



# ENSAYOS

## sobre política económica

---

### *El impacto monetario de las operaciones de tesorería: Análisis de sus determinantes fiscales*

Joaquín Bernal R.

Revista ESPE, No. 15, Art. 05, Junio de 1989  
Páginas 77-94



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

# El impacto monetario de las operaciones de tesorería: Análisis de sus determinantes fiscales

Joaquín Bernal R. <sup>(1)</sup>

## Resumen

*Uno de los principales componentes de la base monetaria es el crédito del Banco de la República al Gobierno Nacional. En este artículo se desarrolla un marco contable que permite visualizar los determinantes fiscales del impacto monetario de las operaciones de la Tesorería General de la República. Con base en el mismo, se extraen algunas conclusiones sobre el manejo de la política fiscal en Colombia en el período 1982-1988.*

## I Introducción

El crédito del Banco de la República al sector público constituye uno de los principales componentes de la base monetaria. No es aventurado afirmar, sin embargo, que pese a su importancia, los determinan-

(1) Jefe de la Sección de Finanzas Públicas - Departamento de Investigaciones Económicas. El autor agradece la valiosa colaboración de Darío Peña así como la de Julio Ramírez. El permanente intercambio de opiniones con Roberto Steiner y los comentarios de los asistentes al Seminario del Departamento de Investigaciones Económicas a una versión preliminar de este trabajo, en especial de Olver Luis Bernal, Alberto Carrasquilla, Sergio Clavijo, Eduardo Fernández, Hernando José Gómez, Santiago Herrera y Fernando Montes, fueron también de gran utilidad. Los puntos de vista aquí expresados son responsabilidad del autor y no comprometen la opinión del Banco de la República.

tes fiscales de su evolución no han sido analizados con suficiente detalle y que ello puede dar lugar, en determinadas coyunturas, a movimientos inesperados de la base que presionan a la autoridad monetaria a efectuar ajustes no programados en sus políticas.

En este trabajo se analizará la forma en que las variables fiscales determinan el impacto monetario de las operaciones de la Tesorería General de la Nación. Conviene aclarar que se hará referencia exclusivamente a los movimientos de cuentas que afectan de manera directa la caja de la Tesorería, excluyendo otros que, aunque inciden sobre el superávit o déficit fiscal del gobierno nacional, no hacen tránsito por Tesorería (tales como las compras de equipo en el exterior financiadas con créditos de proveedores, el costo financiero de los TAN y otros).

En la primera parte de este trabajo será desarrollado un marco contable que permita conciliar simultáneamente, de una parte, la medición tradicional del impacto monetario de las operaciones de Tesorería y, de otra, los determinantes fiscales del mismo. De allí se deducirán también nuevos indicadores que permitan visualizar en forma más clara el efecto final de las decisiones públicas sobre la liquidez doméstica y sobre otras importantes variables.

Con base en este marco, en la segunda parte se hará una discusión sobre la evolución de las cuentas fiscales y monetarias en el período 1982-1988, limitada al caso del gobierno nacional, y se extraerán algunas conclusiones sobre el manejo de la política económica en estos campos.

---

## II El marco contable

---

Puesto que el propósito de este trabajo es el de analizar los determinantes del impacto monetario de las operaciones de Tesorería, conviene recordar cuáles son los componentes de la base monetaria según su origen, a los que se hará referencia en forma sistemática en las próximas páginas:

Base Monetaria (B) = Activos del Banco de la República — Pasivos no monetarios del Banco de la República.

A su vez, los activos del Banco de la República están compuestos por las reservas internacionales (RI) y por el crédito interno (neto). Dentro de este último se incluyen el crédito al gobierno nacional-Tesorería, el crédito al resto del sector público, a los intermediarios financieros (bancos, fondos financieros y otros), al sector privado y otros activos de menor importancia. Por el lado de los pasivos no monetarios, encontramos las operaciones de mercado abierto (OMAS), los recursos congelados en el Fondo de Inversiones Públicas —FIP— y el Fondo de Estabilización Cambiaria —FEC—, los pasivos con intermediarios financieros y con el sector privado y otras operaciones a largo plazo con el exterior.

En la discusión que sigue a continuación, se analizará en qué forma ciertos elementos de la base monetaria son afectados *directamente* por las decisiones de gasto y de financiamiento adoptadas por la autoridad fiscal. Usualmente se presenta a las variaciones en el rubro "crédito neto al

gobierno nacional-Tesorería" (2) (clasificado más arriba dentro de los Activos del Banco de la República), como la síntesis del impacto monetario de las operaciones fiscales en un período. Pero no debe perderse de vista que el valor de otras variables resulta también modificado, de manera directa y automática, por las operaciones del Tesoro Público. En concreto, tanto los desembolsos del crédito externo hacia el gobierno, como el servicio de la deuda pública al exterior, afectan el monto de las reservas internacionales y, de allí, la base monetaria. Adicionalmente, a raíz de la expedición de la Resolución 3 de 1988 de la Junta Monetaria, la constitución de títulos canjeables a favor de la Tesorería General de la República incide sobre el valor de las OMAS (Pasivo no monetario del Emisor) y, por ende, sobre la base.

En cambio, los demás elementos de la base monetaria no sufren modificaciones directas y automáticas como contrapartida de las operaciones fiscales. De hecho, si por ejemplo, en un período de contracción del crédito al gobierno, la autoridad monetaria decidiese ampliar el crédito a los intermediarios financieros y al sector privado, esta expansión compensatoria debe interpretarse como una decisión autónoma de la autoridad monetaria, con miras a alcanzar sus propios objetivos de política económica o como respuesta a otro tipo de presiones exógenas. Pero de ninguna manera puede ser vista como una consecuencia automática de la orientación de la política fiscal.

Por consiguiente, conviene hacer claridad sobre las principales características del esquema metodológico que se propone en este trabajo para la medición y análisis del impacto monetario de las operaciones de la Tesorería. En primer lugar, que es un enfoque de tipo parcial y de corto plazo, el cual

se limita a evaluar la incidencia directa de las decisiones fiscales sobre el dinero primario de la economía y la forma en que ello afecta a los agentes domésticos. Los resultados a los que se llegue por esta vía tan sólo marcan la tendencia de algunos de los componentes de la base monetaria, pero hay otro tipo de variables y medidas de política que pueden determinar que el agregado tenga un comportamiento diferente al señalado en esta medición parcial. Sin embargo, la metodología que será desarrollada enseguida es más comprensiva que la tradicional medición del "crédito al gobierno nacional-Tesorería". Simplemente, cada una persigue objetivos diferentes. No se trata de insinuar una nueva forma de contabilización de aquel elemento de la base, sino de tener una visión más amplia del efecto final de las decisiones de la autoridad fiscal.

De otra parte, dados los objetivos de este trabajo, el análisis se basa en el flujo de fondos de la Tesorería e incorpora la totalidad de las operaciones que hacen tránsito físico por sus arcas (incluyendo las de crédito externo). Sin embargo, debe tenerse presente que, como se dijo en la introducción, se dejan de lado otras operaciones que no pasan por la Tesorería (las cuales serán reseñadas a continuación) y que tienen efectos monetarios y macroeconómicos no despreciables. Todo esto tiene las siguientes consecuencias:

---

(2) En la contabilización de la base monetaria se calcula como: Crédito neto a la Tesorería General = Préstamos brutos (cupos de emisión, especiales y otros) + Utilización garantía TAN + Otros activos (incluyendo la administración de Casa de Moneda) — Disponibilidades (en caja) de la Tesorería ajustadas. Por razones que serán objeto de discusión más adelante, la metodología que se propone en este trabajo se circunscribe, básicamente, a la primera y a la última de estas variables. Ellas, sin embargo, explican casi la totalidad del agregado, con excepción de lo ocurrido en unos pocos años aislados.

1. A partir de la información que aquí se trabajará, es posible calcular un "déficit económico de Tesorería". Pero este difiere del concepto más amplio del "déficit de operaciones efectivas del Gobierno Nacional Central", el cual contempla, además, las partidas que no hacen tránsito por Tesorería. En el Anexo se ilustran los ajustes que es necesario llevar a cabo para hacer compatibles estos dos conceptos.

2. Las partidas no contempladas en la metodología que se desarrolla en este trabajo son: a) La parte del costo financiero de los TAN, cubierto con recolocación de nuevos títulos o con el uso de la garantía TAN. b) La porción del crédito Jumbo de 1986 que ingresó directamente a la caja de las entidades beneficiarias. c) La compra de equipos en el exterior financiada con crédito de proveedores. d) Ciertas rentas con destinación específica que reciben en forma directa las entidades favorecidas. La primera afecta el tamaño del déficit fiscal, pero sólo tiene impacto monetario en cuanto exija acudir al Emisor para hacer uso de la garantía TAN, lo cual ha tenido lugar exclusivamente en 1984, 1985 y 1988. En este caso, habría una monetización contemplada en las cuentas del Banco de la República y no en los cálculos de la Sección II. La partida b) influye sobre el tamaño del déficit fiscal y tiene un efecto monetario <sup>(3)</sup>, pero sólo se presenta en el año 1986. La partida c) afecta el déficit de operaciones efectivas pero no tiene ningún impacto monetario en el período corriente. La d) no incide sobre ninguna de las dos anteriores variables, salvo en casos de desfases contables, pero su cuantía es muy reducida.

Una vez hechas estas precisiones y habiendo delimitado el objetivo de la discusión que aquí se propone, a continuación se procederá a analizar los determinantes fiscales del impacto monetario de las operaciones de la Tesorería General de la República.

Para ello, se tomará como punto de partida la identidad más simple con la que usualmente se expresa la situación financiera de esta entidad pública:

$$(1) D_f = D_i + T + K - G$$

donde:

$D_f$  = Disponibilidad de recursos líquidos de la Tesorería al finalizar el período n.

$D_i$  = Disponibilidad de recursos líquidos al iniciarse el período n (idéntico a  $D_f$  en el período n-1).

$T$  = Ingresos corrientes del Gobierno Nacional Central (GNC) en el período n.

$K$  = Recursos de capital (brutos) recibidos por la Tesorería en el período n.

$G$  = Gastos totales efectivamente pagados en el período n.

Esta identidad muestra simplemente que la disponibilidad de recursos líquidos al final de un determinado período es igual a la disponibilidad inicial, más los ingresos recibidos (incluyendo los de capital), menos los gastos pagados.

Desagregando y especificando en forma más completa los componentes de aquella identidad, se obtiene que:

$$(2) (D_f \$ + D_f us) = (D_i \$ + D_i us) + T + (K_{br} + K_{em} + K_{enm} + K_d) - (G_f + I + S_{Dbr} + S_{De} + S_{Dd})$$

(3) Para ser más precisos, el tratamiento que se dio a esta operación en las cuentas fiscales fue el de considerar al gobierno como un intermediario entre los acreedores externos y las entidades nacionales beneficiarias del crédito. El gasto del gobierno (que generó un mayor déficit fiscal) se compensó con un financiamiento externo de igual cuantía, de forma que no se afectó el estado de caja del gobierno. Pero dicha operación sí tuvo un impacto monetario en la medida en que incrementó el nivel de las reservas internacionales del país.

donde:

Gf = Gastos de funcionamiento  
 I = Gastos de inversión  
 SD = Servicio de la deuda (incluyendo pago de intereses y amortización de capital)

y los subíndices hacen referencia a los siguientes conceptos:

\$ = (Disponibilidades en) moneda nacional  
 us = (Disponibilidades en) moneda extranjera  
 br = Banco de la República  
 em = (Crédito bruto) externo monetizado  
 enm = (Crédito bruto) externo no monetizado  
 d = Agentes domésticos (sector privado y entidades y empresas públicas).  
 e = (Servicio deuda) externa

### A. Operaciones en moneda extranjera

A esta altura, conviene discriminar, para efectos analíticos, las operaciones que se efectúan en moneda nacional de aquellas denominadas en moneda extranjera <sup>(4)</sup>. Por simplicidad, se empezará por las segundas (valoradas en pesos a la tasa de cambio oficial, como lo hacen las cuentas fiscales) <sup>(5)</sup>:

$$(3) Df_{us} = D_{i_{us}} + Kenm$$

Reordenando:

$$(4) (Df_{us} - D_{i_{us}}) = Kenm$$

Esta identidad indica que una eventual acumulación ( $Df > D_i$ ) de recursos en moneda extranjera tiene su origen en créditos externos *no* monetizados. Ella puede tomar la forma tanto de un aumento de los depósitos en las cuentas denominadas en dólares de la Tesorería en el Banco de la República (como ocurrió en 1986 y 1987), como

de un valor creciente del saldo de títulos canjeables por certificados de cambio (TCCC) expedidos a favor del gobierno nacional. En cualquiera de las dos opciones se llega al resultado de que la Tesorería es contraccionista, pero en la contabilidad del Banco de la República la primera alternativa se presenta como un factor de disminución del "crédito al Gobierno Nacional-Tesorería" mientras que la segunda aparece como un mayor "pasivo no monetario". Para los propósitos de este trabajo, la forma como sea clasificado es indiferente, ya que lo que nos interesa captar es que, en cualquier caso, la decisión de la Tesorería de evitar la monetización de una parte del flujo de nuevos créditos externos da lugar a una contracción de la base. En cambio, una reducción en el saldo de las disponibilidades en moneda extranjera (es decir, una caída en el saldo de créditos externos no monetizados debida a su conversión a moneda local) es expansionista <sup>(6)</sup>.

De lo anteriormente expuesto se concluye entonces que, desde el ángulo de la contabilidad de la Tesorería, "el impacto monetario de las operaciones de este organismo en moneda extranjera" (IMNTUS) tiene el signo opuesto al del flujo del crédito ex-

(4) A partir de 1986 se autorizó al GNC a mantener cuentas en dólares en el Banco de la República, alimentadas por el saldo no monetizado de los recursos del crédito externo. Con la expedición de la Resolución 3 de 1988 de la Junta Monetaria, el GNC fue autorizado a suscribir títulos canjeables por certificados de cambio, que también hacen parte de las disponibilidades en moneda extranjera contempladas en este trabajo (véase la Sección II).

(5) Ello difiere del tratamiento monetario, que las valora a la tasa histórica promedio de contabilización de reservas.

(6) Bien sea porque disminuye el saldo de las cuentas en moneda extranjera (lo cual expande la base monetaria por el lado de los activos, dado el mayor valor del "crédito al gobierno nacional") o porque disminuye el saldo de los TCCC (lo cual disminuye el monto de los pasivos no monetarios, lo cual también es expansionista).

terno no monetizado, lo cual permite reescribir la ecuación (4) como:

$$(5) \text{IMNTUS} = -\text{Kenm}$$

Sin embargo, aunque las cosas se perciban así desde el ángulo de la Tesorería, al contemplar el conjunto de la base monetaria se llega a un resultado diferente. Obsérvese que la acumulación de saldos en moneda extranjera sólo tiene lugar cuando hay un flujo positivo de crédito externo. Y este último se traduce en un aumento de las Reservas Internacionales. El efecto expansionista de dicho factor se compensa con la contracción generada por la congelación de depósitos de la Tesorería. En el otro caso, cuando la Tesorería monetiza parte de esos depósitos en moneda extranjera (es decir, que disminuye el saldo de esta variable), en el instante mismo de su conversión a pesos, ellos pasan a engrosar las disponibilidades de la Tesorería en moneda nacional. Nuevamente, el efecto expansionista a que da lugar la monetización de los primeros, se compensa con la contracción que resulta del aumento de los depósitos en pesos.

Formalmente, la primera opción puede escribirse como:  $\Delta$  Disponibilidades en moneda extranjera =  $\text{Kenm}$  =  $\Delta$  RI

donde el primer elemento es contraccionista y el último es expansionista.

La segunda opción (monetización de depósitos en moneda extranjera) se traduce en:

— $\Delta$  Disponibilidades en moneda extranjera =  $-\text{Kenm}$  =  $\Delta$  Disponibilidades en moneda nacional.

Donde el primer elemento es expansionista y el segundo es contraccionista. Así, el efecto monetario de todos los movimientos aquí considerados es finalmente neutro<sup>(7)</sup>.

De todo ello se concluye, pues, que aunque desde el ángulo estrictamente de la Tesorería, el impacto monetario de las operaciones que este organismo efectúa en moneda extranjera puede ser diferente de cero, desde el punto de vista de la base monetaria, considerada en su conjunto, es neutro.

### ***B. Operaciones en moneda nacional***

Ahora veamos las operaciones en pesos. Partiendo de la misma identidad (2), separando las variables pertinentes y reordenando, se obtiene que:

$$(6) (\text{Di } \$ - \text{Df } \$) + (\text{Kbr} - \text{SDbr}) = (\text{Gf} + \text{I} + \text{SDp} - \text{Kd} - \text{T}) + (\text{SDe} - \text{Kem})$$

Como se puede apreciar fácilmente, el lado izquierdo de la identidad (6) constituye el "impacto monetario neto de las operaciones de Tesorería en moneda doméstica" (IMNTP) en su medición tradicional, que es igual a la variación de depósitos en la Cuenta Cajero del Banco de la República más el flujo del crédito neto del Emisor al GNC. Si el saldo es mayor que cero, su efecto es expansionista. Es conveniente anotar que el otorgamiento de un cupo de emisión del Banco de la República al gobierno (Kbr) aparece compensado en el momento mismo de su desembolso con un aumento en la disponibilidad final (Df) de recursos líquidos y su efecto es neutro hasta el momento en que se decida gastarlo, cuando finalmente contribuye a la expansión monetaria, como se verá a continuación.

(7) Ello es válido, como se verá enseguida, tan sólo en el momento mismo de su conversión a pesos. En el momento en que se decida gastarlo, habrá lugar a una caída de depósitos y, por ende, a una expansión monetaria. Pero esta operación sería captada en las operaciones en pesos, sobre las cuales se profundizará a continuación.

En el lado derecho de la identidad se expresan las operaciones fiscales que dan origen a las variaciones monetarias. Aquellas con signo positivo inducen una disminución de depósitos (gastos), mientras que las que tienen signo negativo generan una acumulación de depósitos (ingresos) y son, por ende, contraccionistas.

La identidad (6) nos da, además, otra valiosa información. Las operaciones fiscales que determinan el efecto sobre la base monetaria se pueden discriminar en dos partes: unas que afectan (o benefician a los agentes económicos domésticos<sup>(8)</sup>) ( $Gf + I + SDp - Kp - T$ ) y otras que se refieren a escapes de liquidez al exterior ( $SDe$ ) o ingresos provenientes del exterior ( $Kem$ ). En concreto, si el primer conjunto de elementos es positivo, los agentes domésticos reciben más liquidez de la que se le extrae y ello es expansionista monetariamente (desde la óptica de Tesorería). A éste lo denominaremos "impacto monetario sobre la economía doméstica" (IMED). En cambio, si el segundo elemento es positivo, ello es expansionista en la medición del efecto del crédito al gobierno sobre la base, pero constituye un escape de liquidez al exterior que no beneficia a los agentes económicos nacionales. De hecho, si el crédito externo neto (CEN) es negativo, es decir, si  $SDe > Kem$ , habrá una caída correlativa de las reservas internacionales y, desde el ángulo de la base monetaria en su conjunto, el efecto monetario es neutro, ya que el flujo de crédito neto al gobierno (expansionista) es igual a la caída en las reservas internacionales netas (contraccionista) inducida por el pago del servicio de la deuda gubernamental.

De otra parte, los desembolsos del crédito externo no tienen un impacto monetario neto en primera instancia. Supóngase inicialmente que no sean monetizados. Como

se vio anteriormente, si con base en ellos se constituyen títulos canjeables (TCCC), el efecto sobre las Reservas Internacionales (expansionista) se ve compensado con un aumento de OMAS (contraccionista). Si son monetizados directamente o si disminuye el saldo de TCCC en poder del gobierno, el efecto expansionista es compensado en un primer momento por un aumento en las disponibilidades en pesos de la Tesorería en el Banco de la República. De allí el signo negativo de la variable  $Kem$  en la identidad (6). En consecuencia, el efecto expansionista de las operaciones de Tesorería es imputable enteramente a los gastos, ya que son éstos los únicos que dan origen a una disminución en las disponibilidades líquidas.

Para sintetizar, teniendo en cuenta que el segundo conjunto de elementos de la identidad (6) equivale al inverso del crédito externo, ella se convierte en:

$$(7) \text{IMNTP} = \text{IMED} - \text{CEN}$$

Ahora bien, dado que las decisiones de financiamiento y gasto en moneda extranjera, contemplados en la variable CEN, inducen automáticamente movimientos compensatorios, de signo contrario, sobre otro elemento de la base monetaria, como son las reservas internacionales (por ejemplo, el pago de deuda externa se traduce tanto en una expansión del crédito al gobierno, IMNTP, como en una caída de los activos externos del país), entonces:

$$(8) \text{IMED} = \text{IMNTP} + \text{CEN}$$

Es decir que no basta con mirar el indicador IMNTP para evaluar el impacto mone-

(8) Donde se incluye tanto al sector privado como a entidades públicas descentralizadas y a los gobiernos departamentales y municipales.



tario final inducido por las operaciones de Tesorería. El mérito del indicador IMED que aquí se propone es que sintetiza el efecto inducido por la autoridad fiscal sobre la liquidez de los agentes domésticos.

Esta conclusión permanece válida si se abarca todo el conjunto de las actividades fiscales del gobierno. El "impacto monetario global de las operaciones de Tesorería" (IMNTG) es igual al resultante de las operaciones en moneda extranjera (IMNTUS) más el que proviene de aquellas en moneda nacional (IMNTP):

$$(9) \text{IMNTG} = \text{IMNTUS} + \text{IMNTP}$$

sustituyendo (7) en (9) y reordenando

$$(10) \text{IMED} = \text{IMNTG} - \text{IMNTUS} + \text{CEN}$$

Evidentemente, puesto que todas las relaciones antes planteadas son identidades contables, tal conclusión es tautológica. Pero indica que, en la medida en que ciertas decisiones públicas inducen movimientos compensatorios en otros elementos de la base monetaria (como se mostró anteriormente en los casos de IMNTUS y CEN), el IMED es la mejor síntesis del efecto monetario final de las operaciones fiscales sobre los agentes domésticos.

Para hacer una mayor claridad sobre los conceptos que vienen de ser discutidos, veamos algunos ejemplos sobre las implicaciones de diversas alternativas de financiamiento y uso de los recursos por parte de la Tesorería.

### *Ejemplo 1*

Supongamos que el gobierno no incurre en ningún tipo de gastos corrientes y que se limita a efectuar pagos de inversión financiados con impuestos. Es decir:

$$T = I$$

En este caso, el impacto monetario sobre la economía doméstica es neutro ( $\text{IMED} = 0$ ) y otro tanto ocurre con el impacto monetario global ( $\text{IMNTG} = 0$ ), puesto que no existen operaciones con el exterior.

### *Ejemplo 2*

Ahora supongamos que la inversión se financia sólo con recursos del crédito externo. Bajo esta alternativa:

$$\begin{aligned} K_{em} &= I \\ \text{IMED} &= I > 0 \end{aligned}$$

Pero  $\text{IMNTG} = 0$ , pues la caída en los depósitos asociada con el gasto es compensada con la acumulación que trae consigo la monetización del crédito externo.

Ahora bien, aunque el crédito del Banco de la República al Gobierno ( $C_g$ ) tiene un valor de cero, el camino escogido por éste para financiarse tiene repercusiones sobre otro elemento de la base monetaria, pues el ingreso del crédito externo (si bien es inicialmente contraccionista desde la óptica de Tesorería) se traduce en un aumento de las Reservas Internacionales y, por ende:

$$\begin{aligned} \Delta B &= \Delta RI (= K_{em}) > 0, \text{ con } C_g \\ & (= \text{IMNTG}) = 0 \end{aligned}$$

### *Ejemplo 3*

Si durante un período de tiempo el gobierno acude a los prestamistas externos para financiar su gasto, en un futuro deberá repagar sus compromisos. En este ejemplo supondremos que ya no se ejecuta ningún tipo de gastos diferente al servicio de la deuda al exterior y que éste se financia con impuestos ( $T = SDe$ ). En consecuencia:

$$\begin{aligned} \text{IMED} &= T < 0 \\ \text{IMNTG} &= -T + SDe = 0 \end{aligned}$$

Es decir que hay un drenaje de liquidez desde los agentes domésticos hacia la Tesorería para financiar los pagos al exterior, y aunque la medición tradicional del crédito del Banco de la República al Gobierno nos lleva a pensar que su acción tiene un efecto neutro sobre el dinero base, los agentes nacionales no viven la situación en la misma forma, pues su liquidez (*ceteris paribus*) se reduce por efecto del recaudo tributario, no compensado con gastos con impacto sobre la economía doméstica.

Ahora bien, el efecto de las actividades de Tesorería sobre la base monetaria no se detiene allí, pues se traduce, simultáneamente, en una caída de las Reservas Internacionales equivalente al monto del servicio de la deuda al exterior. Por ende:

$$B = -\Delta RI (= SDe) < 0, \text{ con } Cg = 0$$

#### *Ejemplo 4*

Si el gobierno refinancia sus pagos al exterior, es decir que  $SDe = Kem$ , entonces:

$$IMED = 0$$

$$IMNTG = SDe - Kem = 0$$

Y además, las reservas internacionales permanecen en el mismo nivel ( $\Delta RI = 0$ ).

Lo que muestran estos sencillos ejemplos es que las diversas alternativas entre las cuales puede escoger el gobierno respecto a su forma de financiamiento y a sus prioridades de gasto tienen implicaciones monetarias muy diferentes. Es por ello que un mismo resultado global ( $IMNTG = 0$ ) se asocia con un impacto sobre la liquidez de los agentes domésticos que puede tomar formas totalmente contrapuestas.

---

## III La política fiscal y el impacto monetario de la Tesorería en el período 1982-1988

---

Con base en el marco contable que se viene de presentar, en esta sección se evaluará la información sobre el impacto monetario neto de las operaciones de Tesorería en Colombia y sobre el manejo de la política fiscal en el período 1982-1988.

a) *Las operaciones de la Tesorería en moneda extranjera.* Por simplicidad, se empezará por analizar el efecto que han tenido las operaciones en dólares. En el Cuadro 1 se aprecia que, a partir de 1986, cuando se autorizó al gobierno a mantener en el Banco de la República<sup>(9)</sup> cuentas denominadas en moneda extranjera —alimentadas por la parte no monetizada de los créditos externos—, el saldo de las mismas no ha cesado de aumentar (es decir que, año tras año, las disponibilidades finales han superado a las iniciales). Ello ha sido posible, como se verá a continuación, por los esfuerzos de control que se han hecho en el ámbito fiscal desde aquel año y por el flujo neto positivo del crédito externo al gobierno nacional central en 1986 y 1988, que le han permitido dar cumplimiento cabal a sus obligaciones en moneda nacional con el producto de sus rentas domésticas y monetizando sólo una parte de la recibida por concepto de créditos externos.

Conviene recordar de pasada que, a diferencia de los depósitos en moneda nacio-

---

(9) Este tipo de operaciones tuvo antecedentes a fines de la década de los años setenta, en un período de auge del financiamiento externo al país, pero había sido suspendido en la primera mitad de los años ochenta.

CUADRO 1

**Impacto monetario de las operaciones de Tesorería en dólares**

(Miles de millones de pesos corrientes) (a)

Año	(1) Di us	(2) Df us	(3) Kenm	(4) IMNTUS (1-2 = -3)
1986 .....	0	66.2	66.2	-66.2
1987 .....	66.2	109.9	43.7	-43.7
1988 .....	109.9	231.8	121.9	-121.9

(a) La información de base, en dólares, ha sido convertida a pesos a la tasa de cambio oficial de fin de año.

Fuente: Tesorería General de la República.

nal, las cuales no reditúan ningún rendimiento financiero, aquellos denominados en dólares se valorizan al ritmo de la devaluación (e incluso por encima a partir de 1988, pues la Resolución 3 de la Junta Monetaria de aquel año autorizó al gobierno a suscribir títulos canjeables<sup>(10)</sup> por certificados de cambio cuando ellos fuesen comprados con las antiguas cuentas en dólares o con el producto de los nuevos desembolsos de crédito externo)<sup>(11)</sup>.

Así pues, el incremento en los depósitos de la Tesorería en moneda extranjera (o en TCCC) en los últimos años ha tenido un efecto contraccionista sobre la base monetaria, el cual ha compensado en alguna medida la expansión asociada al aumento de las reservas internacionales por los desembolsos del crédito externo.

b) *Las operaciones de la Tesorería en moneda nacional.* Pasando ahora a las operaciones en pesos, donde se concentrará la mayor parte de nuestra atención, lo primero que llama la atención al observar el Cuadro 2 es que las medidas de ajuste, iniciadas en 1983 con el control al gasto público y reforzadas a partir de 1984 con la mayor presión tributaria y la captación de

recursos de crédito doméstico (como los TAN, bonos de financiamiento presupuestal y especial y otros) con miras a sustituir los ingresos que antes se recibían por concepto de las utilidades de la CEC<sup>(12)</sup>, han tenido como resultado una caída sustan-

(10) Su rendimiento es del 3% para los emitidos con un plazo de un mes y del 4% para los emitidos a tres meses.

(11) Una consecuencia de esta decisión es que el gobierno se apropia directamente de un rendimiento que de otra forma engrosaría las utilidades de la Cuenta Especial de Cambios. En otras circunstancias, la cuantía de tales utilidades que han sido esterilizadas en el Fondo de Estabilización Cambiaria hubiera sido bastante superior.

(12) Hasta 1983 el gobierno se apropiaba, en calidad de ingreso ordinario, la totalidad de las utilidades de la Cuenta Especial de Cambios (CEC). En las cifras del Cuadro 2 se ha discriminado entre la parte de ellas que corresponde a impuestos de café y remesas (que son un ingreso corriente) y las que se generaban en las utilidades por compra-venta de divisas y manejo de reservas (que se consideran como crédito del Banco de la República al gobierno). A raíz de la expedición del Decreto 73 de 1983, los ingresos tributarios fueron entregados al gobierno y el resto se distribuyó entre dos Fondos: el de Inversiones Públicas y el de Estabilización Cambiaria. Del primero se hizo uso como mecanismo de financiamiento (monetario) en 1984, pero a partir de 1985 su importancia es prácticamente despreciable. El segundo constituye un mecanismo de esterilización monetaria. Este procedimiento, sin embargo, puede sufrir modificaciones a raíz de la aprobación del nuevo Estatuto Orgánico del Presupuesto (Ley 38 de 1989).

cial de la contribución de la Tesorería a la variación de la base (al respecto, véase la última fila para cada año de los indicadores IMNTP/B(F) e IMNTP/B(S)n-1 del Cuadro 3). Como era de esperarse, lo anterior se traduce en un mayor drenaje de liquidez de los agentes domésticos hacia el gobierno, de tal magnitud que hace que IMED se torne contraccionista a partir de 1985, alcanzando su pico histórico (negativo) en 1986 y 1987.

Pero además, la brecha entre el IMNTP y el IMED se ha venido ampliando en forma acelerada desde 1984, pasando de un valor absoluto de \$ 19.3 miles de millones (MM) ese año a casi \$ 203 MM en 1987. El principal determinante de esta brecha lo constituye el creciente servicio de la deuda externa, que pasa de \$ 26.8 MM en 1983 a \$ 306 MM en 1988 (véase Cuadro 2).

Dados estos resultados, conviene precisar las características del proceso de ajuste de los últimos años. Para tal efecto, en el

Cuadro 4 se han convertido las cifras fiscales del Cuadro 2 a precios constantes de 1982. Lo que más llama la atención es la destacada contribución del mayor esfuerzo tributario (que prácticamente se duplica en términos reales entre el comienzo y el final del período en cuestión) al ajuste de las cuentas fiscales. El impacto monetario de Tesorería también se vio reducido por el apoyo del crédito doméstico (Kd) al financiamiento público entre 1983 y 1986. Y si bien mucho menos importantes que los anteriores, no es despreciable la contribución de la caída sistemática de la inversión real hasta 1986 y de una dinámica de crecimiento de los gastos de funcionamiento muy inferior al de los ingresos entre 1982 y 1987. Esto hace que, mientras en 1982 los ingresos corrientes fueran casi idénticos a los gastos de funcionamiento, en 1987 los superaran en un 40% en términos reales. De allí, pues, el giro sustancial que sufre el IMED en el transcurso de unos pocos años.

CUADRO 2

**Impacto monetario de las operaciones de Tesorería en pesos**

(Miles de millones de pesos corrientes)

Año	(1) Gf	(2) I	(3) SDd	(4) T	(5) Kd	(6) = (1+2+3) - (4+5) IMED	(7) Ker	(8) SDei	(9) SDea	(10) = (7) - (8+9) CEN	(11) = (6-10) IMNTP	(12) Di	(13) Df	(14) Kbr	(15) SDbr	(16) (12-13+ 14-15) IMNTP
1982 (a)	193.1	80.1	12.1	202.2	2.9	80.2	23.0	15.3	8.0	-0.3	80.5	9.6	7.3	83.7	0.3	85.7
1983 (a)	243.9	81.7	12.0	242.0	21.6	74.0	3.8	16.8	10.0	-23.0	97.0	7.3	20.8	116.3	0.4	102.6
1984	306.4	95.1	14.7	301.9	57.0	57.3	19.2	21.1	17.4	-19.3	76.6	20.6	24.4	123.2	42.8	76.6
1985	351.4	111.8	19.9	437.8	57.8	-12.5	31.2	30.2	30.7	-29.7	17.2	24.4	51.3	70.0	25.9	17.2
1986	458.9	128.6	16.2	638.7	58.7	-93.7	27.2	52.3	67.7	-92.9	-0.8	51.3	122.1	85.0	15.0	-0.8
1987	804.0	191.8	18.0	911.2	16.0	-113.4	11.1	83.2	130.7	-202.8	89.4	122.1	84.3	55.0	3.4	89.4
1988	852.6	307.5	28.5	1,207.2	18.0	-36.6	167.0	102.4	203.5	-138.9	102.3	84.3	29.6	54.0	6.4	102.3

(a) En 1982 y 1983 se incluyen los ingresos tributarios de la CEC dentro de los ingresos corrientes (T). El resto de las utilidades de la CEC se clasifican como crédito del Banco de la República. Para estos mismos dos años, las inconsistencias estadísticas de la información de base no permiten conciliar exactamente las cifras fiscales (columna 11) con las monetarias (columna 16).

Fuente: Tesorería General de la República y Banco de la República.

CUADRO 3

**Indicadores**

(Miles de millones de pesos y porcentajes)

Año	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Base monetaria saldos BM(S)	Base monetaria flujos (a) BM(F)	IMED	IMNTP	BM(F) (3/2)	BM(F) (4/2)	BM(S) (n-1) (3/1)	BM(S) (n-1) (4/1)
1982	243.8	36.6	80.2	85.7	219.1	234.2	38.7	41.4
1983	276.7	32.9	74.0	102.6	224.9	311.9	30.4	42.1
1984	327.5	50.8	57.3	76.6	112.8	150.8	20.7	27.7
1985	412.2	84.7	-12.5	17.2	-14.8	20.3	-3.8	5.3
1986	528.6	116.4	-93.7	-0.8	-80.5	-0.7	-22.7	-0.2
1987	695.1	166.5	-113.4	89.4	-68.1	53.7	-21.5	16.9
1988	881.9	186.8	-36.6	102.3	-19.6	54.8	-5.3	14.7

(a) Variación del saldo de la base a diciembre 31 del año n respecto a diciembre 31 del año n-1.

Fuente: Tesorería General de la República y Banco de la República.

CUADRO 4

**Impacto monetario de las operaciones de Tesorería (en pesos)**

(Miles de millones de pesos constantes de 1982) (a)

Año	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (1+2+3) -(4+5)	(7)	(8)	(9)	(10) = (7)-(8+9)	(11) = (6-10)
	Gf	I	SDdom	T	Kd	IMED	Kem	SDei	SDea	CEN	IMNTP
1982	193.1	80.1	12.1	202.2	2.9	80.2	23.0	15.3	8.0	-0.3	80.5
1983	203.6	68.2	10.0	202.0	18.0	61.8	3.2	14.0	8.3	-19.2	81.0
1984	220.3	68.4	10.6	217.0	41.0	41.2	13.8	15.2	12.5	-13.9	55.1
1985	203.6	64.8	11.5	253.7	33.5	-7.2	18.1	17.5	17.8	-17.2	10.0
1986	223.7	62.7	7.9	311.4	28.6	-45.7	13.3	25.5	33.0	-45.3	-0.4
1987	238.8	75.8	7.1	360.3	6.3	-44.8	4.4	32.9	51.7	-80.2	35.3
1988	263.2	94.9	8.8	372.6	5.6	-11.3	51.5	31.6	62.8	-42.9	31.6

(a) Cifras del Cuadro 2 deflactadas por el IPC.

Fuente: Tesorería General de la República y Banco de la República.

Por el lado del financiamiento externo, lo que debe observarse es que los acuerdos hechos por el país con sus acreedores externos desde 1984 han permitido refinar la carga de las amortizaciones. En efecto, si se suman las variables Kenm y Kem de los Cuadros 1 y 2 entre 1984 y 1988, se encuentra que el crédito bruto externo, a precios corrientes, asciende a \$ 487 MM en el período, cifra bastante similar al costo de las amortizaciones al exterior (SDea), que es de \$ 450 MM. Dada esta compensación, su efecto sobre las reservas internacionales es neutro y lo mismo ocurre con las cuentas de Tesorería. Pero respecto al pago de intereses (SDei) la situación es diferente. En la medida en que los recursos recibidos del exterior no han sido suficientes para aliviar la carga por este concepto; ha sido necesario reforzar la presión sobre otras partidas domésticas, de forma que éstas generen excedentes financieros que hagan posible su pago sin causar desbordamientos monetarios.

Lo que esto indica es que en los últimos años se ha dado una transferencia real de recursos del sector privado hacia el gobierno (en forma de impuestos y bonos de deuda pública), con miras a lograr, simultáneamente, los siguientes tres objetivos: reducir el tamaño del déficit fiscal, aligerar el impacto monetario de la Tesorería y servir los cada vez más onerosos compromisos con los acreedores internacionales por concepto del pago de la deuda externa.

Una consecuencia de lo anterior es que la Tesorería General de la República ha venido captando montos crecientes de la liquidez de los agentes domésticos. Esta afirmación se limita a constatar un resultado explícitamente buscado por las políticas de ajuste en el campo fiscal. Con ello no se dice que, en términos absolutos, el margen

del dinero base orientado hacia los agentes domésticos se haya reducido en los últimos años, pues el comportamiento de las reservas internacionales y los cupos de crédito que les ha asignado el Emisor pudieron (o no) haber más que compensado lo ocurrido con el gobierno central. Este análisis, sin embargo, sobrepasa los objetivos del presente trabajo.

Por último, conviene anotar que en 1988 se presenta una franca reversión en las tendencias antes señaladas. Al respecto, cabe señalar que, efectivamente, el déficit fiscal nuevamente ha empezado a aumentar y que ello ha obligado a la Tesorería a recurrir a sus depósitos en el Banco de la República como mecanismo de financiamiento. Ahora bien, a pesar de que el IMED tuvo un valor negativo de sólo \$ 37 MM (contra \$ 113 MM el año anterior), el IMNTP apenas superó en \$ 13 MM al del año anterior, gracias a la amplia disponibilidad de crédito externo con la que contó el país, que hizo posible, simultáneamente, monetizar \$ 167 MM (contra \$ 11 MM en 1986 y alrededor de \$ 30 MM tanto en 1985 como en 1986) y seguir aumentando el saldo de depósitos en moneda extranjera no monetizados. En 1989, dichas tendencias se verán reforzadas, pues se prevé que el crecimiento de los ingresos corrientes será inferior al de los gastos domésticos, de forma que, luego de varios años, el IMED volverá a un valor de cero o, incluso, ligeramente positivo. El IMNTP, por su parte, puede incluso tornarse aún más expansionista que en los dos últimos años.

Ahora bien, aunque en la forma exposición de este trabajo se ha discriminado entre las operaciones en pesos y las que se hacen en dólares, concentrando la aten-

ción en la primera (y en sus relaciones con la base monetaria), la medición correcta del impacto monetario global de la Tesorería es la suma del IMNTP y del IMPTUS. Hasta 1985, el IMNTP es idéntico al IMNTG<sup>(13)</sup>. Pero a partir de 1986 debe añadirse las operaciones en moneda extranjera (IMNTUS). Para no fatigar al lector con otra larga enumeración de cifras y cuadros, basta con señalar que dicha suma arroja los siguientes valores:

IMNTG*	IMNTG/B.M.(F)	IMNTG/B.M.(S) n-1
1986 — 67.0	—57.6%	—16.2%
1987 + 45.7	+27.5%	+ 8.7%
1988 — 19.6	—10.5%	— 2.8%

\* (Miles de millones de pesos corrientes)

Ellos fueron negativos (contraccionistas) en 1986 y 1988, años de abundante crédito externo que no fue monetizado en su totalidad y positivo (expansionista) en 1987, cuando el crédito externo neto tuvo su más bajo valor y hubo una importante caída de las disponibilidades en pesos.

Antes de concluir este acápite, es oportuno señalar que la información que se viene de presentar adolece de algunas deficiencias, puesto que una parte de los gastos clasificados como “inversión indirecta” por la Tesorería, constituyen en realidad transferencias a otros niveles del sector público para pago de deuda externa<sup>(14)</sup>. Esto no afecta el IMNTP pero, dado que tal tipo de gastos se filtra al exterior, deben ser deducidos del IMED para tener una visión más completa del impacto contraccionista de las operaciones fiscales sobre los agentes domésticos, y en especial el sector privado, en los últimos años<sup>(15)</sup>. La información pertinente y el recálculo de un “IMED

ajustado” se presenta en el Cuadro 5. Aunque los datos anteriores a 1986 fueron extraídos de informes de la Contraloría General de la República y se tratan de ejecuciones presupuestales (no de caja) que deben ser tomados con algunas reservas, resulta impactante constatar que la contracción inducida por las operaciones fiscales sobre los agentes nacionales supera la expansión total de la base en 1986, prácticamente la iguala en 1987 y es superior a la mitad de aquella última en 1988 y 1985. Esta es una consecuencia de la carga que ha debido asumir el gobierno central para contribuir al ajuste de otras entidades y empresas públicas (particularmente del sector eléctrico), lo cual es una fuente de desajuste fiscal que exige ejercer aún mayores presiones sobre los agentes domésticos. Lo anterior refuerza aquello que se ha querido recalcar en este trabajo en el sentido de que la liquidez doméstica *originada en las operaciones de la Tesorería* se ha visto sustancialmente reducida y que una buena parte de ella ha sido canalizada hacia el servicio de la deuda externa.

## IV Conclusiones

En este trabajo se ha desarrollado un marco contable que permite visualizar el

(13) Entre 1982 y 1985 no hubo depósitos denominados en moneda extranjera. Por ende, el IMNTP sintetiza el efecto global de todas las operaciones de Tesorería sobre la Base Monetaria.

(14) Cabría hacer un ajuste adicional en función de los gastos que se ejecutan en el exterior para compra de equipos, armamento, etc., pero la información disponible no lo permite.

(15) Obviamente, el ajuste hacia abajo del IMED se compensa con otro, de idéntica cuantía pero hacia arriba, del SDe, con lo cual IMNTP permanece inalterado.

CUADRO 5

**Ajustes al cálculo del IMED 1982-1988**

(Miles de millones de pesos)

	(1) IMED	(2) "Inversión indirecta" para servicio de deuda externa (a)	(3) IMED "ajustado" (1-2)	(3) IMED "ajustado" real (b) (Precios constantes 1982)
1982 .....	86.8	7.1	73.1	73.1
1983 .....	78.0	11.4	62.6	52.3
1984 .....	57.3	12.5	44.8	32.2
1985 .....	-12.5	48.8	-61.3	-38.4
1986 .....	-93.7	40.9	-134.6	-65.6
1987 .....	-113.4	44.8	-158.2	-62.5
1988 .....	-36.6	56.8	-93.4	-28.8

(a) En 1982-1985 se refiere a giros más reservas aprobados por la Contraloría, calculados indirectamente y no necesariamente constituyen pagos efectivamente realizados por la caja de la Tesorería. Para 1986-1988 los datos fueron obtenidos directamente de Tesorería.

(b) Deflactado por el IPM (promedio anual).

Fuente: Contraloría General de la República — Tesorería General de la República — Banco de la República y Cuadro 2.

impacto monetario global de las operaciones de la Tesorería General de la República a partir de sus determinantes fiscales. Con base en él se ha demostrado que, en la medida en que las operaciones en moneda extranjera y aquellas en moneda nacional relacionadas con monetizaciones de crédito externo y servicios de la deuda al exterior generan movimientos compensatorios de otros componentes de la base monetaria, la síntesis del efecto inducido por la autoridad fiscal sobre la liquidez de los agentes domésticos se encuentra en un indicador al que se denominó IMED. Este último representa la diferencia entre los gastos (usos) que benefician directamente a los agentes domésticos y las fuentes de recursos que tienen su origen en créditos y tributos impuestos a los agentes nacionales.

En la segunda sección se ha hecho uso de aquel marco contable para interpretar las implicaciones monetarias de las políticas fiscales del gobierno nacional en el período

1982-1988. Una primera conclusión que emerge de este análisis es que, como era de esperarse, el plan de ajuste fiscal se reflejó en una reducción sistemática de la contribución de la Tesorería a las variaciones de la base monetaria, especialmente entre 1985 y 1987. Para tener una visión más completa de este proceso es necesario tener en cuenta que los acuerdos hechos por las autoridades nacionales con sus acreedores externos han permitido refinanciar la carga de las amortizaciones. Al mismo tiempo, sin embargo, el costo del pago de intereses al exterior, el cual se ha duplicado en términos reales entre el comienzo y el final del período, ha debido ser cubierto exclusivamente sobre la base del esfuerzo fiscal doméstico. De esta forma, la autoridad fiscal se ha visto en la necesidad de imponer una fuerte presión sobre los agentes domésticos (en especial del sector privado) con miras a lograr una transferencia real de recursos desde estos últimos hacia la primera, destinada a cumplir un triple propó-



sito del plan de ajuste fiscal: aligerar el impacto monetario de la Tesorería, servir los crecientes compromisos con los acreedores externos por concepto del pago de intereses (sin recurrir al financiamiento monetario) y disminuir el tamaño del déficit fiscal

Dada la incapacidad de reducir el valor real de los gastos de funcionamiento (si bien su ritmo de crecimiento anual real se limitó al 4%, entre 1982 y 1987), la variable clave del plan de ajuste fue la presión tributaria, la cual se incrementó a un ritmo promedio (real) del 8.4% anual, de forma que su valor en 1987, a precios constantes de 1982, superaba en un 50% el de aquel año. También contribuyeron a aquellos resultados la caída en la inversión real hasta 1986 y el uso más activo de instrumentos de financiación doméstica del déficit (en especial de las TAN) entre 1983 y 1986.

De allí se deduce, entonces, que la Tesorería ha captado montos crecientes de la liquidez de los agentes domésticos. Dicho de otra forma, la Tesorería pasó de convertirse en una fuente de liquidez para los agentes domésticos a comienzos de la década, a un factor de contracción de la base monetaria a partir de 1985, como lo muestra el indicador IMED. Ello no quiere decir, sin embargo, que la liquidez global de los agentes domésticos, considerada en su conjunto, se haya reducido como resultado del proceso de ajuste, pues la dinámica de otras fuentes de emisión pudo haber más que compensado este resultado.

En consecuencia, tampoco es conveniente extraer de aquí conclusiones respecto a la

dinámica del efecto de desplazamiento ("crowding-out"), dado que para ello sería necesario evaluar más de cerca la evolución del sector público en su conjunto, de la política monetaria y de la distribución de la base monetaria entre los diversos agentes económicos, lo cual, ciertamente, sobrepasa los más modestos objetivos de este trabajo. No obstante, el método planteado en las páginas anteriores contribuye a visualizar los efectos monetarios inducidos por la gestión fiscal de un agente específico (la Tesorería General de la República), que es uno de los factores que determinan la dinámica de aquel proceso más general. Dicho método podría ser utilizado para extender el análisis al contexto más amplio de todo el sector público.

En relación con lo anterior, también debe haber claridad sobre el hecho de que, aunque el impacto monetario de la Tesorería en algunos años sea negativo o neutro, ello no quiere decir ni que la composición del gasto sea "apropiada" ni que su forma de financiamiento sea sana. De hecho, aquel resultado puede ser consecuencia de los elevados pagos al exterior, que generan presiones indeseables sobre la balanza de pagos y sobre otras variables macroeconómicas fundamentales. También puede presentarse cuando se recurre al financiamiento monetario para cubrir pagos al exterior (es decir, para financiar una caída en reservas internacionales), lo cual, ciertamente, es criticable. Finalmente, el gasto público puede inducir un deterioro en la balanza de pagos en forma indirecta, al sostener un excesivo nivel de gasto doméstico.

## Anexo

La información contenida en los flujos de fondos que vienen de ser discutidos en este documento, puede ser reordenada de otra manera para estimar un “déficit económico de Tesorería”. Este, sin embargo, no coincide con el “déficit de operaciones efectivas” del gobierno nacional central, en razón de la inclusión en el último de ciertas operaciones que, aunque no pasan por las arcas del Tesoro, afectan los estimativos de déficit público.

La comparación entre ambos se presenta en el Cuadro A-1. A continuación se procederá a explicar los motivos de las diferencias en cada rubro.

*Ingresos Corrientes.* De los \$ 16.8 MM del ajuste que se hace para pasar de los datos de Tesorería a los de Operaciones Efectivas, \$ 7.5 MM lo explican ingresos de las cajas subalternas (para pagar sus propios gastos) y otros \$ 9.3 MM se explican por razones diversas, tales como rezagos contables y posiblemente algunas rentas con destinación específica que ingresan directamente a la caja de los beneficiarios sin pasar por la Tesorería.

*Gastos de Funcionamiento.* La diferencia de \$ 38.2 MM se discrimina así, \$ 8.5 MM de pagos hechos directamente por las cajas subalternas, \$ 27.3 MM de gastos militares hechos en el exterior (financiados con crédito de proveedores) y \$ 2.4 MM en otros de menor importancia.

*Intereses Domésticos.* Los \$ 13.2 MM del ajuste se deben a intereses de los TAN pagados con re colocación de títulos en el público.

*Inversión.* Este año, la Nación cedió parte de los recursos por ella contratada a ciertos proyectos prioritarios como la Hidroeléct-

trica de Betania, el Acueducto de Agua-blanca y al IFI, que sumaron \$ 31.4 MM e ingresaron directamente a las arcas de los beneficiarios. El servicio de la deuda, sin embargo, quedó a cargo de la Nación. Además, se hicieron gastos de inversión en el exterior, financiados con crédito de proveedores por \$ 18 MM y fueron pagados \$ 2.3 MM de deudas pendientes del IDEMA, que tampoco pasaron por las arcas del Tesoro.

Por el lado del financiamiento se encuentra la contrapartida de varias de estas operaciones, por los valores arriba enumerados, así: en el crédito monetizable, la parte del Jumbo; en el crédito no monetizable, lo correspondiente a préstamos de proveedores para gastos generales e inversión, más lo del IDEMA. En el crédito interno se clasifican los \$ 13.1 MM del pago de intereses TAN con nuevas colocaciones de títulos en el público. En la partida “crédito del Banco de la República” se añaden \$ 1.7 MM del subsidio implícito del que se beneficia la Nación por efectuar sus pagos a la tasa histórica promedio de contabilización de reservas (en lugar de la oficial).

Finalmente, hay una diferencia de \$ 4.7 MM de acumulación de depósitos que se origina en la variación de la caja de las subalternas. Ahora bien, el margen de error en la medición del impacto monetario del gobierno nacional en que se incurre por trabajar exclusivamente con cifras de Tesorería es muy bajo. Ello es así porque ni el financiamiento ni el pago de los intereses de los TAN tuvieron efecto monetario<sup>(16)</sup>,

(16) En 1986, no tuvieron efecto monetario porque el pago de intereses de los TAN se cubrió con la colocación de nuevos títulos entre el público. En otros años (1984, 1985 y 1988) fue necesario recurrir a la garantía TAN, lo cual sí implica emisión monetaria.

así como tampoco las operaciones con proveedores externos ni la deuda del IDEMA. Respecto a la porción del crédito Jumbo, lo ingresado ese año es idéntico a lo gastado <sup>(17)</sup>, de forma que no se alteran los cálculos hechos en el trabajo. La diferencia entre las demás operaciones de ingresos corrientes (contraccionistas) y de gastos de funcionamiento e inversión (expansionistas), arrojarían como resultado una mayor contracción del IMED (idéntico en este caso al del IMNTP), no con-

templada en los estimativos hechos en la Parte II de este trabajo, de apenas \$ 5.9 MM.

Para otros años, las diferencias tampoco son muy significativas (alrededor de \$ 6 MM tanto en 1984 como en 1985, \$ 7.4 MM en 1987 y \$ 3 MM en 1988).

---

(17) En relación con su impacto cambiario, puesto que la mayor parte se destinó a transferencias para pago de deuda externa, resulta también cercano a cero.