determinación del Nivel de Precios (FTPL,



por sus siglas en inglés). Dentro de los trabajos de mayor relevancia en esta línea, vale la pena resaltar los de Woodford (1994, 1995) y Sims (1994, 1995), los cuales muestran que, en una economía con dinero fiduciario, la inflación es un fenómeno fiscal, más que un fenómeno monetario. El valor del dinero fiduciario depende de lo que el público crea sobre la política fiscal. En particular, los cambios en las expectativas sobre los niveles futuros del presupuesto y el tamaño de la deuda nominal del gobierno tienen un efecto sobre la riqueza, que requiere un cambio en el nivel de precios para recuperar el equilibrio.

La historia económica de América Latina de las últimas décadas permite entender la evolución del ingreso por señoreaje y el sustancial giro desde la dominancia fiscal hacia la dominancia monetaria, que ha tenido la política económica.

Como se narra en detalle en CEPAL (1996), durante los años 1978-1981, América Latina se vio beneficiada de una mejora en los términos de intercambio y una abundante oferta de créditos externos, que apalancaron políticas económicas expansivas, con la consecuente ampliación del déficit de cuenta corriente. Sin embargo, la interrupción en el flujo de capitales, que financiaba dicho desequilibrio externo, tras el default de México en 1982, el alza de las tasas de interés internacionales y la caída de los términos de intercambio dieron paso a un fuerte proceso de ajuste. El deterioro del escenario macroeconómico en la región acarrió un estancamiento del crecimiento, desempleo, reducciones de salarios, fuertes devaluaciones, desequilibrios externos, múltiples crisis fiscales y severas crisis en el sistema financiero.

Es importante mencionar que la crisis fiscal que se desencadenó supuso una disminución de los ingresos fiscales y un deterioro del balance. Ante estas circunstancias, los bancos centrales se convirtieron en una importante fuente de financiamiento para la mayoría de gobiernos en la región, a partir de la emisión de dinero que ocasionó incrementos sustanciales en los precios internos. De esta forma, los gobiernos de la región se financiaron en distintas proporciones con el impuesto inflacionario, alcanzando en algunos casos



ingresos por 10% del PIB (CEPAL, 1996), siendo este un paliativo temporal para el significativo ajuste fiscal que debían enfrentar y postergando unos años más las reformas estructurales requeridas, entre ellas la cesación de la dominancia fiscal.

El proceso de ajuste se extendió hasta 1990, cuando una importante afluencia de capitales proporcionó financiamiento para reactivar la economía y reducir la inflación, en un contexto de importantes reformas estructurales.

En efecto, durante la década de 1990, América Latina transitó hacia la garantía de la independencia del banco central sobre el dominio de la política monetaria, cambiaria y crediticia. Chile lo consiguió en 1989, Argentina en 1991, Venezuela en 1992 y México en 1993. En el caso colombiano, la independencia se dio con la creación de la constitución de 1991, la cual estableció el control de la política monetaria y cambiaria del país por parte del Banco de la República. Más adelante en esta década, algunos países de la región adoptaron el esquema de inflación objetivo, como es el caso de Chile, México, Brasil y Colombia, que empezaron a implementar esta política desde 1999.

La evidencia empírica ha mostrado que dichas reformas fueron exitosas. De acuerdo con Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007), los países que adoptaron durante los años 90 el objetivo explícito de control de la inflación, entre ellos Brasil, Colombia, Chile, Perú y México, han logrado unas menores tasas de inflación en el largo plazo, una menor influencia de las variaciones en los precios del petróleo y el tipo de cambio sobre la evolución de la inflación y han fortalecido la independencia de la autoridad monetaria y la eficiencia de su gestión.

Al elaborar un índice de independencia de los bancos centrales, basado en i) control de la inflación, como objetivo prioritario, ii) total responsabilidad de la política monetaria asignada a la Junta del banco y iii) mandato de directores y gerente por un periodo prolongado y con un compromiso de tiempo completo, Junguito (1994) encuentra que, al momento de estructuración de su independencia, el Banco de la República de Colombia se ubicó entre



los bancos centrales de mayor independencia legal y efectiva, dentro de las principales economías de América Latina.

En efecto, la evidencia empírica para Colombia muestra que el país transitó de una situación de dominancia fiscal durante los años previos a la adopción de la inflación objetivo, hacia la dominancia monetaria posteriormente.

A partir de un modelo monetario de dos sectores bajo horizonte finito, Resende (2007) determina un parámetro que mide el grado de dominancia fiscal para un conjunto de países a lo largo de distintos periodos de tiempo previos al año 2000. Sus resultados sugieren que, la dominancia fiscal es más común en los países en vía de desarrollo. Los países de la OCDE cuentan con independencia de su banco central, lo que implica que la autoridad fiscal respalda la mayoría o la totalidad de la deuda del gobierno y, por ende, la deuda no tiene un rol relevante en la determinación del nivel de precios.

Específicamente, el autor encuentra que, durante los años 1950-1987, Colombia evidenció un grado de dominancia fiscal equivalente al promedio del subgrupo de países de la región. Asimismo, el estudio de Zoli (2005) mostró que durante los años previos a la adopción de la inflación objetivo (1995-1999) existió en Colombia dominancia fiscal de su política monetaria.

Adicionalmente, de acuerdo con Banco de la República (2000), durante el periodo 1990-1999 la reducción en la tasa de inflación de 32,3% a alrededor de 10% se dio acompañada de una caída en el impuesto inflacionario de 1,6% a 0,5% del PIB en el mismo periodo. De igual forma, entre 1992 y 1999 se redujo el señoreaje, pasando de 2,9% a 0,4% del PIB.

En efecto, el trabajo llevado a cabo por Lozano y Herrera (2008) muestra que, durante el periodo 1990-2007 el régimen de dominancia monetaria es el que mejor explica la relación entre la política monetaria y la política fiscal en Colombia. En particular, las políticas de ingresos y gastos del gobierno nacional fueron coherentes con la condición de solvencia de



sus finanzas en el largo plazo, y parecen no haber afectado las decisiones tomadas por la Junta Directiva del Banco de la República para controlar la inflación.

Por su parte, es importante mencionar que, el trabajo de Aisen y Veiga (2005) profundizó respecto de los principales determinantes del señoreaje en cien países durante el periodo 1960-1999. Los autores encuentran que los países con una alta inestabilidad política, debilidad en su democracia, con alta polarización social, elevada inflación, bajo acceso al financiamiento interno y externo y con una alta rotación de banqueros centrales son los que recurren constantemente al señoreaje para financiar sus presupuestos públicos. De esta forma, concluyen que el establecimiento de instituciones libres y el logro de una solidez económica pueden evitar que exista dominancia fiscal en la política monetaria. Como se puede concluir, la evidencia empírica muestra que Colombia transitó desde dominancia fiscal hacia una dominancia monetaria, tras la adopción del esquema de inflación objetivo y la independencia del banco central. La fortaleza institucional y la solidez macroeconómica que ha alcanzado el país permite respaldar la permanencia en el tiempo de esta condición, como lo establece la literatura. Por último, las consecuencias de segundo orden de la elevada inflación sobre el crecimiento económico y, por ende, sobre los ingresos del gobierno nacional hacen del señoreaje un ingreso no sostenible en el tiempo, a un costo elevado.

3. Registro fiscal de las utilidades o pérdidas del Banco de la República

Considerando la discusión anterior sobre la interacción entre la política monetaria y la política fiscal, y la evidencia de la ausencia de un régimen de dominancia fiscal en Colombia en las últimas décadas, se presentan a continuación las particularidades históricas del cambio metodológico de las utilidades del BR en el balance del GNC, y su relación con la dominancia monetaria. Posteriormente, se muestra el comportamiento histórico de las utilidades transferidas al GNC y la posición de riesgo sobre la asunción de pérdidas.



3.1. Particularidades del cambio metodológico

De acuerdo con lo mencionado previamente, el cambio metodológico adoptado por el Confis corresponde a la aplicación del estándar internacional del MEFP 1986. Este cambio consiste en realizar el registro fiscal de las utilidades o pérdidas del BR⁵, según la naturaleza económica de la transacción, como un ingreso o gasto fiscal (por encima de la línea), en lugar de hacer el registro como una operación de financiamiento del GNC (por debajo de la línea). En otras palabras, esto significa dar a las utilidades del BR un tratamiento equivalente a los demás ingresos de la propiedad en los que el Gobierno tiene participación (dividendos provenientes de las empresas públicas), y no como financiamiento, concepto que corresponde a obligaciones que deben ser reembolsadas en el futuro.

Al respecto, es importante mencionar que, las principales fuentes de ingreso de los bancos centrales son: i) los derechos monopolísticos delegados por el Gobierno al emitir la moneda circulante; ii) los intereses recibidos por el ejercicio de las funciones de banco central, las operaciones de política monetaria, la administración de las reservas internacionales y la provisión de liquidez a los sistemas de pago y financiero; y iii) otros ingresos corporativos por prestación de servicios bancarios o provenientes de sus funciones de supervisión bancaria (Sullivan, 2005).

El MEFP 1986 excluye de la clasificación como ingresos fiscales aquellas utilidades que provienen de las *utilidades no realizadas* que se transfieren al gobierno. Para esto, es necesario hacer una distinción entre las utilidades recibidas por la operación del banco y las utilidades no realizadas. Estas últimas se refieren a aquellas utilidades que se producen por la revaluación de reservas de divisas u oro (diferencial cambiario), como resultado de las diferencias en la valoración de activos denominados en monedas extranjeras (como las reservas internacionales), cuando se expresan en moneda nacional. Debido a que este tipo

⁵ En adelante nos referimos a las utilidades o pérdidas sólo con el término utilidades.



de utilidades no implican un desembolso efectivo de dinero, sino corresponden a una valoración, sería necesario expandir la base monetaria para transferir el ingreso, teniendo un efecto semejante al de la monetización del déficit a través del señoreaje y del impuesto inflacionario. Por lo anterior, el MEFP 1986 señala que si las utilidades transferidas al gobierno contienen utilidades no realizadas, esa porción debe separarse y registrarse como fuente de financiamiento en las cuentas fiscales⁶.

3.2. Relación entre la metodología de registro fiscal y la dominancia fiscal

Tras revisar las definiciones relacionadas con la naturaleza y el registro de las utilidades transferidas, cabe preguntarse ¿por qué las utilidades del BR se venían registrando como una operación de financiamiento en Colombia? La respuesta a esta pregunta se enmarca en la coyuntura económica e institucional del país durante la crisis de finales de los años 90. En efecto, la metodología de registro se estableció como una medida que contribuyó a realizar ajustes requeridos en el gasto, y a reducir el riesgo de dominancia fiscal.

La recesión que experimentó el país durante este periodo fue determinada, en gran medida, por choques externos, una elevada incertidumbre política y el creciente déficit fiscal del Gobierno. Las reformas implementadas a principios de la década introdujeron presiones crecientes sobre el gasto, como el acelerado crecimiento de las transferencias a los gobiernos locales, que fueron acompañadas por rigideces en la asignación del ingreso (rentas con destinación específica). Además, con la menor disponibilidad de financiamiento

⁶ En consultas realizadas al FMI, se reafirmó que la clasificación descrita en el MEFP 1986 (párrafo 545) es la práctica aplicada generalmente. Por ejemplo, países como Perú, Japón y Bulgaria han reportado solo utilidades operativas en los años recientes y realizan el registro por encima de la línea como un ingreso fiscal. Por su parte, Inglaterra registró dividendos (utilidades) y una disminución de participación en el banco central (utilidades no realizadas). A Serbia y Zambia se les recomendó separar la partición de la transferencia de utilidades entre dividendos y disminución de capital (por revaluación) por debajo de la línea. Finalmente, en países como Uruguay y Chile no se han reportado utilidades por un tiempo prolongado (las pérdidas son asumidas por los propios bancos), por lo que no se registran transferencias a los gobiernos.



proveniente del BR, dada la independencia otorgada en la Constitución, y al no contemplarse fuentes adicionales de ingreso, el Gobierno configuró una política fiscal insostenible.

Adicionalmente, tras la desaceleración económica, se experimentó una caída adicional de los ingresos fiscales, que agravó el deterioro de la posición fiscal del Gobierno en 1999, lo que llevó a firmar un acuerdo con el FMI (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 1999).

Las reformas estructurales, pactadas en el acuerdo, buscaban corregir los desequilibrios macroeconómicos, fiscales, externos y financieros del país, para así, con el apoyo del FMI, acceder a recursos que suplieran las necesidades de financiamiento. En el modelo del FMI, así como en lo presentado en la revisión de literatura, el objetivo primordial de la política monetaria debía ser controlar la inflación. De esta forma, la política monetaria no podía estar supeditada a las necesidades fiscales (monetización del déficit fiscal a través de préstamos del banco central). El banco central debía ser independiente, y tener las herramientas para alcanzar la meta de inflación, para lo cual es esencial una sólida posición fiscal (Contraloría General de la República, 2003).

Para ajustar la política fiscal, el acuerdo estableció metas ambiciosas de reducción del déficit fiscal del Sector Público No Financiero: de 5,9% del PIB en 1999 al 1,3% en el 2002. Para este propósito, las reformas estructurales buscaban ampliar la base de tributación, reducir el gasto del nivel central e imponer medidas de responsabilidad fiscal a los gobiernos locales.

De otra parte, la meta de ajuste de la inflación pactada inicialmente consistía en una reducción desde 11% en 1999 hasta 6% en 2002⁷. Es importante mencionar que ya se había evidenciado una disminución importante de la inflación durante la década previa (desde cerca del 32% en 1990 a 9,2% en 1999). Para ello, la Constitución de 1991 le otorgó autonomía al BR y, en su artículo 373, le asignó la función de velar por mantener el poder

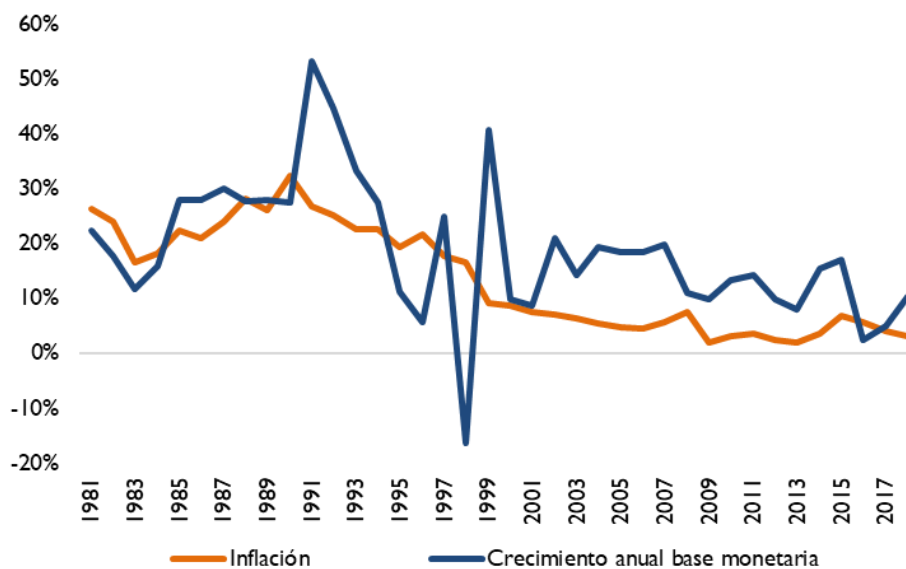
⁷ Estas metas fueron las fijadas en el acuerdo inicial. Posteriormente, ante la dificultad de realizar los ajustes en el corto plazo, las metas fueron modificadas.



adquisitivo del peso. Esto incluyó la eliminación de la cuenta especial de cambios⁸ y la restricción del BR de financiar el déficit fiscal del Gobierno al señalar que “*las operaciones de financiamiento a favor del Estado requerirán la aprobación unánime de la junta directiva.... El legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares*”.

En efecto, a lo largo de los años 80 y 90 la base monetaria se expandió a una tasa promedio de 24,4% anual, dando como resultado tasas de inflación promedio de 22,4% en dicho periodo (Gráfico 1). En las dos décadas posteriores a la adopción del esquema de inflación objetivo, en promedio la inflación se ha ubicado en 5,0% y la base monetaria ha evidenciado un crecimiento de 13%.

Gráfico 1: Inflación y crecimiento de la base monetaria en Colombia 1981-2018 (%)



Fuente: Banco de la República, cálculos propios.

⁸ De acuerdo con Banco de la República (2017), la Cuenta Especial de Cambios (CEC) era una cuenta del pasivo del BR, cuyo resultado anual se distribuía al Gobierno nacional, o a fondos con propósitos de estabilización cambiaria o de promoción al desarrollo. A final de los años 80, la CEC se había convertido en una fuente significativa de los ingresos fiscales con las que se financiaban los gastos del Gobierno. A través de mayor emisión y artificios contables, le entregaba utilidades que se generaban a partir del señoreaje, el impuesto inflacionario y el diferencial cambiario por revaluación producto de la compraventa de divisas. La Constitución de 1991 fijó las pautas de liquidación la CEC, que finalizó en 1993 (Steiner, 1991) y (Clavijo, 2016).



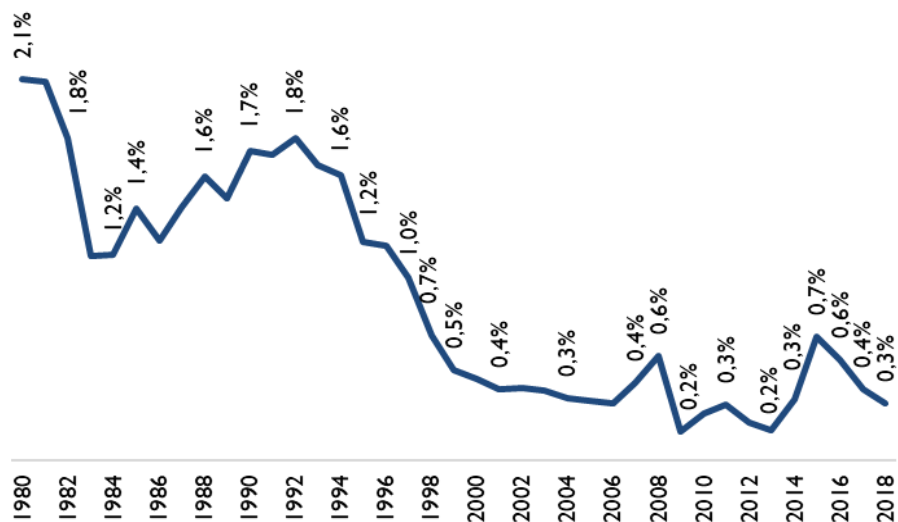
Este resultado tiene un espejo en la evolución del impuesto inflacionario en Colombia. Como se observa en el gráfico 2, esta variable se ubicó en 2,1% del PIB en el año 1980 y, a pesar de los avances del mandato constitucional, la estrategia intermedia de control de la inflación⁹ y el sistema de bandas cambiarias, limitó el cumplimiento de las metas anunciadas (Banco de la República, 2000).

Para mediados de la década de los 90, tras cierta volatilidad, el impuesto inflacionario continuaba representando alrededor de 1,7% del PIB, periodo después del cual inicia una senda marcadamente decreciente, que se consolidó a partir del año 2000. Con la crisis, el BR pactó una reforma para adoptar un esquema explícito de inflación objetivo, con un régimen de flotación libre de la tasa de cambio. Desde el año 2001 hasta el 2018, se estima que el impuesto inflacionario en Colombia ha representado en promedio apenas 0,4% del PIB.

⁹ En la década de los 90, el Banco de la República ya anunciaba al público la meta de inflación. Sin embargo, este no fue considerado como un esquema explícito de inflación objetivo. De acuerdo con Gómez (2006), se utilizaba la base monetaria como una meta intermedia y la tasa de interés como una meta operativa. Si el agregado monetario se situaba por encima de un nivel objetivo la tasa de interés aumentaba, y si se ubicaba por debajo, la tasa de interés disminuía. En contraste, una estrategia explícita de inflación objetivo, la meta operativa es la tasa de interés, y la meta intermedia es el pronóstico de inflación: la inflación se dirige a la meta por medio de un mecanismo operativo orientado hacia el futuro y basado en los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Si el pronóstico está por encima de la meta, la tasa de interés aumenta, y viceversa.



Gráfico 2: Impuesto inflacionario en Colombia 1980-2018 (% del PIB)



Fuente: Banco de la República, cálculos propios.

Con estas metas en política monetaria y fiscal, se definieron también ajustes metodológicos a la contabilidad fiscal, que permitieran facilitar el monitoreo y el cumplimiento de lo pactado. Entre estos, se incluyeron modificaciones a la cobertura institucional, entidades incluidas en las estadísticas, y a la sectorización, clasificación del sector público. Asimismo, se modificaron las definiciones respecto a la cobertura de las operaciones que debían registrarse en la medición fiscal del sector público.

Dadas las restricciones de corto plazo, impuestas por la inflexibilidad del gasto, y el carácter de mediano plazo del efecto esperado de las reformas implementadas, se propusieron ajustes metodológicos adicionales, que ayudaran al cumplimiento de las metas (FMI, 2001). El más significativo de ellos consistió en utilizar los compromisos presupuestales para medir



los gastos efectivos, en lugar de las obligaciones¹⁰. Además, el resultado de caja de la operación del BR se clasificó como financiamiento doméstico y no como ingreso.

Al registrar un menor ingreso, el gasto se vería forzado a efectuar un ajuste mayor. A su vez, al tener una meta en función del déficit y no de la deuda, la posibilidad de que el Gobierno influyera sobre el aumento de las utilidades, a expensas de la inflación, se vio limitada¹¹. Al respecto, el FMI (2000) señaló que, para el cumplimiento de la implementación exitosa de la estrategia explícita de inflación objetivo, debía garantizarse como pre-condición la ausencia de dominancia fiscal y la existencia de un sector financiero saludable.

De esta forma, y como consecuencia del contexto económico e institucional del país, el registro fiscal de las utilidades transferidas por el BR se dio como una operación de financiamiento, incluida en el Fuentes y Usos del Efectivo del GNC, desde el año 2000. En efecto, al observar la dinámica del impuesto inflacionario en Colombia, en el periodo previo al cambio metodológico año 2000, y el crecimiento anual del gasto en funcionamiento e inversión del GNC, se encuentra que, el coeficiente de correlación entre ambas variables durante los años 1982-1999 fue de 0,42, siendo una relación directa, mientras en el periodo 2000-2018 la correlación fue de -0,10, invirtiéndose así la relación existente entre la que era previamente una fuente de ingreso fiscal y el crecimiento del gasto del gobierno.

Adicionalmente, al llevar a cabo una regresión simple entre el impuesto inflacionario y el crecimiento del gasto sin servicio de deuda del GNC, e incluyendo una variable interactiva del impuesto inflacionario con una dummy que es cero solo para el periodo previo al año 2000, se encuentra que el coeficiente de esta última es negativo y significativo a un nivel de

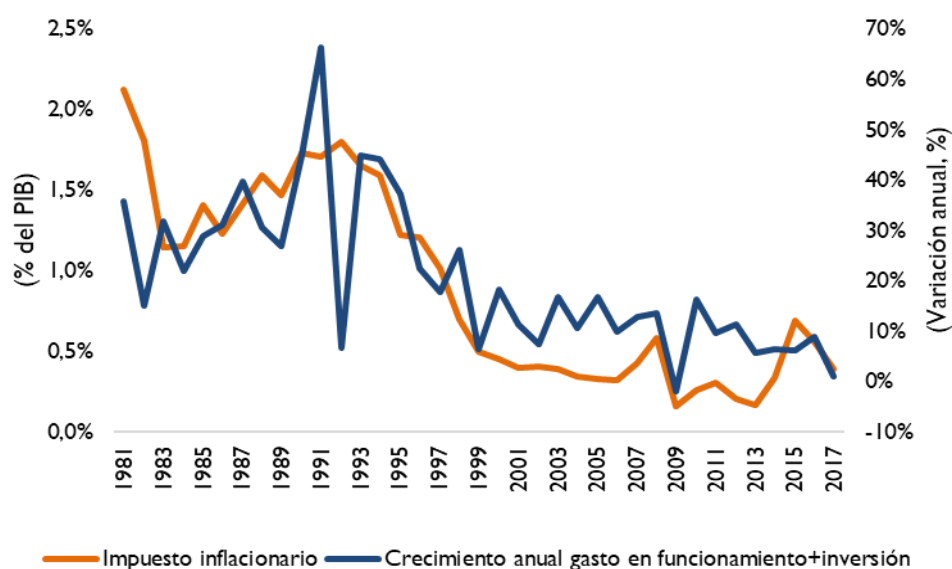
¹⁰ El FMI (2001) señala que esta medición fue propuesta por el Gobierno como una medida de autocontrol, que restringiera prácticas como posponer el reconocimiento de la obligación para la siguiente vigencia.

¹¹ Nótese que el cambio en el registro fiscal por encima o por debajo de la línea es neutro frente al endeudamiento. El gobierno percibe los recursos transferidos, ya sea como una fuente adicional de financiamiento del déficit o como un ingreso de capital adicional, teniendo como efecto un menor déficit a financiar. En ninguno de los dos casos se ven afectados los niveles de endeudamiento.



confianza del 99% (Ver tabla I). Lo anterior provee evidencia que sugiere que existe un quiebre estructural en la relación entre estas variables a raíz de la implementación del esquema de inflación objetivo. En efecto, la intuitiva relación directa entre el crecimiento del gasto nominal y el impuesto inflacionario se rompe a partir de 2001, revelando que la dinámica del gasto está determinada por otros factores, distintos al ingreso transferido por el Banco de la República, durante los años posteriores.

Gráfico 3: Impuesto inflacionario en Colombia y su relación con el crecimiento del gasto en funcionamiento e inversión 1981-2018



Fuente: Banco de la República, cálculos propios.

**Tabla I:** Resultados de la estimación

<i>Gasto F+I</i>	<i>Coefficientes</i>	<i>Error estándar robusto</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 99%</i>	<i>Superior 99%</i>
<i>Impuesto inflacionario</i>	15.30634	4.446974	3.44	0.002	3.173239	27.43944
<i>Dummy interactiva</i>	-18.67017	5.811593	-3.21	0.003	-34.52649	-2.813852
<i>Constante</i>	11.13434	3.999832	2.78	0.009	0.2212241	22.04746
<i>Número de observaciones</i>		37				
<i>F(2,34)</i>		27.81				
<i>Prob > F</i>		0.000				
<i>R cuadrado</i>		0.6163				
<i>Error típico</i>		9.5868				

Nota: En esta estimación los errores estándar son robustos y se verificó que no existiera error de especificación.
Fuente: Cálculos propios.

En el período posterior a este ajuste, las actualizaciones metodológicas al registro fiscal han sido pocas, pese a la significativa evolución institucional. La implementación de las reformas mencionadas sentó las bases para una política macroeconómica estable en el país. Como se observa, la política monetaria de inflación objetivo ha logrado mantener esta variable en niveles bajos y controlados. Además, se implementaron herramientas de análisis y evaluación fiscal de mediano plazo, que tienen cobertura nacional y territorial. Asimismo, se introdujo la Regla Fiscal en 2011, cuyos resultados han mostrado el compromiso del Gobierno con el cumplimiento de la senda decreciente del déficit estructural en el mediano plazo. Lo anterior reafirma que el riesgo de dominancia fiscal en Colombia está limitado por múltiples instrumentos institucionales.

En síntesis, los asuntos metodológicos del registro fiscal de las utilidades del BR respondieron a una necesidad fiscal que puede considerarse anacrónica; la actualidad colombiana en materia de fortaleza institucional de la política económica no se comparece con el tratamiento metodológico de los resultados operacionales del BR y, como resultado, la adopción del cambio en el registro fiscal es pertinente.



3.3. Evaluación del riesgo de pérdidas del BR asumidas por el GNC

Dado que la adopción del cambio metodológico tiene incidencia en la medición del déficit fiscal del GNC, resulta pertinente evaluar los riesgos de un resultado negativo de las utilidades transferidas por el BR al GNC. Para esto, primero se presentarán algunas prácticas prudenciales en la contabilidad de los bancos centrales y su estado actual en Colombia, se describirá el comportamiento histórico del riesgo expuesto y se expondrá una evaluación de la ciclicidad de dicho ingreso.

3.3.1. Prácticas internacionales en la contabilidad del balance de los bancos centrales

De acuerdo con el código de buenas prácticas de transparencia en la política monetaria y financiera (FMI, 2000), los bancos centrales deben dar a conocer públicamente la forma en que se distribuyen sus utilidades, y cómo se mantiene su capital. Bajo un principio prudencial, deben deducirse reservas de la utilidad bruta, de manera que se mantenga un apropiado manejo del riesgo de pérdida del ejercicio, para no transferirlo al presupuesto de los gobiernos como un gasto. Asimismo, se deben garantizar las asignaciones para mantener un determinado nivel de capital, que otorgue credibilidad al banco central en la implementación de la política monetaria, bajo la consideración de que un banco que no tiene capital debe financiarse con inflación.

En Colombia, el artículo 371 de la Constitución de 1991 otorgó al BR autonomía patrimonial y administrativa. Este cambio permitió la reglamentación de algunas prácticas adecuadas para los registros en los estados financieros. En particular, se hicieron precisiones sobre los ingresos y egresos del Banco, se especificó el destino y la distribución de las utilidades al GNC, definiendo reglas para la creación de las reservas, como mecanismo de mitigación del riesgo de pérdida resultante del ejercicio de sus funciones cambiarias, monetarias o crediticias; y se definió la asunción de pérdidas por parte del Gobierno, una vez se acabaran



dichas reservas. De igual forma, se disminuyó una parte de la distorsión creada por efecto del diferencial cambiario en el Estado de Pérdidas y Ganancias (PyG). Esto es, se estableció que el tratamiento contable de las valoraciones de las reservas internacionales por revaluaciones del cambio peso-dólar, debía ser un registro en las cuentas del balance (y no en el resultado), por lo que estas no se incluirían en las utilidades transferidas al gobierno.

Asimismo, en los años recientes se han implementado mejoras adicionales que contribuyen a eliminar las distorsiones restantes en las utilidades transferidas. Al respecto, cabe mencionar tres ajustes importantes: i) en el año 2015, el BR inició la adopción de los principios establecidos en las normas internacionales de información financiera (NIIF), que contribuye a contar con una mejor armonía entre las prácticas contables y los conceptos económicos para el registro fiscal; ii) el decreto 2386 de 2015 eliminó el registro del diferencial cambiario que aún existía en el PyG, producto de las valoraciones de las reservas internacionales que estaban expresadas del cambio dólar- otras monedas de reserva (p.e. dólares australianos), al pasar de una cuenta de una cuenta de resultado a una cuenta en el superávit (patrimonio); iii) el artículo 50 de la Ley 1955 de 2019 estableció que el BR debe transferir al Gobierno nacional las participaciones en organismos internacionales. Al ser estos activos y pasivos diferentes a las reservas internacionales denominados en moneda extranjera, la valoración de estos activos constituía el único concepto por el que aún se registraban utilidades no realizadas. Esto último implica que la variación de las tasas de cambio no afectará el estado de resultados a partir de 2020, eliminando por completo la distorsión de las utilidades transferidas al Gobierno.



3.3.2. Evolución histórica de las utilidades del Banco de la República

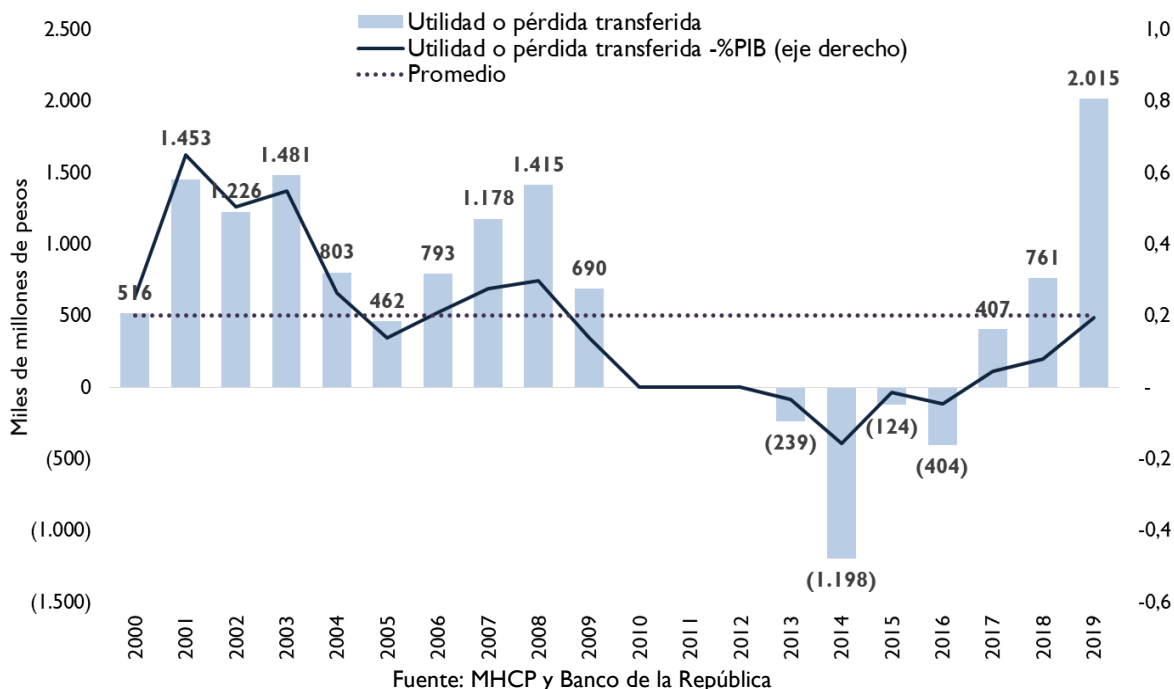
Las utilidades transferidas por el BR al GNC se derivan principalmente de los ingresos por rendimiento de las reservas internacionales¹². Por su parte, dentro de los principales gastos de la entidad, cabe resaltar los intereses pagados a los depósitos del Tesoro Nacional en el BR y los gastos de funcionamiento. Desde el año 2000, las utilidades transferidas fueron en promedio positivas, representando un 0,2% del PIB de cada año. Como se observa en el gráfico 1, destaca el resultado observado durante los años 2010 a 2012, cuando no se efectuaron transferencias del BR al GNC por concepto de utilidades; y los años entre 2013 y 2016, cuando el GNC debió cubrir las pérdidas registradas por el BR.

En efecto, la existencia de las reservas legales, principalmente por la desacumulación de la *Reserva para la cuenta Fluctuaciones de Monedas* y la *Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaria*, contribuyó a mitigar el impacto de la pérdida durante el periodo 2010-2012 sobre el GNC. Entre el año 2013 y 2016, las reservas acumuladas en periodos anteriores, no fueron suficientes para cubrir las pérdidas del BR. Sin embargo, es necesario señalar que las pérdidas cubiertas con recursos del GNC, permitieron que el capital patrimonial del BR se mantuviera, y respaldara la garantía de la credibilidad a la política monetaria.

¹² Entre el año 2000 y 2018, el promedio de los ingresos por rendimiento de las reservas internacionales representa el 47% (se excluyen los años 2013 y 2014, en donde estos rendimientos fueron negativos). En 2018, los ingresos por este concepto representaron un 61% del total de los ingresos. El segundo concepto más importante en los ingresos, son los intereses por operaciones activas de regulación monetaria, con una participación del 25% en promedio entre el 2000 y 2018. En el último año los ingresos por este concepto también fueron de 25%.



Gráfico 4: Comportamiento de la transferencia de las utilidades del BR al GNC



Los resultados negativos observados en estos periodos, se dieron como consecuencia de la crisis financiera de 2008, que llevó a que los países en donde se invierten las reservas internacionales implementaran una política monetaria prolongada de bajas tasas de interés. El bajo rendimiento de los activos conllevó una reducción significativa de los ingresos del BR que, dados unos gastos relativamente estables, impactaron negativamente los resultados operacionales. Además, las fluctuaciones de la tasa de cambio del dólar frente a otras monedas de reserva acentuaron las pérdidas por valoración de los activos¹³.

3.3.3. Ciclicidad de las utilidades del Banco de la República

Considerando que los rendimientos de las reservas son la principal fuente de ingresos de la operación del BR, a continuación, se realiza un análisis de la relación entre las variables que

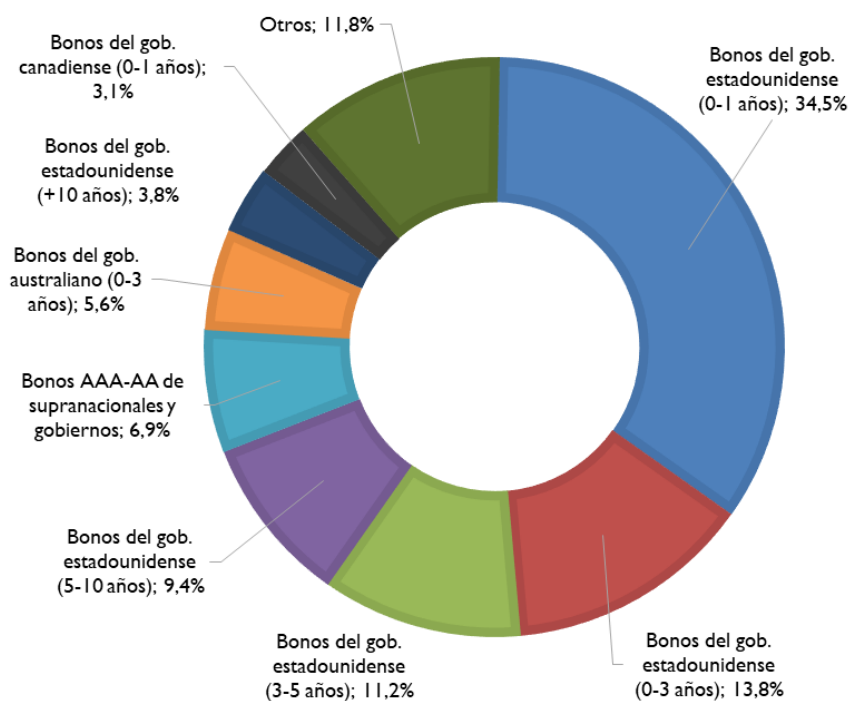
¹³ Como se mencionó, fue hasta el Decreto 2386 de 2015 que se modificó el registro del diferencial cambiario a una cuenta patrimonio.



afectan estos ingresos y los ciclos de la brecha del producto y el precio internacional del petróleo.

El BR invierte las reservas internacionales, principalmente, en bonos del gobierno de EE.UU. (bonos del Tesoro) de corto plazo -especialmente con vencimientos menores o iguales a 1 año- (Gráfico 5). Por lo tanto, el rendimiento de estas reservas depende, en buena medida, del nivel de la tasa de política monetaria de Reserva Federal en la vigencia anterior (Gráfico 6). Tal y como se muestra en la Tabla I, las utilidades del BR sostienen una correlación positiva y significativa al 95% de confianza con el rendimiento de los bonos de EE. UU. con vencimiento a 1 año.

Gráfico 5: Composición del portafolio de inversión de las reservas del Banco de la República¹⁴

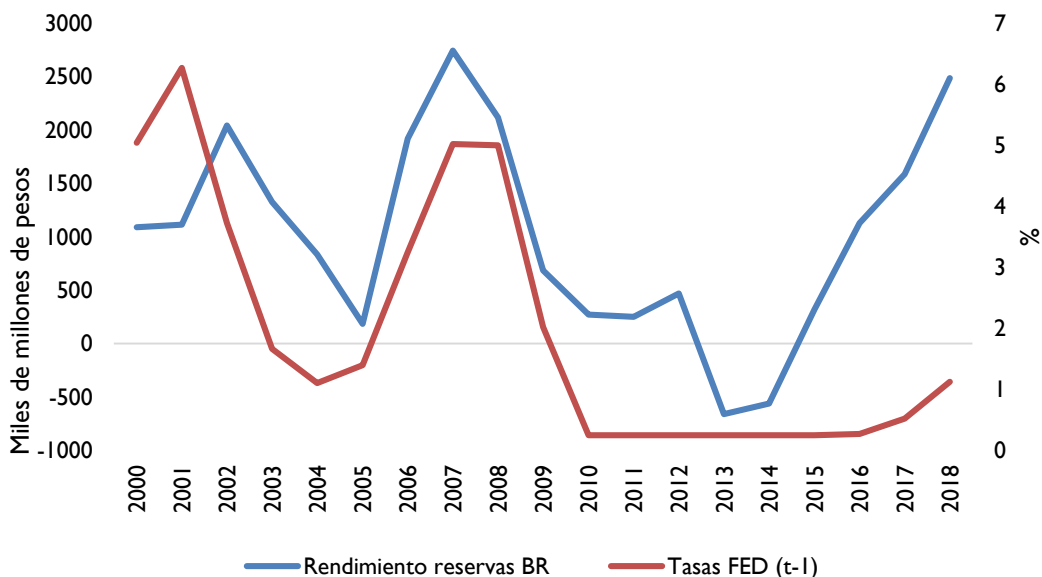


Fuente: Banco de la República y cálculos propios.

¹⁴ Datos con corte a 2018.



Gráfico 6: Rendimiento de reservas del Banco de la República y Tasas FED



Fuente: Banco de La República, Bloomberg.

Adicionalmente, las correlaciones entre utilidades del BR y la brecha del producto, y utilidades y el rezago del ciclo del precio del petróleo son negativas y significativas. En cuanto a esta última relación, los periodos de precios altos del petróleo están asociados a desaceleración del crecimiento económico de EE. UU. (Hamilton, 2008), lo que promueve una reducción en las tasas de interés de la FED. Lo anterior genera menores rendimientos de las inversiones de las reservas del BR en el siguiente año. Otro mecanismo que explica por qué existe una relación contracíclica entre las utilidades del BR y los precios del petróleo corresponde a la tasa de cambio. Ante un aumento en los precios del petróleo, se da una apreciación de la moneda doméstica, lo que reduciría el valor en pesos del rendimiento de estas inversiones hechas con estas reservas, y, por ende, las utilidades¹⁵.

¹⁵ Una apreciación de la tasa de cambio también podría reducir el valor del saldo de las reservas del BR. Lo anterior corresponde al riesgo cambiario de las reservas internacionales (por cambios en valoración), y se contabiliza en el balance general en una cuenta en el patrimonio, no como parte de las utilidades del ejercicio.



Por otro lado, las utilidades del BR muestran una correlación negativa y significativa con la brecha del producto de Colombia. Lo anterior refuerza el carácter contracíclico de las utilidades del BR. De esta manera, la evidencia sugiere que las utilidades del BR tienden a aumentar en periodos de bajo crecimiento económico y se moderan en episodios de auge, es decir, su dinámica estabiliza los ingresos de la Nación.

Tabla 2: Matriz de correlaciones

Matriz de correlaciones	Utilidades	Brecha del PIB	Bonos US 1 año (t-1)	Brecha BRENT (t-1)	Depreciación
Utilidades	1				
Brecha del PIB	-0.5134*	1			
Bonos US 1 año (t-1)	0.5682*	-0.3465	1		
Brecha BRENT (t-1)	-0.5174*	0.4514*	0.0166	1	
Depreciación	-0.0544	-0.2302	0.2321	0.2912	1

*Significativa al 95%. Fuente: Cálculos propios.

4. Conclusiones

La modificación del registro fiscal de las utilidades o pérdidas transferidas por el BR hacia el Gobierno Nacional Central, adoptado por el Confis, es pertinente una vez se analiza desde el contexto institucional y macroeconómico actual del país.

Los riesgos de que el Gobierno pueda influir sobre el nivel de utilidades transferidas están limitados por la independencia constitucional del BR y la implementación efectiva del esquema de inflación objetivo adoptado para ejecutar la política monetaria. La evidencia empírica muestra que Colombia transitó desde una dominancia fiscal hacia una dominancia monetaria al fortalecer su institucionalidad y capitalizar una mayor estabilidad macroeconómica. Además, los costos de una inflación elevada para financiar los gastos del



gobierno son insostenibles en el tiempo, debido a que son superiores los efectos negativos de segundo orden sobre el crecimiento económico y, por ende, sobre los ingresos futuros del Gobierno nacional.

La correcta implementación de políticas contables ha permitido un adecuado manejo del riesgo de cobertura de pérdida por parte del GNC. De igual forma, ha reducido significativamente el monto transferido al Gobierno por conceptos que distorsionan el análisis fiscal, como las utilidades no realizadas por diferencial cambiario.

Como se evidenció, el análisis de la relación entre los ingresos por utilidades del BR, los ciclos de la brecha del producto y el precio internacional del petróleo mostraron una correlación negativa; actúan como un flujo contracíclico. Lo anterior da un parte de tranquilidad respecto al efecto que el cambio en el registro fiscal tendrá sobre la estabilización de los ingresos del GNC ante las fluctuaciones del ciclo.

Referencias

Aisen, A., & Veiga, F. (2007). The political economy of seigniorage. Washington: International Monetary Fund.

Banco de la República. (2000). Señoreaje, impuesto inflacionario y utilidades brutas del Banco de la República. Bogotá: Reportes del Emisor.

Banco de la República. (2017). Historia del Banco de la República 1923 - 2015. Bogotá: Banco de la República.

Bernal, M. (2015). Evolución del señoreaje en un periodo de profundas transformaciones económicas. *Equidad & Desarrollo*, 187-222.



Blanchard, O. (2006). Macroeconomía. Madrid: Pearson Educación.

CEPAL. (1996). América Latina y el Caribe quince años después: De la década perdida a la transformación económica 1980 - 1995. Santiago: Fondo de Cultura Económica.

Contraloría General de la República. (2003). Contraloría General de la República. Evaluación de los acuerdos Colombia - FMI 1999/2003. Análisis Sectorial y de Políticas Públicas. Informe 4.

Clavijo, S. (2016). Devaluación inflacionaria: ¿Reviviendo la Cuenta Especial de Cambios? ANIF.

FMI. (1986). Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas. Washington D.C.

FMI. (1999). Colombia: Staff report for the 1999 article IV consultation. Washington.

FMI. (2000). Documento complementario del Código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetarias y financiera.

FMI. (2001). Colombia: Selected Issues and Statistical Appendix. IMF Country Report.

Gómez, J. (2006). La Política Monetaria en Colombia. Revista del Banco de la República. Vol. 79. Número 940.

Hamilton, D. (2008). Understanding crude oil prices. NBER Working Paper Series.

Haslag, J. (1998). Seigniorage revenue and monetary policy: some preliminary evidence. Dallas: Economic Review, Federal Reserve.

Junguito, R. (1994). La independencia de la Banca Central en América Latina. Cuadernos de Economía, 130-141.

Lozano, I., & Herrera, M. (2008). Dominancia Fiscal versus Dominancia Monetaria: Evidencia para Colombia, 1990 - 2007. Bogotá: Borradores de Economía.



Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (1999). Acuerdo extendido de Colombia con el Fondo Monetario Internacional. Washington.

Sargent, T., & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Quarterly Review*, 1-17.

Sims, C. (1994). A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy. *Economic Theory*, 381 - 399.

Steiner, R. (1991). La cuenta especial de cambios, las utilidades del Banco de la República y el déficit del sector público. *Ensayos Sobre Política Económica*, 175-189.

Sullivan, K. (2005). Profits, Dividends and Capital: Considerations for Central Banks. Fondo Monetario Internacional.

Woodford, M. (1995). Price level determinacy without control of a monetary aggregate. NBER Working Paper Series.

Zoli, E. (2005). How does fiscal policy affect monetary policy in emerging market countries? BIS Working Papers.



El emprendimiento
es de todos

Minhacienda



REPORTES DE HACIENDA

Ministerio de Hacienda
y Crédito Público

Dirección General de
Política Macroeconómica
Centro de Estudios Fiscales

2019