



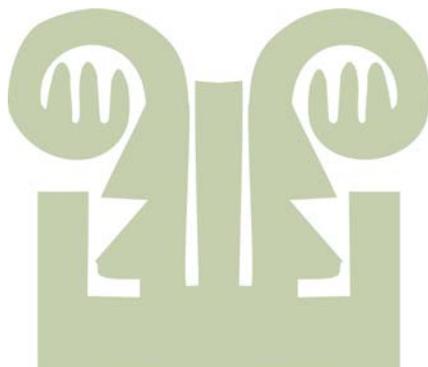
ENSAYOS

sobre política económica

La Cuenta Especial de Cambios, las utilidades del Banco de la República y el déficit del sector público

Roberto Steiner.

Revista ESPE, No. 20, Art. 06, Diciembre de 1991
Páginas 175-189



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.

La Cuenta Especial de Cambios, las utilidades del Banco de la República y el déficit del sector público

Roberto Steiner*

Resumen

Las estadísticas fiscales usualmente no involucran al sistema financiero oficial y, consiguientemente, pueden subestimar la presión que el sector público ejerce sobre los recursos de la economía. En el presente trabajo se consolida el resultado del Banco de la República con el del sector público no financiero, mediante la recomposición de algunos rubros de la Cuenta Especial de Cambios. En particular, se considera el costo de la política monetaria como un egreso corriente del sector público consolidado, el rendimiento de las reservas internacionales como un ingreso corriente del mismo, y el mayor valor en pesos de las reservas internacionales producto de la devaluación como una cuenta de ajuste en el balance del Banco. La puesta en práctica de la metodología indica que en el pasado reciente ha surgido un importante desbalance fiscal en el Banco, del orden de 1% del PIB, producto de recurrir al uso de operaciones de mercado abierto como elemento fundamental para financiar la acumulación de reservas internacionales.

* Las opiniones expresadas son responsabilidad exclusiva del autor. Se agradece la colaboración de Luz A. Saavedra y los comentarios de O. Bernal, A. Carrasquilla, S. Herrera y R. Suescún.

I Introducción

El análisis de las finanzas públicas generalmente sólo abarca al *sector público no financiero*, dejando de lado, entre otras, las operaciones, diferentes a financiamiento directo, que realiza el Banco Central con el Gobierno. Dicha forma de aproximación puede llevar a una subestimación de la presión que ejerce el sector público sobre los recursos de la economía, aspecto que es parcialmente resuelto con una definición más amplia del mismo, la cual involucra al Banco Central¹. El desbalance fiscal originado en el Banco suele denominarse déficit "cuasi-fiscal".

Este no cuenta con una definición única y, ciertamente, su cuantificación depende del contexto institucional en que se de². Suele referirse al hecho de que el Banco, con cargo a recursos de emisión o captados a tasas de interés inferiores a las de mercado, lleva a cabo labores de índole fiscal. En tal sentido, muchos autores han abordado el tema desde el punto de vista del *costo de oportunidad* de los recursos. El caso más común es el de la financiación que el Banco otorga al Gobierno; puesto que el pago de intereses sobre ésta es un egreso corriente, en la medida en que la financiación sea a un costo inferior al de mercado, se subestima el verdadero monto del déficit fiscal.

Para el caso colombiano aproximaciones al tema se encuentran en Sarmiento (1990) y Restrepo (1991)³. Este último señala que hubo de tener en cuenta un cúmulo de operaciones debido a que el Banco cuenta con un régimen legal especial mediante el cual no se ve obligado a transferir sus utilidades al Gobierno⁴. Ello implicó, por ejemplo, contabilizar como egresos del Gobierno los gastos culturales que ejecuta el Banco. Lógicamente, si las utilidades de éste fueran del Gobierno, el grado de detalle con que Restrepo trabaja el tema serviría para precisar la distribución del desequilibrio fiscal entre entidades, pero no alteraría el resultado global.

En este documento proponemos una metodología que permite asimilar la situación que efectivamente ha imperado en Colombia, y que se describe más adelante, a una en la cual las utilidades del Banco son un ingreso del Gobierno. En cuanto a que queremos analizar el resultado consolidado, dejamos por fuera las operaciones entre los dos que se anulan en la agregación. Desaparecen gran parte de los rubros considerados en los estudios

¹ En adelante nos referiremos indistintamente al Banco de la República, al Banco Central, o simplemente al Banco.

² Al respecto, véase Teijeiro (1989).

³ Sarmiento adiciona al sector público, además del Banco de la República, otros intermediarios financieros oficiales.

⁴ Como veremos más adelante, el esquema particular que aplica en Colombia determina que, en la práctica, las utilidades que arroja el Banco de la República no alcancen montos significativos.

anteriores y, de hecho, solamente se mantienen aquellos que no han formado parte del estado de pérdidas y ganancias del Banco. Muy particularmente, nos referimos a la Cuenta Especial de Cambios (CEC).

No pretendemos analizar exhaustivamente el balance y el estado de pérdidas y ganancias del Banco. Simplemente, propondremos una nueva cuantificación de las estadísticas fiscales, corrigiendo las usualmente conocidas por una presentación alternativa de la CEC⁵. Nuestro interés en el tema surge de la percepción de que las cifras fiscales de Colombia para el pasado reciente se alteran en forma considerable si la definición de sector público se amplía para incluir algunas importantes operaciones que realiza el Banco.

II Metodología

A) Breve descripción de la CEC ⁶

La CEC es una cuenta en el pasivo del Banco, cuyo origen se remonta a la década del treinta. Nos limitamos a describir la situación vigente, desde que mediante el Decreto 2786 de 1989 se estableció que el resultado anual de la cuenta, el cual describimos brevemente más adelante, se distribuiría, en proporciones a determinar por la Junta Monetaria, entre el Gobierno Nacional y dos fondos establecidos en el Banco: el de Estabilización Cambiaria (FEC) y el de Inversiones Públicas (FIP). Los recursos del primero se destinan a cubrir eventuales pérdidas cambiarias de la cuenta; los del segundo a extenderle crédito para inversión al sector público.

El resultado anual de la cuenta surge de comparar sus ingresos con sus egresos ⁷. Son ingresos de la cuenta el producto de invertir las reservas internacionales, las utilidades por compra y venta de divisas (UCVD), el diferencial cambiario neto y el oro neto. Las UCVD surgen de vender divisas a un precio superior al costo promedio de adquisición de las mismas; dicha utilidad es necesariamente positiva en un régimen de mini-devaluaciones. El diferencial cambiario neto se refiere a la ganancia o pérdida en que se

⁵ Tal como plantean Robinson y Stella (1987) refiriéndose al complejo problema de compaginar las estadísticas fiscales con el resultado operacional del Banco, no se trata de adaptar las cuentas de éste a la metodología usual de las finanzas públicas; simplemente, se pretende hacer una aproximación metodológica que resulta interesante desde el punto de vista analítico.

⁶ Al lector interesado en una presentación detallada de la CEC lo remitimos a Jaramillo y Montenegro (1982) y Montenegro (1983).

⁷ En el Anexo aparece la CEC en su presentación tradicional. En el Cuadro 2 que se analiza más adelante se consigna una versión simplificada de la misma, con una estructura que coincide con aquella que se utiliza en esta sección.

incurre cuando nuestros activos externos denominados en monedas fuertes diferentes al dólar (unidad de cuenta de las reservas) se aprecian o deprecian respecto de la divisa americana. Finalmente, el oro neto es un rubro que recoge la ganancia o pérdida en que se incurre al vender el metal a un precio diferente a su costo de adquisición.

Son egresos de la cuenta el pago de intereses y diferencial cambiario (devaluación) de los pasivos emitidos por el Banco y denominados en moneda extranjera, así como una remuneración que se le reconoce a éste por administrar la misma. Por disposiciones de la Junta Monetaria (particularmente la Resolución 60 de 1979), el Banco reinvierte en Títulos Canjeables (emitidos "con cargo a las reservas internacionales") los recursos de operaciones de mercado abierto que capta a través de la colocación de Títulos de Participación, así como otros pasivos originados en la necesidad de hacer control monetario, como es el caso del FAVI y los Títulos Canjeables emitidos directamente al Gobierno (Resolución 3 de 1988).

B) La CEC como parte del P y G del Banco

Proponemos involucrar en las ganancias del Banco el rendimiento financiero de los activos que figuran en su balance⁸. Es decir, estas incluirían el producido tanto de invertir las reservas internacionales como de extender crédito al Gobierno y al sector privado. Adicionalmente, y en cuanto a que el Gobierno es propietario del Banco, las utilidades de éste deben revertir a aquél, una vez se hayan hecho las reservas del caso, como se discute más adelante.

1. Crédito doméstico

a) Crédito al Gobierno y costo de la política monetaria: dado que en el caso que nos ocupa el Banco otorga crédito al Gobierno prácticamente sin intereses, habría dos formas de involucrar el impacto fiscal de la operación: i) como en Restrepo, imputándole un costo de oportunidad a los recursos; ii) considerando una definición amplia de sector público en la cual, al involucrar el Banco Central, aparezca explícitamente el costo de la política monetaria como un egreso corriente, indistinguible del servicio de cualquier forma de deuda pública. Al fin y al cabo, la necesidad de llevar a cabo una política monetaria contraccionista suele originarse en la necesidad de compensar el impacto monetario del déficit fiscal y/o el de la acumulación de reservas internacionales en un ambiente en el cual el incremento de las mismas no se financia con ahorro público.

⁸ En la actualidad, algunos activos que aparecen en el balance del Banco, muy notoriamente las reservas internacionales, producen rendimientos que no hacen parte de sus ingresos, razón por la cual, como sugerimos en la Introducción, en la práctica las utilidades generadas por el Banco no han sido importantes.

Al respecto, y siguiendo a Robinson y Stella (1987), si bien la política monetaria difícilmente puede considerarse una acción de tipo fiscal ⁹, *el servicio de la política monetaria ciertamente es un mayor gasto*. En países en los que dicha política se hace mediante la compra y venta de pasivos del Gobierno por parte del Banco Central, resulta claro que el costo financiero de los títulos con que se hace la política monetaria es asumido por el Gobierno, y el Banco incurre en ganancias y pérdidas de acuerdo con los descuentos con los que compra y vende dichos títulos en el mercado.

b) Crédito al sector privado: su rendimiento se ha venido reflejando en las utilidades del Banco. Por lo tanto, los efectos contables del crédito del Banco al sector privado están incluidos en las finanzas de aquél y consiguientemente en nuestra redefinición de déficit fiscal.

En resumen, en lo que hace al crédito que otorga el Banco, nuestra metodología implica: i) no tomar el crédito directo al Gobierno, por cuanto su servicio es un egreso del Gobierno y un ingreso del Banco, que se netean en la consolidación; ii) imputar como gasto del sector público el costo de la política monetaria; iii) considerar que el rendimiento del crédito al sector privado está capturado en las utilidades del Banco.

2. Reservas internacionales

Estas, siendo un activo del Banco, producen un ingreso que formaría parte de su estado de pérdidas y ganancias y consiguientemente afectarían uno-a-uno las utilidades del mismo. Sin embargo, dichas utilidades, en la proporción que se originará en la desvalorización de la moneda doméstica, se destinarían a constituir una reserva en el Banco y por lo tanto no se trasladarían al Gobierno ¹⁰.

En Robinson y Stella (1987) leemos que dichas ganancias de capital "generalmente no se incluyen en el cálculo de las pérdidas y ganancias del Banco Central; más bien, cambios en el activo del Banco son compensados por una cuenta de ajuste en el pasivo". Por su parte, Blejer y Cheasty afirman que "si el Banco Central arbitrariamente aumenta las utilidades que le transfiere al Gobierno a través de una reducción en los traslados que debe hacer a reservas -consiguientemente disminuyendo su patrimonio neto- el ingreso del Gobierno aparecerá sobreestimado y el déficit fiscal convencional subestimado" (traducción nuestra).

⁹ Por ejemplo, cuando el Banco hace una operación monetaria expansiva para aumentar la liquidez de la economía y no la de algún agente en particular, ello no es asimilable a un préstamo (neto) del Gobierno, el cual aparece como un gasto en una contabilidad de operaciones efectivas. De igual forma, una política contraccionista no implica mayores ingresos para el Gobierno.

¹⁰ Al respecto, sugerimos consultar a Teijeiro (1989). Para el caso colombiano, esta propuesta recibe soporte en Montenegro (1983), donde leemos que "el incremento de la valoración en pesos de los activos del Banco Central, o sea las UCVD, es un rubro que por razones de seguridad y precaución se destina usualmente a crear fondos de reserva para eventuales pérdidas por compra-venta de divisas. La gran imprevisibilidad del sector externo del país y la historia de sus bruscas oscilaciones son razones suficientes para plantear la conveniencia de la existencia de sólidos fondos de estabilización cambiaria, con la totalidad de los recursos por UCVD, de manera semejante a como ocurre en otros países".

Puesto que los resultados más importantes de este trabajo surgen de no considerar las UCVD como ingreso del Banco y/o el Gobierno, conviene hacer explícita la consideración de tal procedimiento. La discusión abarca dos aspectos: la forma de valorar los activos externos del Banco y la destinación que deben tener las posibles utilidades que resulten de adoptar una metodología contable en particular.

En Colombia el Banco valora sus reservas al costo promedio de adquisición. En un régimen de mini-devaluaciones, siempre hay una diferencia positiva entre la tasa de venta y dicho costo promedio. Lógicamente, si se utilizara un sistema diferente de valoración, dicha diferencia, y consiguientemente las UCVD, serían diferentes e incluso podrían desaparecer ¹¹.

Independientemente de la forma de valorar el inventario, es práctica común considerar que un aumento de la tasa de cambio, que incrementa el valor en pesos de las reservas, no constituye un ingreso del Banco ni del Gobierno. Este sano principio ha estado consagrado en la legislación colombiana por muchos años. Más recientemente, en el Artículo 11 del Decreto Legislativo 73 de 1983 se lee que "el reavalúo contable de las reservas internacionales en ningún caso afectará la Cuenta Especial de Cambios, ni constituirá ingreso u obligación para el presupuesto nacional".

El postulado recién descrito se abandona cuando la devaluación se sucede en una situación en que las reservas se mantienen constantes, pero no porque no se hagan operaciones de cambio, sino porque se compra y vende un monto similar en cada momento ¹². De nuevo, *en la medida en que la compra y la venta se hacen a la misma tasa de cambio*, la operación no afecta la cantidad de dinero en poder del público. Sin embargo, puesto que se configuró una venta de divisas, el sistema contable imperante determina que se genere una utilidad, a partir de la diferencia entre la tasa de cambio de venta y el costo promedio de adquisición de las divisas. Si se dispone de dicha utilidad, y puesto que la tenencia de dinero del público no fue reducida, se sucede una expansión monetaria. Difícilmente se puede argumentar que esta operación difiera de la anterior, en la cual las reservas también permanecían inalteradas.

Una tercera opción consiste en que el Banco *desacumule* reservas. En tal caso, se está realizando un activo; se genera una utilidad, la cual, en términos monetarios, está representada por una reducción en la tenencia de dinero por parte del público.

Hemos distinguido tres casos. La legislación dice que en el primero (reservas constantes, sin compra y venta) la devaluación no genera utilidades. En nuestra opinión, éste

¹¹ Esta última situación surgiría si el stock de reservas se valorara no a su "costo promedio de adquisición", sino al "costo promedio del inventario". En el primer caso, el costo se actualiza en el tiempo en función de la nueva tasa de cambio vigente y de las compras que se efectúen a dicha tasa; en el segundo caso el costo se actualiza tanto por las compras como por las ventas que se realizan a la nueva tasa.

¹² Lo que acá se plantea aplica con más fuerza al caso en que las compras superan las ventas.

principio es asimilable al segundo caso (reservas constantes o crecientes, con operaciones tanto de compra como de venta). En el tercer caso (reservas decrecientes), y bajo el sistema de "costo promedio de adquisición" actualmente vigente, la devaluación genera una utilidad y una disminución en la tenencia de dinero por parte del público. Incluso en éste caso sugerimos no tratar las UCVD como ingreso corriente del Gobierno, no sólo porque son sensibles a la forma en que se valore el inventario, sino porque las mismas se han generado por la desacumulación de un activo que el Banco con absoluta seguridad tendrá que reponer en el futuro. En tal caso, las utilidades generadas en el presente deben constituir el fondo de recursos con los cuales se readquirirán las divisas en el futuro¹³.

Quisiéramos terminar esta sección haciendo referencia al hecho de que existen posiciones alternativas al tratamiento que acá hacemos de las UCVD. En particular, la Contraloría General de la República¹⁴ ha sugerido considerar las mismas como un ingreso corriente del Gobierno, a pesar de que explícitamente reconoce que la entrega de éstas al Gobierno representa una expansión monetaria. La forma en que la Contraloría concilia dicha contradicción es acudiendo al manual de finanzas públicas del FMI, en donde se establece que si el Banco Central compra divisas a una tasa inferior a la cual las vende, el producto de la operación es asimilable a un impuesto. Consideramos desafortunada la forma en que se interpreta al FMI; el obvio ejemplo recién planteado, en el cual ciertamente se presenta una disminución en la tenencia de dinero por parte del público, nada tiene que ver con las UCVD, que surgen a pesar de que en Colombia ciertamente la tasa de cambio a la que el Banco compra divisas es igual a la tasa a la cual las vende.

C) El marco contable

Lo discutido en los anteriores dos apartes implica imputar todos los ingresos y egresos de la CEC al estado de rendimiento económico del Banco, el cual traslada sus utilidades al Gobierno, después de haber constituido reservas con las UCVD. Resulta conveniente hacer explícita algebraica y contablemente la metodología propuesta. Para ello, definimos las siguientes variables:

- I^G = ingresos fiscales, tradicionalmente definidos.
- G^G = gastos fiscales tradicionalmente definidos, que se descomponen en G^{GB} (pago de intereses sobre la deuda del Gobierno con el Banco) y G^O (otros gastos).
- D^G = déficit del Gobierno, tradicionalmente definido.
- D^{GR} = déficit fiscal ampliado.

¹³ En la práctica, la contracción monetaria que se produce con la desacumulación de reservas implica "desinflar" el balance del Banco, por cuanto simultáneamente se produce una disminución en su activo (reservas internacionales) y en su pasivo (billetes en circulación). Por lo tanto, la figura de que el público transfiere parte de su tenencia de dinero al Banco, y éste la traslada a una reserva de estabilización cambiaria, debe entenderse como una simplificación expositiva. Es claro que cuando el Banco readquiere billetes, estos dejan de existir. El punto a resaltar es que si el Gobierno dispusiera de las UCVD, no se daría la contracción monetaria a pesar de la pérdida de reservas internacionales.

¹⁴ Véase Contraloría (1990) y Hernández y Torres (1991).

- U^B = utilidades del Banco.
 K = flujo anual de la CEC.
 I^{BR} = ingresos por inversión de reservas.
 I^{BU} = ingresos por UCVD.
 I^O = otros ingresos netos de la CEC.
 G^{PM} = costo de la política monetaria.
 G^A = costos de operación del Banco, asumidos por la CEC.
 G^T = costo total de operación del Banco.

Hacemos el supuesto simplificador de que el Banco tiene acceso a G^A para no incurrir en pérdidas. Es decir, un egreso de la cuenta tiene como propósito financiar al Banco, en vista de que éste ha tenido parte de su activo rindiéndole poco (como es el caso del crédito al Gobierno), o nada (caso reservas internacionales).

La situación actual la describimos con las ecuaciones (1)-(3):

$$(1) D^G = I^O - G^G = I^O - G^O - G^{GB}$$

$$(2) K = I^{BR} + I^{BU} + I^O - G^{PM} - G^A$$

$$(3) U^B = G^{GB} + G^A - G^T = 0$$

En (1) se define el déficit fiscal como la diferencia entre ingresos y gastos, donde estos últimos incluyen el pago de intereses sobre la deuda del Gobierno con el Banco. No se contempla como ingreso corriente del Gobierno traslados directos que se hayan recibido de la CEC, respetando la definición de déficit fiscal generalmente utilizada en Colombia. La ecuación (2) describe el flujo anual (simplificado) de la CEC; finalmente, en (3) se definen las utilidades del Banco, obviando diversos ingresos y pagos que si bien podrían afectar las utilidades del mismo, poco alterarían el resultado de consolidar el Banco y el Gobierno¹⁵. De dicha ecuación resaltamos tres aspectos: i) el Banco no recibe el rendimiento de las reservas; ii) para evitar que el Banco arroje pérdidas, los ingresos incluyen un traslado de recursos de la CEC; iii) el Banco recibe el pago de intereses por parte del Gobierno.

La metodología propuesta consiste en compaginar la CEC con el estado de pérdidas y ganancias del Banco. Las utilidades de éste, distintas a las UCVD, formarían parte de los ingresos corrientes del Gobierno. Formalmente:

$$(4) U^B = I^{BR} + I^{BU} + I^O + G^{GB} - G^T - G^{PM}$$

¹⁵ Más concretamente, es factible que parte del déficit consolidado se origine en el Banco, fenómeno que contablemente obviamos con G^A . En la práctica, la disminución del déficit del Banco es comparable a cualquier medida de ajuste fiscal. En este trabajo se supone que si tal desbalance existe, no debe ser muy grande. Además, si se tiene en cuenta que el desequilibrio en parte se originaría en el hecho de que el Banco asume labores fiscales (poco rentables), su solución en el Banco no haría sino crearle un faltante al Gobierno. Por ello, el supuesto de que el Banco en sí no es fuente de déficit no puede ser demasiado fuerte.

$$(5) D^{GR} = I^G - G^O - G^{GB} + (U^B - I^{BU}) \\ = I^G - G^O + I^{BR} + I^O - G^T - G^{PM}$$

III Resultados

Con base en el marco contable recién expuesto, procedemos a cuantificar el déficit fiscal, adicionando a la definición tradicional una aproximación al resultado fiscal del Banco. Primero ilustraremos la importancia que recientemente han adquirido las OMAS, que, como sugerimos anteriormente, no son sino uno de los instrumentos de contracción monetaria. A renglón seguido proveemos una presentación simplificada de la CEC, la cual sirve para poner en práctica la metodología contable ya explicada. Finalmente, estimamos el déficit fiscal ampliado.

a) La creciente importancia de las OMA

En el Cuadro 1 se observa la evolución de la base monetaria y las OMA durante los últimos años. Como proporción del cambio anual de la base, estas pasaron de representar el 9% en 1987 a representar el 89% en 1990 y el 113% en 1991.

El desarrollo de las OMA ha permitido que el control monetario se fundamente cada vez más en instrumentos de mercado y menos en cargas fiscales sobre los intermediarios financieros. Sin embargo, su ponderable desarrollo se convirtió en fuente de preocupación cuando, a partir de 1990, se utilizaron intensivamente en una situación en que, dado el manejo cambiario y las expectativas de inflación, había un diferencial de tasas de interés que hacía atractiva la entrada de capitales al país.

Si se tiene en cuenta que el servicio de las OMA se imputa a la CEC, el panorama descrito en el Cuadro 1 es preocupante. Como proporción de los cuasidineros, las OMA aumentaron de 11% en 1987 a 27% en 1991. Ello refleja el hecho de que la generación de ahorro necesaria para financiar la acumulación de reservas fue hecha en gran parte por el sector privado, en la forma de pasivos financieros no transferibles a los usuarios de crédito.

b) La Cuenta Especial de Cambios

En el Cuadro 2 aparece una presentación simplificada de la CEC, a partir de la clasificación tradicional que figura en el Anexo. Es importante anotar que: i) el rendimiento neto (1a en los ingresos) es, fundamentalmente, la diferencia entre los

ingresos por inversión de las reservas internacionales y los egresos por el pago de intereses sobre el crédito externo del Banco; ii) el diferencial cambiario neto (1b en los ingresos) recoge, tanto para los activos como los pasivos con el exterior, la ganancia o pérdida que se sucede cuando hay alteraciones en la tasa de cambio del dólar frente a las demás monedas en que ellos están constituidos.

CUADRO 1
Importancia de las operaciones de mercado abierto
1987-1991

Millones de \$

	Dic./87	Dic./88	Dic./89	Dic./90	Dic./91
1. Base monetaria	684.693	864.371	1.126.384	1.388.812	2.145.923
2. Variac. anual absoluta base	161.776	179.678	262.013	262.428	757.111
3. Total OMAS (a)	170.922	156.275	172.784	405.259	1.260.211
4. Variac. anual absoluta OMAS	13.980	(14.647)	16.509	232.475	854.952
5. Particip. % OMAS/base	25.0	18.1	15.3	29.2	58.7
6. Variac. OMAS/Variac. base (%)	8.6	-8.2	6.3	88.6	112.9
7. Particip. % OMAS/cuasidineros (b)	10.6	8.0	6.6	11.7	26.8

(a) Incluye títulos canjeables de la Res. 66/86 de J.M. y títulos de participación totales.

(b) Los cuasidineros son los depósitos de ahorro de bancos y Caja Social de Ahorros, CDT de bancos, corfinancieras y Caja Social de Ahorros y los depósitos en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda.

Fuente: Memorando J.M.

CUADRO 2
Cuenta especial de cambios
1986-1991

Millones de \$

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
A. Ingresos	49.188	129.370	168.527	237.371	370.251	424.735
1. Inv. y manejo de reservas neto	29.832	60.038	49.981	69.798	149.492	207.317
a) Rendimiento neto	14.974	36.934	53.770	105.316	141.874	211.122
b) Diferencial cambiario neto	7.755	(1.414)	(4.284)	(12.080)	19.310	5.816
c) Oro neto	7.300	24.972	773	(23.180)	(14.456)	(9.355)
d) Otros netos	(197)	(453)	(278)	(258)	2.764	(266)
2. Compra-venta Div. neto	19.356	69.332	118.545	167.573	220.759	217.418
B. Egresos	51.185	76.174	103.620	143.506	168.480	415.476
1. Títulos canjeables	48.185	72.574	99.205	137.870	159.480	403.564
2. Remuneración Admon. Cec.	3.000	3.600	4.415	5.635	9.000	11.912

Fuente: Anexo.

A partir del Cuadro 2 conviene destacar, entre otros, los siguientes aspectos: i) las UCVD son la principal fuente de ingresos de la cuenta; ii) en todos los años de la muestra los ingresos netos diferentes a las UCVD han sido insuficientes para cubrir el costo de los Canjeables, lo cual implica que para financiar la política monetaria se ha tenido que acudir a emisión. El fenómeno es especialmente notorio en 1991, año para el cual ingresaron a los Fondos creados en el Banco solamente \$9 mil millones (que es la diferencia entre los ingresos y egresos de la CEC), lo cual implica que se monetizó el equivalente al 96% de las UCVD.

c) El déficit del sector público

En el Cuadro 3 queda resumido el propósito del ejercicio. A la definición tradicional de déficit fiscal ¹⁶ le hemos imputado la totalidad de la CEC, excepto las UCVD ¹⁷. Los resultados indican que al considerar las utilidades del Banco, las estadísticas fiscales se deterioran. Más específicamente, al monetizarse parte de las UCVD, el Gobierno está recibiendo una financiación (emisión) que amplía su desbalance "por debajo de la línea". La contrapartida de este mayor déficit representa el hecho de que en una concepción más amplia de sector público, el costo de la política monetaria representa un egreso.

CUADRO 3
Déficit fiscal consolidado con los resultados de la CEC
1986-1991

	Millones de \$					
	1986	1987	1988	1989	1990	1991p
I. Ingresos CEC transferibles al Gob. (1)	29.832	60.039	49.982	69.798	149.492	207.317
II. Egresos CEC transferibles al Gob.	51.185	76.174	103.620	143.506	168.480	415.476
III. Déficit consolidado sector público						
A) Sin CEC (2)						
Millones de \$	(19.428)	(171.021)	(291.392)	(359.540)	(74.974)	(81.900)
Participación en el PIB (%)	-0.29	-1.94	-2.48	-2.29	-0.36	-0.31
B) Con CEC (3)						
Millones de \$	(40.781)	(187.156)	(345.030)	(433.249)	(93.962)	(290.059)
Participación en el PIB (%)	-0.60	-2.12	-2.94	-2.85	-0.45	-1.09

(1) Incluye todos los ingresos netos de la CEC, excepto las utilidades por compra y venta de divisas (UCVD).

(2) Se refiere al usualmente publicado en las estadísticas de finanzas públicas.

(3) Al déficit sin CEC se le suma el neto de los ingresos y egresos arriba mencionados.

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

¹⁶ Que en su acepción de operaciones efectivas o de caja es perfectamente asimilable con la contabilidad de caja de la CEC.

¹⁷ El ejercicio no tiene problemas de duplicación, por cuanto las utilidades de la CEC que en la práctica y por disposición de la Junta Monetaria fueron transferidas al Gobierno durante 1989 y 1990 figuran, en las estadísticas fiscales, como una fuente de financiación y no como un ingreso.

La situación se vuelve especialmente preocupante a partir de 1991. Hechas las modificaciones que acá hemos sugerido, el déficit fiscal consolidado pasa de 0.45% del PIB en 1990 a cerca de 1.1% en 1991. Naturalmente, y tratándose de una contabilidad de caja y no de causación, gran parte del efecto fiscal proveniente del servicio originado en la intervención del Banco en el mercado monetario durante 1991 se reflejará en las cifras de 1992.

IV Conclusiones

La relación financiera entre el Gobierno y el Banco Central no suele ser una consideración importante a la hora de analizar las finanzas públicas. En este trabajo se ha tratado de compatibilizar el estado de pérdidas y ganancias del Banco a la situación que imperaría si éste recibiera como ingreso el producido de todos los activos que figuran en su balance, a la vez que tuviese que trasladar las utilidades (después de constituir reservas) al Gobierno. Creemos que se logra una aceptable aproximación al tema mediante la recomposición de algunos rubros de la CEC.

Los resultados más destacables son: i) durante todo el período analizado (1986-1991), y especialmente en el presente año, los ingresos de la CEC diferentes a las UCVD han sido insuficientes para cubrir los costos de la contracción monetaria. Precisamente, si se quisiera simplificar el contenido de todo el ejercicio, habría que indicar simplemente que el Banco incurre en un déficit cuando paga más por la esterilización (v.gr. las OMAS), de lo que le producen los activos cuyo impacto monetario está tratando de esterilizar; ii) al involucrar el costo de la política monetaria, el déficit fiscal (estimado) para 1991 se incrementa en 0.8% del PIB respecto de la medición tradicional, y pasa de 0.5% en 1990 a 1.1% en 1991.

Se subestimaría el significado del ejercicio si se dijera que el fenómeno "vale 0.7% del PIB". Más preocupante aun es que, por definición, todo el mayor déficit es financiado con emisión primaria. Por otra parte, se ocultaría el problema si se incluyera el impuesto inflacionario como ingreso del sector público. Precisamente, la metodología sugerida considera como ingreso corriente del Gobierno recursos originados en el señoreaje¹⁸, y pretende imputar como financiación del Banco al Gobierno cualquier recurso adicional que se origine en emisión. Incluir el impuesto inflacionario como un ingreso corriente en una metodología de operaciones efectivas equivaldría a quitarle la connotación de financiación, cuando precisamente lo que se quiere señalar es que si imputamos nuevos costos al sector público (por ejemplo, el servicio de la política monetaria), los nuevos recursos no podrán surgir sino de emisión.

¹⁸ Tal es el caso de los intereses que producen activos (crédito y reservas) que fueron adquiridos con pasivos que no cuestan nada (billetes).

Este trabajo es una primera aproximación al problema. Se ha intentado llamar la atención sobre un hecho que es común a diversos países: el servicio de la deuda interna del Gobierno absorbe una importante proporción de los recursos de la economía. En el caso colombiano, y en virtud a los arreglos institucionales prevaletentes, dicho fenómeno sólo se puede observar cuando, de alguna forma, se considera la operación del Banco de la República.

En el pasado, el debate en torno de la CEC tuvo que ver con que esta generaba enormes utilidades, que eran transferidas al Gobierno. Hoy en día, en virtud al aumento en el costo de la política monetaria, gran parte de las UCVD de nuevo se están monetizando. En la medida en que próximamente el legislador deberá desarrollar leyes fundamentales sobre el Banco de la República, convendría que se tuviera especial cuidado en evitar que las UCVD se conviertan en recurso que el Gobierno o el Banco destinen a uso diferente al de permanecer congelados en éste último.

ANEXO

Cuenta especial de cambios
1986-1991

Millones de \$

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
I. Movimiento del año	(1.997)	53.195	64.907	93.866	201.771	9.259
A. Ingresos	46.875	77.793	88.162	139.368	238.623	304.633
1. Inv. y manejo de reservas	41.414	73.444	81.218	129.229	223.253	286.734
a) Rendimiento	27.280	47.462	77.500	127.092	193.311	272.516
1. Inversiones	17.295	33.626	54.578	84.410	129.285	185.133
2. Conv. Internales.	954	1.525	2.228	3.364	4.155	4.306
3. Organismos Internales.	4.275	3.685	5.125	8.796	12.328	14.241
4. Líneas Ext. Banco de la República	3.526	4.147	5.210	7.351	9.919	13.609
5. Financiación	179	116	122	159	147	173
6. Res. J.M. 33/84, 17/88	1.041	4.319	10.129	22.942	37.412	55.036
7. Varios	12	45	107	71	66	19
b) Utilidad Dif. de cambio	6.657	881	1.991	2.058	26.410	12.841
c) Oro	7.460	25.096	1.725	34	365	761
d) Otros	17	5	2	45	3.166	617
2. Dif. de cambio líneas ext.	5.461	4.349	6.944	10.139	15.370	17.899
B. Egresos	68.228	93.929	141.800	213.076	257.611	512.792
1. Inv. y manejo de reservas	64.719	88.544	132.459	201.148	241.111	492.571
a) Intereses	12.306	10.529	23.729	21.777	51.437	61.394
1. Conv. Internales.	1.676	2.092	3.384	5.731	6.654	7.187
2. Organismos Internales.	2.603	1.829	2.287	3.865	7.265	18.692
3. Líneas Ext. Banco de la República	8.024	6.557	17.788	12.094	23.054	31.701
4. Varios	3	51	270	87	14.464	3.814
b) Pérdida Dif. de cambio	3.854	4.858	8.293	17.985	14.971	16.616
c) Oro	160	125	952	23.214	14.821	10.116
d) Inversiones	3	48	0	0	0	0
e) Títulos Canjeables	48.185	72.574	99.205	137.870	159.480	403.564
f) Otros	211	410	280	302	402	882
2. Dif. de cambio líneas Ext.	509	1.785	4.927	6.293	7.500	8.308
3. Remuneración Admon. CEC	3.000	3.600	4.415	5.635	9.000	11.912
C. Compra-venta Div. neto	19.356	69.332	118.545	167.573	220.759	217.418

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas - Banco de la República.

Referencias

- Blejer, M. y A. Cheasty: "Analytical and Methodological Issues in the Measurement of Fiscal Deficits", *mimeo*, F.M.I.
- Contraloría (1990): "CEC: Cuenta Especial de Cambios o, cuenta especialmente confusa?", *Informe Financiero*, mayo.
- Hernández, I. y H. Torres (1991): "La Cuenta Especial de Cambios", *Economía Colombiana*, No. 236.
- Jaramillo, J.C. y A. Montenegro (1982): "Cuenta Especial de Cambios: Descripción y análisis de su evolución reciente", *Ensayos Sobre Política Económica*, septiembre.
- Montenegro, A. (1983): "Nueva Cuenta Especial de Cambios", *Economía Colombiana*, enero-febrero.
- Restrepo, J. E. (1991): "El Déficit Cuasi-Fiscal", *mimeo*, Banco de la República, abril.
- Robinson, D. y P. Stella (1987): "Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits", *mimeo*, FMI, octubre.
- Sarmiento, E. (1990): "La Política Fiscal en Colombia", *mimeo*, nov.
- Teijeiro, M. (1989): "Central Bank Losses", *Working Papers*, Banco Mundial.