

January 2015

Evolución del señoreaje en un periodo de profundas transformaciones económicas

Manuel Bernal Garzón

Universidad de La Salle, Bogotá, aotalora@unisalle.edu.co

Follow this and additional works at: <https://ciencia.lasalle.edu.co/eq>

Citación recomendada

Bernal Garzón, M. (2015). Evolución del señoreaje en un periodo de profundas transformaciones económicas. *Equidad y Desarrollo*, (23), 187-222. <https://doi.org/10.19052/ed.3432>

This Artículo de Investigación is brought to you for free and open access by the Revistas científicas at Ciencia Unisalle. It has been accepted for inclusion in *Equidad y Desarrollo* by an authorized editor of Ciencia Unisalle. For more information, please contact ciencia@lasalle.edu.co.

Evolución del señoreaje en un periodo de profundas transformaciones económicas*

187

Manuel Bernal Garzón**

Palabras clave

Señoreaje, base monetaria, régimen cambiario, agregados monetarios

Clasificación JEL

E42, E-51, E-52, E-58

Resumen

Este analiza el señoreaje en Colombia en el periodo 1984-2013, que se caracteriza por profundos avances tecnológicos y presencia de una serie de sucesos políticos, sociales y culturales en el mundo que afectaron tanto la economía global como la nacional. Estos cambios se sumaron a modificaciones en los lineamientos de pensamiento económico en los gestores de política que, presionados por los organismos multilaterales de crédito y por la presencia de unas nuevas realidades, condujeron a una serie de reformas estructurales que generaron cambios institucionales en el régimen cambiario y financiero y afectaron la política monetaria y, por lo tanto, el comportamiento del señoreaje primario y secundario. Asimismo, se contrasta la relación existente entre estos cambios y la evolución del señoreaje.

Cómo citar este artículo: Bernal Garzón, M. (2015). Evolución del señoreaje en un periodo de profundas transformaciones económicas. *Equidad & Desarrollo* (23), 187-222.

Fecha de recepción: 17 de septiembre del 2014 • Fecha de aceptación: 20 de enero del 2015

* Artículo escrito en el marco de la investigación *Algunos factores determinantes del crecimiento económico en Colombia*, financiada por el Programa de Economía de la Universidad de La Salle, Bogotá D. C.

** Profesor de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad de La Salle e investigador del Grupo de Investigaciones en Economía y Desarrollo Humano. Economista de la Universidad de La Salle, especialista en Pedagogía y Desarrollo Humano y magíster en Economía de la Universidad de los Andes.

Evolution of Seigniorage in a Period of Profound Economic Transformations

Abstract

This paper presents an analysis of seigniorage in Colombia in the period 1984-2013, which is characterized by profound technological advances and a number of political, social and cultural events worldwide affecting both global and national economies. These changes, together with modifications in the principles of economic thinking in policy managers, under the pressure of multilateral lending agencies and due to new realities, have led to a series of structural reforms that generated institutional changes both in exchange rate and financial regimes affecting monetary policy, and, therefore, the behavior of primary and secondary seigniorage. Finally, the relationship between these changes and the evolution of seigniorage is addressed.

Keywords

Seigniorage, monetary base, exchange rate regime, monetary aggregates

Evolução da senhoriagem em um período de profundas transformações econômicas

Resumo

Este artigo apresenta uma análise sobre a senhoriagem na Colômbia no período 1984-2013, que se caracteriza por profundos avanços tecnológicos e presença de uma série de sucessos políticos, sociais e culturais no mundo que afetaram tanto a economia global como a nacional. Estas mudanças, unidas a modificações nos lineamentos de pensamento econômico nos gestores de política que, pressionados pelos organismos multilaterais de crédito e pela presença de umas novas realidades, conduziram uma série de reformas estruturais que geraram mudanças institucionais no regime cambial e financeiro e afetaram a política monetária e, portanto, o comportamento da senhoriagem primária e secundária. Da mesma forma, se contrasta a relação existente entre estes câmbios e a evolução da senhoriagem.

Palavras chave

Senhoriagem, base monetária, regime cambia, agregados monetários

*Permítanme emitir y controlar el dinero de una nación
y me dará igual quien haga sus leyes.*
Mayer Rothschild Anselm, banquero

Introducción

Durante el Renacimiento, que sentó las bases de la sociedad moderna, se dio un auge del comercio y de las actividades industriales, permitiendo el desarrollo de las ciudades europeas y la aparición del papel moneda. La evolución de los procesos de intercambio generó el crecimiento de las casas bancarias y financieras con las cuentas corrientes y los depósitos. Se inició así un proceso donde se dio la necesidad de que el Estado implementara políticas para garantizar el valor de la moneda y el nivel de precios de la economía.

Fue al final del siglo XVIII que los fisiócratas, liderados por Quesnay, reformularon el papel del dinero en la economía. El dinero es la sangre que da vida y movimiento a todo el cuerpo “social”, y en sí mismo es absolutamente estéril, tiene que circular continuamente para que contribuya a la generación de riquezas. Si bien podía estar presente ya en otros pensadores, este esquema fundó las bases de todo el desarrollo de la rama de la economía que hoy se llama monetaria.

El fenómeno monetario y crediticio evolucionó al punto de que el respaldo de metales preciosos desapareció en el siglo XX. Ello garantizó su amplia evolución y su uso en cualquier tipo de operación financiera y evitó su baja en la calidad al ser insuficientes los metales preciosos. Ahora los billetes oficiales son dinero y medio de cambio en sí mismos, cuentan con la aceptación y el respaldo de los gobiernos. La propiedad de aceptación depende del poder legal y político del Estado emisor.

El desarrollo de la economía destaca cómo las variaciones del flujo monetario no dependen del descubrimiento de minas de metales preciosos, sino de la capacidad de la autoridad monetaria de proveer de dinero circulante de acuerdo con los requerimientos de la economía de una comunidad.

Cualquiera de las formas de medios de pago, se trata de valores emitidos por dos entidades distintas: los bancos centrales y el sistema financiero. En el caso colombiano, el Banco de la República es el banco central, es el que emite los billetes que circulan en la economía y acuña la moneda metálica, lo que constituye el “dinero legal” del país. Este dinero primario se encuentra en circulación o guardado en unas cajas fuertes del sistema financiero o del propio banco central, a partir de consignaciones que hacen las entidades financieras.

El sistema financiero amplía ese dinero base a partir de depósitos a la vista y a término hechos por el público, sobre los cuales este último puede emitir cheques girados sobre los depósitos en cuenta corriente o hacer pagos. Estos depósitos son activos financieros para sus titulares y pasivos para las entidades captadoras. Esta forma de dinero surge a partir del hecho de que una parte importante de los recursos que son captados no se retira, y los que se retiran son compensados con nuevas captaciones, por lo que el sistema financiero expande sus depósitos otorgando préstamos.

Una manera que tienen las autoridades monetarias de controlar esta expansión de dinero, garantizar los depósitos y el mantenimiento de la liquidez necesaria para atender las demandas de los clientes, es utilizando los encajes. Este instrumento monetario son reservas de dinero legal obligadas a mantener al sistema financiero por las consignaciones recibidas del público, son un porcentaje que varía de acuerdo con el grado de exigibilidad de los depósitos. El dinero creado de esta manera se soporta fundamentalmente en la confianza que tiene el público en el sistema financiero.

En este artículo se destacan los ingresos que obtienen, en términos reales, los emisores de dinero, lo que se conoce cómo señoreaje. Solo un pequeño porcentaje del dinero lo crean los bancos centrales emitiendo moneda, la mayor parte del dinero lo crean las instituciones financieras cada vez que conceden un préstamo del dinero que tienen de exceso, sobre el encaje que tienen que mantener.

El señoreaje está definido como el aumento en el poder de compra que adquieren quienes emiten dinero cuando ocurre una expansión monetaria. El costo de producir dinero es bajo, mientras que con el dinero creado se pueden adquirir bienes y servicios en el mercado.

El concepto de señoreaje se remonta a la utilidad que percibía la autoridad de las casas de moneda por razón de acuñar una pieza cuyo valor intrínseco era menor al nominal. En la actualidad el concepto es esencialmente el mismo, pero aplicado al papel moneda, dejando de lado el reducido costo de imprimirlo. Por señoreaje se entiende el hecho de que el derecho a “producir” dinero puede constituir para el emisor —bancos centrales u organismos emisores— una fuente de ingresos.

Algunos economistas se refieren al señoreaje como un “impuesto de la inflación”, en la medida en que los que tienen el dinero en existencia pierden valor, dado el incremento del circulante, valor que se traspasa al emisor. Sin embargo, este es un concepto diferente y se conoce como impuesto inflacionario.

En economías con tasas de inflación altas, tanto el señoreaje como el impuesto inflacionario pueden ser fuentes importantes de financiación del gasto público. Por lo tanto, la transición que se ha dado en algunas economías desde situaciones de alta a baja inflación, como en el caso colombiano, obliga a sustituir tales fuentes de recursos por otras, como incrementos o creación de impuestos, venta de activos, emisión de bonos o incluso reducciones del gasto público.

El presente artículo se centra en analizar la evolución del señoreaje en Colombia desde 1984 hasta 2013, periodo en que se dio una transición de una inflación de dos digitos a uno. Cubre la reforma constitucional que se dio en 1991 —en la cual se le asignaron nuevas responsabilidades al banco central— y dos crisis financieras internacionales y nacionales —época cuando se implementa un nuevo modelo económico y se dan una serie de reformas importantes en la estructura del sistema financiero, las finanzas públicas y en el régimen cambiario y monetario—.

Para el análisis, el documento se dividió en seis apartados, incluida esta introducción. En el segundo apartado se realiza un marco de antecedentes donde se revisan algunos documentos relevantes que se han realizado sobre el tema, en especial para Colombia. En el tercero se presenta el marco teórico que soporta esta investigación. En el cuarto se estudia el origen y las consecuencias de las principales reformas cambiarias, financieras y monetarias que se dieron en Colombia durante el periodo de estudio. En el quinto se calcula y se muestra el origen y comportamiento del señoreaje primario. En el sexto se calcula y se analiza la evolución que ha tenido el señoreaje secundario y, finalmente, en el séptimo se presentan las conclusiones.

Antecedentes

Zuleta (1995) presenta un análisis de la evolución del señoreaje en la década de los ochenta y los primeros años de los noventa. El autor establece que el señoreaje primario entre 1982 y 1985 fue impulsado principalmente por el crédito primario del banco central al Gobierno Nacional, mientras que entre 1986 y 1993 fue por la acumulación de reservas internacionales y el señoreaje total fluctuó entre 2,7 y 4,6% como proporción del Producto Interno Bruto (PIB) entre 1990 y 1994, creciendo debido a incrementos en la base monetaria ante la desaceleración de la inflación. De esta manera, el autor explica cómo los gobiernos pueden incrementar

sus ingresos fiscales por este concepto cuando hay expansiones en la cantidad de dinero.

Asimismo, sostiene que las reducciones en el encaje incrementan el multiplicador bancario, expanden los medios de pago y pueden reducir el señoreaje primario, cuando esas disminuciones en los encajes están acompañadas de reducciones en la base.

Estos resultados son coherentes con los encontrados por Kiguel y Neumeyer (1989), quienes sostenían que los ingresos de los bancos centrales derivados de la expansión de la base monetaria, se pueden utilizar para tres cosas: la financiación del gobierno, la adquisición de activos del sector privado cuando le otorgan financiamiento al sistema financiero y para cubrir sus costos de operación.

Connolly (1998) sostiene que el señoreaje es el ingreso real que el gobierno percibe al comprar bienes y servicios no monetarios con emisiones de moneda realizadas para cumplir con sus obligaciones. El gobierno imprime dinero ante un incremento en la demanda de este, por efecto de aumentos en las transacciones reales. Sin embargo, si la inflación es alta, la demanda puede caer y simultáneamente los ingresos por señoreaje. De esta manera, el crecimiento de la base monetaria en un periodo puede ser negativo. Resultado ya anticipado por Cagan (1956), quien sostenía que en la medida en que las tenencias de saldos reales de dinero sean más inelásticas con respecto a la inflación, mayores serán los ingresos por señoreaje.

Haslag (1998) se centra en estudiar dos cuestiones: la importancia que tiene el señoreaje dentro de los ingresos de los países y los ajustes sistemáticos que hacen los gobiernos en su política monetaria, relacionados con la dependencia de los ingresos por señoreaje. Sobre la primera, el autor encuentra que los ingresos por señoreaje no son la principal fuente de ingresos, son cercanos al 2% del PIB, pero no son cuantitativamente despreciables. Con respecto a los ajustes que hacen los gobiernos de su política monetaria para obtener mayores ingresos por señoreaje, sostiene que los datos muestran que aumentos dramáticos en la tasa de crecimiento del dinero no se traducen necesariamente en un aumento de la dependencia de gobierno de los ingresos por señoreaje. Inicialmente, los gobiernos pueden financiar mayores gastos con señoreaje, pero esto se traduce en inflaciones, que hacen caer la demanda de dinero y el crecimiento económico, reduciendo los ingresos fiscales.

Por su parte, Posada (2000) partiendo del principio monetario de que el dinero es un activo para el público y un pasivo para los emisores de dinero, y que su creación origina unas utilidades importantes porque sus ingresos son mayores que sus costos, evalúa el comportamiento del señoreaje y del impuesto inflacionario

durante la década de los noventa. Así, encuentra que la inflación y el impuesto inflacionario muestran una tendencia decreciente, mientras que el señoreaje pudo crecer en 1992 gracias a un crecimiento extraordinario de la base monetaria, para luego decrecer debido a las reducciones del encaje y de la demanda de saldos reales de este componente del dinero. Sugiere que de continuar esta tendencia en la reducción de la inflación, es necesario pensar en fuentes alternativas de financiamiento del gasto público al reducirse este componente de los ingresos fiscales.

Anzola (2000) considera que históricamente el señoreaje ha sido una fuente importante de financiación de los gobiernos y lo determina como la diferencia entre el valor facial de un billete y su costo de producción, costo que es bajo. Es un poder monopólico apropiado por los bancos centrales y que luego es trasladado a los gobiernos.

Villar (2004) muestra que en Colombia la reducción de la inflación ha estimulado la demanda de saldos reales de dinero, incrementando el señoreaje pese a la reducción en los encajes requeridos al sistema financiero. De esta manera, los ingresos fiscales tuvieron un alivio, en contra de lo que preveía Posada.

Villar discrimina el señoreaje entre primario y secundario: el primero es calculado tomando la base monetaria y es el que obtiene el banco central por su capacidad de emitir dinero. El autor establece que los bancos centrales a esos ingresos les pueden dar cinco usos diferentes: compra de reservas internacionales, usarlos en operaciones de mercado abierto y repo, para darle crédito al sistema financiero, en funcionamiento y acumulación de patrimonio y, finalmente, en financiamiento al Gobierno y las utilidades que se le trasladan y que constituyen el señoreaje fiscal. De esta manera, los ingresos fiscales por señoreaje dependen de la capacidad de emisión de los bancos centrales y de los usos alternativos que se les den a los ingresos que se obtienen de la emisión de dinero.

Para Villar el señoreaje secundario es generado por los bancos comerciales, gracias a su capacidad de captar dinero en depósitos en cuenta corriente, por los que no reconocen intereses. Así, encuentra que entre 1955 y el 2003, las oscilaciones del señoreaje primario fueron mucho más marcadas que las del total, por la política de encajes que tuvo el banco central durante el periodo, y cómo el establecimiento de encajes marginales reducía significativamente el señoreaje secundario. Adicionalmente, establece que el señoreaje fiscal fue en promedio de 0,73% como proporción del PIB entre 1999 y el 2003, cuando la inflación osciló entre 9,2 y 6,5%, mientras que el señoreaje fiscal promedio correspondiente al periodo 1993-1998 fue del 0,10% del PIB, época en la que la inflación estuvo entre 22,6 y 16,7%.

Aisen y Veiga (2005), usando la metodología de datos de panel, investigan los principales determinantes del señoreaje para cien países en el periodo 1960-1999. Las estimaciones identifican que los países con alta inestabilidad política, menos democráticos, socialmente polarizados, con alta inflación, de bajo acceso a la financiación de la deuda interna y externa y con una mayor rotación de los presidentes de los bancos centrales, acuden al señoreaje para financiar sus presupuestos públicos. Concluyen que solo con el establecimiento de instituciones libres y con una buena solidez económica se puede evitar políticas que abusen de la emisión monetaria.

Muriel (2011) analiza el comportamiento del señoreaje en un periodo de veinte años, comprendidos entre 1991 y el 2010. Encuentra que la creación de dinero llegó a representar el 37,2% de los ingresos fiscales en el año 1992, el 4,0% del PIB, lo cual es una cifra significativa que deja ver la relevancia que tenía esta herramienta para el Gobierno. Asimismo, logra establecer que en promedio el señoreaje secundario representó con respecto a los ingresos públicos el 3,0% del total.

Marco teórico

En economía, el concepto de señoreaje hace parte la macroeconomía, donde se define como la utilidad que perciben los emisores de dinero en razón de que el costo de imprimir un billete es menor a su valor nominal. En términos monetarios, el dinero se define como un pasivo monetario fácilmente transferible. El dinero es un pasivo para sus emisores y un activo para el público. El crear dinero permite generar unos ingresos, ya que sus costos de producción son bajos (Blanchard, 2006).

De esta manera, si los costos de producción del dinero son bajos, los ingresos por producir dinero se miden por la cantidad de bienes y servicios que se pueden adquirir con el dinero creado en un periodo:

$$\text{Señoreaje} = \frac{\Delta M}{P} \quad (\text{ecuación 1})$$

La ecuación anterior se puede reescribir:

$$\text{Señoreaje} = \frac{\Delta M}{M} \frac{M}{P} \quad (\text{ecuación 2})$$

De esta manera, el señoreaje es igual al crecimiento nominal de la cantidad de dinero multiplicada por los saldos reales de dinero (Blanchard, 2006).

La cantidad de dinero que hay en la economía es emitida por dos entidades distintas: los bancos centrales y el sistema financiero. Estos últimos amplían la cantidad de dinero que inicialmente pone a circular el banco central, a partir de préstamos que les otorgan a los diferentes agentes económicos, mediante consignaciones de dinero que reciben del mismo público.

Al dinero que crea el banco central se le llama creación primaria de dinero y constituye la base monetaria M_0 , es el dinero de alta potencia y puede estar en reservas bancarias R , o en efectivo en circulación E (Mishkin, 2008).

$$M_0 = R + E \quad (\text{ecuación 3})$$

Debido a que la reserva bancaria se refiere al encaje monetario que mantienen los intermediarios financieros con relación al conjunto de depósitos que reciben del público, que para ellos constituyen un pasivo y sobre el cual tienen que guardar un porcentaje que se denomina encaje, a estos se les llama pasivos sujetos a encaje.

Por consiguiente, la reserva bancaria requerida por el sistema financiero es igual al producto entre el porcentaje de encaje promedio r' del sistema financiero y el saldo de los pasivos sujetos a encaje (PSE):

$$R = r' * PSE \quad (\text{ecuación 4})$$

En Colombia el encaje requerido se obtiene a partir del promedio aritmético de los encajes requeridos de los días calendario de cada periodo comprendido entre el día miércoles y el día martes de la semana subsiguiente, ambos días incluidos. Cada vez que finalice un periodo de cálculo del encaje requerido, inmediatamente comenzará a correr un nuevo periodo de cálculo (Bernal, 2013).

El sistema financiero puede mantener esas reservas de dinero para atender eventuales retiros de sus clientes, en el Banco de la República (DSFBR), que es el banco central de Colombia, o en sus propias bóvedas, es decir, en su caja (CSF). Estas dos cuentas son las únicas especies computables como encaje. Cuando el

sistema financiero lo lleva al Banco de la República, lo que hace es consignarlo en la cuenta corriente que mantiene con el banco central (Tolosa, 1995).

196

$$R = DSFBR + CSF \quad (\text{ecuación 5})$$

El Banco de la República establece los porcentajes de encaje mediante resoluciones externas de la Junta Directiva y establece un valor para cada una de las cuentas que están definidas en el Plan Único de Cuentas (PUC) del sistema financiero. Esas proporciones, a las que se les denomina encaje legal, son mayores en la medida que sea más próxima la exigibilidad del depósito.

Si las instituciones financieras mantienen más dinero guardado (ecuación 5), frente a lo que les obliga la norma (ecuación 4), se dice que hay un exceso de reservas bancarias. Estos excesos de reservas bancarias, las instituciones financieras los canalizan principalmente hacia préstamos de dinero al público.

Ahora bien, la creación de dinero primario surge de las acciones de los bancos centrales y de su política monetaria. Estas, a su vez, se ven reflejadas en su balance general. De una manera simplificada, sus cuentas se pueden resumir en tres partidas del activo, dos del pasivo y la cuenta patrimonial (CPatr).

Dentro de las del activo están: reservas internacionales (RI), crédito primario (CP), que puede ser al Gobierno (CG) o al sistema financiero o sector bancario (CB)¹ y, finalmente, otros activos netos (OAN).²

$$\text{Activos banco central} = RI + CP + OAN \quad (\text{ecuación 6})$$

$$CP = CG + CB \quad (\text{ecuación 7})$$

Los pasivos se pueden dividir en monetarios y no monetarios. Los monetarios son la misma base monetaria (M_0) y los pasivos no monetarios (PNM) están relacionados con operaciones que realizan los bancos centrales para controlar la cantidad de dinero que hay en la economía. Dentro de ellos están los depósitos de la Tesorería o del Gobierno (DG) en el banco central, la ventanilla de contracción (VC) y otros pasivos no monetarios (OPNM).

1 El artículo 373 de la Constitución Nacional prohíbe el crédito primario a particulares.

2 Otros activos netos son iguales a otros activos, menos otros pasivos menos otras patrimoniales.

$$\text{Pasivos del banco central} = M_0 + PNM \quad (\text{ecuación 8})$$

$$PNM = DG + VC + OPNM \quad (\text{ecuación 9})$$

De esta manera, de acuerdo con los principios de la contabilidad, se puede concluir que la base monetaria es igual a:

$$M_0 = RI + CP + OAN - PNM - CPatr \quad (\text{ecuación 10})$$

Esta ecuación explica cuáles son los principales componentes de la base monetaria o de la creación primaria del dinero (Bernal, 2013).

En cuanto a la creación secundaria del dinero, esta depende de los intermediarios financieros, de los depositantes, que son individuos o instituciones que llevan su dinero a las instituciones financieras, y de los prestatarios, que son instituciones o individuos que solicitan fondos en préstamo a las instituciones financieras.

La creación secundaria de dinero se origina en el momento en que las instituciones financieras otorgan préstamos sobre sus excesos de reservas bancarias (Mishkin, 2008). De esta manera, la creación secundaria de dinero depende de la cantidad de dinero que lleven los depositantes al sistema financiero, si mantienen menos dinero en efectivo o en circulante (E), frente al que consignan en PSE, el sistema podrá otorgar más préstamos y habrá más creación secundaria de dinero. Esa relación la calculan los bancos centrales y se llama la relación efectivo-pasivos sujetos a encaje (e').

$$e' = \frac{E}{PSE} \quad (\text{ecuación 11})$$

La creación secundaria de dinero también depende de los porcentajes de encaje (r'). En la medida en que sean más pequeños, las instituciones financieras les podrán otorgar más préstamos de dinero a los prestatarios. Esa relación se puede deducir de la ecuación 4, así:

$$r' = \frac{R}{PSE} \quad (\text{ecuación 12})$$

Si se establece que el total del dinero es igual a M_3 , y que ese dinero puede estar depositado en el sistema financiero PSE o en efectivo en circulación E , y que el

dinero creado es igual a la suma de creación primaria M_0 y creación secundaria CS, entonces:

$$198 \quad M_3 = E + PSE \quad (\text{ecuación 13})$$

$$M_3 = M_0 + CS \quad (\text{ecuación 14})$$

A partir de la ecuación 14, se deduce que la creación secundaria de dinero CS es igual al total del dinero M_3 menos la creación primaria o base monetaria M_0 .

Se puede establecer una relación entre M_0 y M_3 que se conoce como el multiplicador de los medios de pago m_a , que indica en cuánto se expanden los medios de pago M_3 a partir del dinero base que crea el banco central M_0 .

$$m_a = \frac{M_3}{M_0} \quad (\text{ecuación 15})$$

Si en la ecuación anterior se sustituyen los valores de M_3 y M_0 (ecuaciones 3 y 13), se divide todo entre PSE y se utilizan las ecuaciones 11 y 12, se obtiene:

$$m_a = \frac{E + PSE}{E + R} = \frac{E/PSE + PSE/PSE}{E/PSE + R/PSE} = \frac{e' + 1}{e' + r'} \quad (\text{ecuación 16})$$

Despejando el valor de M_3 en la ecuación 15:

$$M_3 = m_a M_0 \quad (\text{ecuación 17})$$

Sustituyendo en la anterior ecuación el valor obtenido en la ecuación 16:

$$M_3 = \frac{e' + 1}{e' + r'} M_0 \quad (\text{ecuación 18})$$

De la ecuación 14 se puede establecer que los ingresos por emisión de dinero los puede recibir el banco central por creación primaria de dinero y el sistema financiero por creación secundaria. Retomando la ecuación 2 se tiene:

$$\text{Señoreaje primario} = \frac{\Delta M_0}{M_0} \frac{M_0}{P} \quad (\text{ecuación 13})$$

$$\text{Señoreaje secundario} = \frac{\Delta CS}{CS} \frac{CS}{P} \quad (\text{ecuación 14})$$

El señoreaje primario obtenido por los bancos centrales, una vez deducidos unos gastos de administración, se traslada al Gobierno y hace parte de los ingresos corrientes de la Nación (Posada, 2000).

Principales reformas cambiarias, financieras y monetarias de la economía colombiana entre 1984 y el 2013

El periodo analizado, de 1984 al 2013, está matizado por varias reformas económicas importantes que pasaron por un modelo de promoción de exportaciones vigente hasta 1986, de restructuración industrial de 1986 a 1990 y de apertura económica a partir de 1991. Es una transición desde esquemas proteccionistas que fomentaban actividades productivas de sustitución, a uno de una mayor indexación de la economía nacional en los mercados internacionales (Garay, 1998). Adicionalmente, en 1999 se presentó una de las crisis más profundas de la economía colombiana, lo que generó otro conjunto de reformas.

Esos cambios originaron una serie de ajustes macroeconómicos que afectaron el régimen cambiario, financiero y monetario. A efectos prácticos, esta época se puede dividir en tres periodos bien diferenciados, que van a afectar el comportamiento del señoreaje: el primero comprende de 1984 a 1991, el segundo de 1991 a 1999 y, finalmente, un tercer periodo va de 1999 al 2013.

El primero se caracterizó porque de 1984 a 1991, en el ámbito cambiario el país tenía un régimen de *crawling peg* o de devaluación gota a gota, que se había implementado desde 1967, donde la tasa de cambio con respecto al dólar la ajustaba diariamente el banco central, buscando una tasa de cambio real competitiva. Había control de cambios, al endeudamiento externo y previamente a todas las operaciones de comercio exterior, un mercado centralizado de divisas, junto con una política de protección arancelaria, de restricción de importaciones y regulación del comercio exterior.

El sector financiero era muy intervenido, con el ánimo de evitar los “auto-préstamos” entre grupos financieros, lo que habían generado, entre julio de 1982 y agosto de 1987, la intervención de cinco bancos y ocho compañías de financiamiento comercial y la liquidación de un banco comercial. Lo anterior trajo como consecuencia que en 1985 se creara el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), para devolverles la confianza a los ahorradores y deudores del sistema financiero.

Las tasas de interés no eran de mercado, existía el crédito de fomento administrado por unos fondos financieros que dependían del Banco de la República y que funcionaban como banca de segundo piso.

En asuntos monetarios, de 1984 a 1991 las decisiones de política monetaria estaban a cargo de la Junta Monetaria, la cual semanalmente analizaba la evolución de los agregados monetarios y los orígenes de la emisión de dinero. En dicho periodo el Gobierno Nacional podía acudir a financiamiento con emisión primaria de dinero, mediante la aprobación previa del Congreso de unos cupos liquidez, para lo cual era necesario que los ministros de Hacienda presentaran un proyecto de ley de autorización de endeudamiento a favor del Estado de parte del Banco de la República.

El principal objetivo de la política monetaria era evitar que la inflación superara el 30%, porque se creía que niveles superiores a ese valor podrían desencadenar un espiral inflacionario peligroso. Se hacían controles a los agregados monetarios y los instrumentos de control monetario que se utilizaban eran el encaje bancario y las operaciones de mercado abierto con la emisión de bonos del propio banco central.

Por presiones de algunos organismos multilaterales de crédito, en especial del Banco Mundial, a finales de los años ochenta se planteó la necesidad de implementar un nuevo modelo económico, de apertura comercial y financiera, para que Colombia siguiera las experiencias positivas de liberación de algunos países asiáticos que habían obtenido beneficios del ambiente de globalización y de libre comercio, luego de transformar sus estructuras productivas liberando sus importaciones, para lograr mayor eficiencia y productividad, como una forma de afianzar el crecimiento económico a largo plazo (Urrutia, 2002).

Se inició así, a finales del año 1989, durante la presidencia de Virgilio Barco, un programa de desgravación arancelaria gradual, impulsada por los hallazgos de petróleo de Cusiana y por las perspectivas de grandes exportaciones de hidrocarburos.

El gradualismo se abandonó en 1991, ya en la administración de César Gaviria, y se dio inicio a un segundo periodo que va hasta 1999, en el cual se comenzaron

a implementar una serie de reformas estructurales en la economía colombiana, muchas de ellas soportadas en la nueva Constitución Política aprobada en ese año y en las nuevas teorías del desarrollo, de acuerdo con las cuales la acción del Estado dentro de la economía no debía sustituir a los mercados y las condiciones de competencia, sino proporcionar condiciones de competencia, buscando una mayor eficiencia, equidad y crecimiento.

Se llevó a cabo entonces una flexibilización en la normatividad, buscando impulsar la entrada de capitales al país, revirtiendo la tendencia de la década de los ochenta, como un medio de generación de divisas, con miras a reparar los desequilibrios que se presentaran en la balanza de pagos.³ Al mismo tiempo, se reformó la banca central, el sistema financiero y el régimen cambiario.

A partir de 1991 se estableció el sistema de banca central independiente, se eliminó la Junta Monetaria⁴ y se creó la Junta Directiva del Banco de la República, a la cual se le entregó la dirección de la política monetaria, cambiaria y crediticia.

Esta junta quedó conformada por siete miembros: el ministro de Hacienda, el gerente general del Banco —que es elegido por la Junta— y cinco miembros de dedicación exclusiva, dos de ellos nombrados por el presidente de la República de turno. Todos estos funcionarios deben representar exclusivamente el interés de la Nación.⁵ Al suprimirse la Junta Monetaria, se eliminó esa dicotomía institucional

"Se llevó a cabo entonces una flexibilización en la normatividad, buscando impulsar la entrada de capitales al país, revirtiendo la tendencia de la década de los ochenta, como un medio de generación de divisas, con miras a reparar los desequilibrios que se presentaran en la balanza de pagos".

3 Dentro de esta normatividad se puede citar la Ley 45 de 1990, las decisiones 291 y 292 de 1991 de la Comisión del Acuerdo de Cartagena, la Ley 9ª de 1991, el Decreto 1812 de 1994 y la Ley 223 de 1995.

4 La Junta Monetaria fue creada en 1963, tenía a su cargo la dirección de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, estaba conformada solo por representantes gubernamentales, lo que le imprimía un componente de inestabilidad por los frecuentes cambios de gabinete y una visión de corto plazo en sus decisiones.

5 En el capítulo 6, artículos 371 a 373 de la Constitución Política se establecen las funciones y la naturaleza del sistema de banca central.

que existía, la cual separaba las funciones de dirección y ejecución, y se unificaron en el Banco de la República las funciones de banca central en Colombia.

Lo anterior buscaba impedir que las decisiones de política monetaria estuvieran subordinadas a las fiscales, con lo cual se elevó a rango constitucional el principio de una moneda sana, buscando evitar tentaciones inflacionarias que podrían generar mayor crecimiento y empleo temporal, al financiarse el Gobierno con emisión excesiva, lo que llevaría al deterioro de los salarios reales, del precio de los bonos y de las deudas, incrementándose así los ingresos por impuesto inflacionario (Kalmanovitz, 2003).

Por mandato constitucional se estableció que el Estado, por intermedio del Banco de la República, velaría por la capacidad adquisitiva de la moneda y que el Congreso en ningún momento podría ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares. Se suprimieron del Banco los fondos financieros con los cuales se otorgaba crédito de fomento.

Por su parte, con las leyes 45 de 1990 y 35 de 1993 se implementaron una serie de normas para reformar el sistema financiero, de acuerdo con el nuevo modelo de apertura comercial y financiera, y permitir la inversión extranjera en el sector. Se dio paso a la estructura de la multibanca dentro del modelo de matrices y filiales, se liberaron las tasas de interés, se autorizó la participación de los establecimientos de crédito en la propiedad de entidades orientadas a la gestión de portafolios, actividades fiduciarias, administración de pensiones y cesantías y la venta de seguros y corretaje. Asimismo, se eliminaron los controles cuantitativos al crédito; se facilitó la conversión de cualquier establecimiento en banco hipotecario; se estableció una mayor supervisión a los conglomerados financieros, mayor flexibilidad y dinámica en la prestación de servicios, y se dio la posibilidad de que las entidades participaran en el mercado cambiario (Zuleta, 1997).

Lo anterior permitió la entrada de varios bancos extranjeros, así como que se privatizara una gran parte de la banca estatal y la capitalización de bancos nacionales con recursos externos. Además, varios bancos existentes se reestructuraron por medio de fusiones.

En asuntos cambiarios se expidió la Ley 9ª de 1991, la cual buscaba implementar una mayor flexibilidad cambiaria, para que el país tuviera un nivel adecuado de reservas internacionales y se redujera la vulnerabilidad de la economía frente a choques externos, tanto de cuenta corriente como de capital, así como para limitar la volatilidad excesiva de la tasa de cambio en horizontes cortos y moderar apreciaciones o depreciaciones excesivas que pusieran en peligro el logro de las

metas de inflación futuras y la estabilidad externa y financiera de la economía. Sin embargo, en términos prácticos, el sistema de *crawling peg* se mantuvo hasta el 24 de enero de 1994, cuando se eliminaron los certificados de cambio, que eran unos títulos nominados en moneda extranjera que se entregaban a los exportadores y que podían ser utilizados para el pago de importaciones y de deuda externa.

Se eliminó el control previo a todas las operaciones de comercio exterior, así como la Oficina de Cambios, los depósitos previos de importación y las licencias de cambios. Igualmente, se descentralizó en el manejo de divisas, desapareció el Instituto de Comercio Exterior y se creó el Ministerio de Comercio Exterior, de acuerdo con lo establecido en la Ley 7^a de 1991.

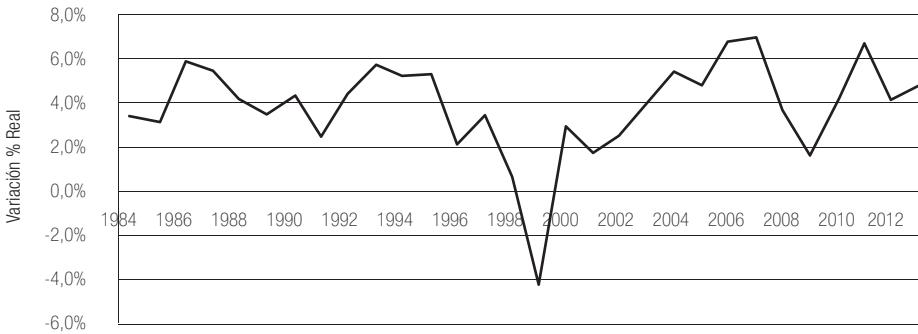
De enero de 1994 a septiembre de 1999 se adoptó el régimen cambiario de bandas cambiarias, para permitir la entrada de grandes flujos de capital en forma de endeudamiento externo privado, de inversión extranjera directa y, por aplicación de la Ley 49 de 1990, de repatriación de capitales. Dentro del sistema de bandas, los bancos centrales se comprometen a defender el valor de la moneda dentro de ciertos valores predeterminados. Hay un piso, un techo y una amplitud de la banda. La flexibilidad fue necesaria para garantizar algún grado de autonomía monetaria e incentivó a que el sistema financiero y productivo se familiarizara y comenzara a utilizar mecanismos de cobertura cambiaria (Carrasquilla, 1995).

Todas esas reformas, junto con una serie de eventos internos y externos, permitieron que la economía creciera a tasas cercanas al 5% en casi todos los años (figura 1) y que la inflación comenzara a reducirse desde el 32,4% de 1990 al 17,7% en 1997. Asimismo, las tasas de desempleo entre 1993 y 1995 fueron de un dígito (8,8% este último año).

Sin embargo, en 1998 se produjo un deterioro progresivo del sistema financiero, ante un incremento de la cartera vencida, lo que sumado a un exceso de demanda pública y privada y a las crisis internacionales asiática y rusa, ocasionó que el PIB ese año creciera solo un 0,6%. En 1999, en plena crisis, la economía decreció 4,2% (ver figura 1). La crisis asiática originó salida de capitales, disminución en las exportaciones de productos básicos y deterioro de los términos de intercambio. La declaración de moratoria de la deuda rusa generó un efecto contagio de disminución de flujos de capital hacia América Latina y encarecimiento de la deuda externa.

Esa contracción en la demanda y en la actividad económica generó una disminución en la inflación y un incremento en las tasas de interés reales. Además, crecieron los saldos hipotecarios y cayó el precio de la vivienda. Todo esto alimentó

Figura 1. Crecimiento de la economía colombiana: variación del PIB real



Fuente: elaboración propia con base en información del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

aún más la crisis económica y financiera que vivía el país. Se cerraron los bancos Andino, del Pacífico y Selfin y se oficializaron Interbanco, Granahorrar y Cafetero. Los bancos cooperativos se agruparon en Megabanco y se disolvió el Banco Central Hipotecario (Caballero y Urrutia, 2006).

Para enfrentar la crisis el Gobierno decretó la emergencia económica en noviembre de 1998 y otorgó créditos de alivio a los deudores hipotecarios en unidades de Poder Adquisitivo Constante (UPAC),⁶ con tasas de interés subsidiadas con recursos del Fogafin, y creó un seguro de desempleo para los deudores de vivienda. Se introdujo un impuesto del 0,2% a las transacciones financieras y se estableció que el 60% de estos recursos se destinara a los alivios hipotecarios y el 40% a la capitalización de la banca pública y la crisis de la banca cooperativa. Este impuesto era transitorio; sin embargo, el sismo del 25 de enero de 1999, que afectó en especial al Eje Cafetero, hizo que se prorrogara.

6 El UPAC nació en 1972 junto con las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV), para captar ahorros mediante el sistema de valor constante y canalizarlos hacia el sector de la construcción. El valor de la unidad crecía con el índice de precios al consumidor (IPC); sin embargo, su valor después también quedó atado a la DTF, que es una tasa de interés nominal de referencia. A mediados de los noventa la DTF creció significativamente, muy por encima del IPC, y por lo tanto subió el UPAC, jalonando hacia arriba las deudas hipotecarias.

En septiembre de 1998 la Corte declaró inconstitucional el sistema del UPAC, que funcionaba desde 1972, lo que obligó a su liquidación y a la transformación de las corporaciones de ahorro y vivienda en bancos comerciales.

En el frente cambiario, el sistema de bandas cambiarias también se vio afectado por la crisis nacional e internacional, lo que condujo a que el país perdiera reservas internacionales. Igualmente, se generaron ataques especulativos y el sistema de bandas cambiarias se hizo insostenible.

En 1999 se inició un nuevo periodo, donde se implementó una estrategia macroeconómica de recuperación de la economía, pero de una manera sostenible, asociada a la reducción de la inflación que se había conseguido y a la moderación en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, que se había reducido al 1,5% del PIB. Se hicieron una serie de reformas en el sistema financiero y cambiario para enfrentar la crisis. Con la Ley 510 de 1999 se reformó el estatuto financiero, que incluyó una modificación al régimen de toma de posesión y de los requisitos para la creación de instituciones financieras. Además, se estableció un nuevo sistema de crédito a largo plazo para vivienda. La Ley 546 de 1999 creó la unidad de valor real constante (UVR), la cual comenzó a funcionar el 1° de enero del año 2000, en remplazo del UPAC.

En septiembre de 1999 se eliminó el sistema de bandas y se implementó el de flexibilidad controlada, después de que se lograra una reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, así como disminución en el déficit fiscal, fortalecimiento del sistema financiero, reducción de la inflación a un dígito, incremento en la devaluación real y tras obtener un crédito contingente con el Fondo Monetario Internacional (FMI), ante la firma de un principio de acuerdo con esa institución.

La crisis financiera internacional del 2008 desaceleró la economía colombiana en ese año y principalmente en el 2009, luego de la agudización de las dificultades del sistema financiero en los Estados Unidos y otros países desarrollados a raíz de la quiebra de Lehman Brothers. En el país se sintió una caída en los términos de intercambio, al reducirse el valor de las exportaciones y los flujos de remesas, lo cual ocasionó disminuciones en el ingreso. Esto, unido a una política monetaria contractiva, redujo la demanda interna, cayendo el consumo y la inversión.

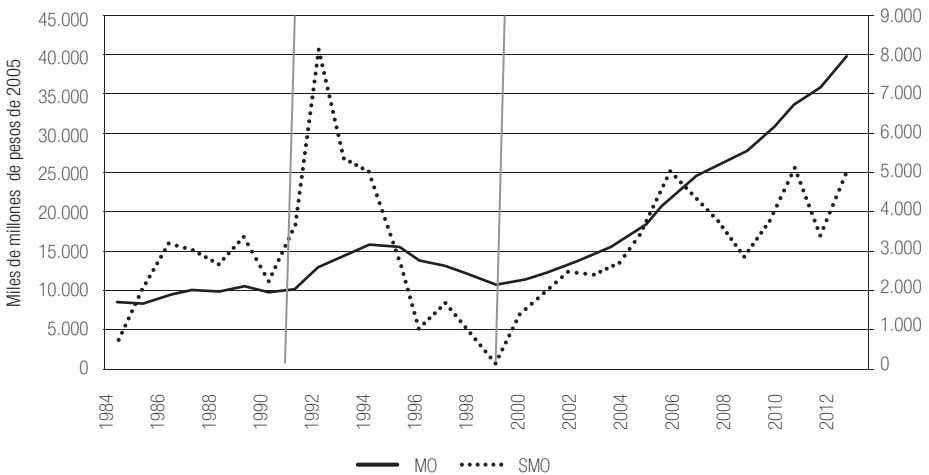
En el 2010 la economía mundial creció, en respuesta a los estímulos fiscales y monetarios aplicados en los años anteriores, y ello jalonó el comportamiento de la economía colombiana.

Evolución del señoreaje primario

206

En la figura 2 se presentan los resultados del cálculo del señoreaje primario SM_0 durante todo este periodo, utilizando la ecuación 20, junto con la evolución de la base monetaria M_0 en términos reales a precios del 2005.⁷ El señoreaje primario pasó de \$755 miles de millones en 1984 a \$4936 miles de millones en el 2013. Nótese cómo el comportamiento del señoreaje estuvo muy asociado a los cambios institucionales que ocurrieron en la época.

Figura 2. Evolución del señoreaje primario y la base monetaria de 1984 al 2013. Cifras en miles de millones de pesos del 2005



Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de la República.

En el primer periodo (1984-1991), el señoreaje fue en promedio de \$2612 miles de millones. Si bien la conducta de las reservas internacionales influyó en el comportamiento de la base monetaria, fue este el periodo en el cual, proporcio-

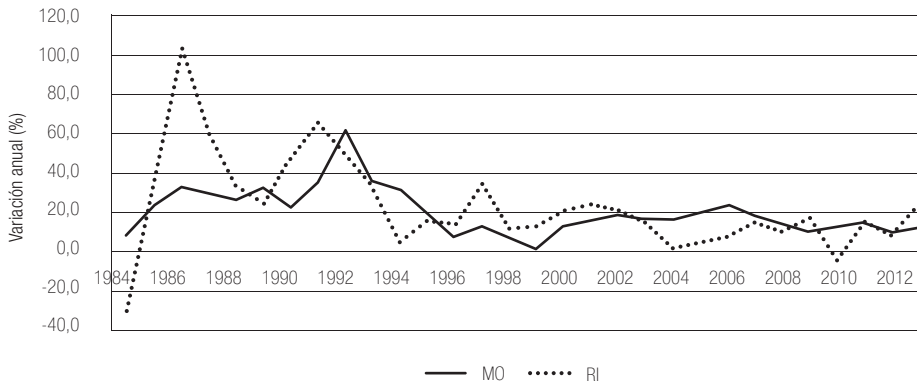
⁷ Se tomó como año base el 2005, que es lo mismo que se utiliza para el cálculo del PIB dentro del sistema de cuentas nacionales, a fin de hacer comparables los datos. Las series de los agregados monetarios fueron deflactadas con el IPC.

nalmente, el crédito primario al gobierno y al sistema financiero registró su mayor participación dentro del total de la base (ver figuras 3 y 4).

Efectivamente, el principal componente de la base monetaria son las reservas internacionales, estas son medios de pago aceptados internacionalmente que están bajo el control de bancos centrales, sirven para garantizar y honrar pagos externos e intervenir en el mercado cambiario. Son el principal activo con que cuenta el Banco de la República y también sirven como respaldo de los medios de pago que están en circulación. Su variación ha influido en el comportamiento de la base monetaria.

En 1986 las reservas internacionales presentaron un incremento significativo, gracias al incremento en las exportaciones cafeteras por la grave sequía que afectó a Brasil en 1985 y que repercutió favorablemente en un incremento de los precios y las cantidades exportadas. Lo anterior unido a una recuperación en la tasa de cambio real, a la disminución en las importaciones, al fomento de la inversión en proyectos de exportación no tradicionales y a la normalización de las relaciones con la banca internacional (figura 3).

Figura 3. Variación de las reservas internacionales y de la base monetaria



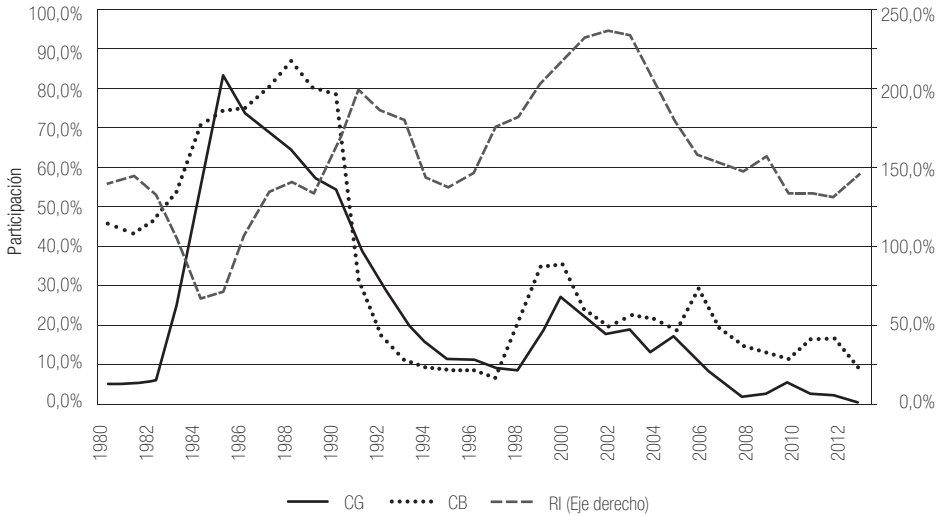
Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de la República.

Lo anterior no tuvo efectos sobre la base monetaria de ese año, porque hubo una adecuada coordinación de la política monetaria con la fiscal y cafetera. Se incrementaron las operaciones de mercado abierto, mejoró la situación fiscal y el

gremio cafetero mantuvo papeles del emisor. De no haberse hecho eso, en 1986 la base monetaria hubiera crecido un 91,0%.

208

Figura 4. Principales componentes de la base monetaria. Participación porcentual



Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de la República.

En 1982 la participación del crédito primario al Gobierno dentro de la base era de 6,1%, en 1984 ascendía a 57,1%, continuó su tendencia ascendente en 1985 cuando registro su mayor participación con 83,1%, para luego comenzar a descender. En 1991 fue de 40,5%. Lo anterior fue resultado del cubrimiento de la brecha fiscal con recursos de emisión con diferentes fines (ver figura 4).

En términos generales, el Banco de la República le otorgaba crédito al Gobierno para cubrir tres grandes grupos de operaciones. Dentro del primero estaban los créditos de reactivación económica, que en 1989 representaron el 16,3% del total, con los que se buscaba suplir las deficiencias en la entrada de capitales internacionales.

En el segundo grupo estaban los más representativos. En 1989 concentraron el 71,7% y eran los cupos de emisión con el ánimo de cubrir las dificultades de orden presupuestal para cubrir gastos programados o por rigideces presupuestales que impedían utilizar recursos presupuestales (Ortega, 1989).

Finalmente, había unos cupos de liquidez que por lo general se cubrían el mismo año con recursos de la cuenta especial de cambios⁸ y era para pagar encargos fiduciarios o gastos de bonos emitidos por Gobierno Nacional. Estos gastos en 1989 representaron el 7,8% del total del crédito otorgado por el banco central al Gobierno. La cuenta especial de cambios se liquidó en 1991, en la práctica fue una entrega de señoreaje al Gobierno y reportó muchas utilidades en este periodo, gracias al régimen cambiario de *crawling peg* vigente y a que durante los ochenta el peso se devaluó significativamente con respecto al dólar.⁹

Con respecto al crédito primario del Banco de la República al sistema financiero, este se enmarca dentro de su función de prestamista de última instancia, al proveer de recursos a los establecimientos de crédito que afrontan problemas temporales de liquidez. La participación del crédito del banco central al sistema dentro de la base mostró una tendencia creciente desde 1982 cuando representaba 46,9%, llegando a tener su mayor participación dentro de este agregado monetario en 1988 con 87,4%, luego muestra una tendencia decreciente y en 1991 su participación ya se había reducido al 31,6% (ver figura 4).

Ese comportamiento se le atribuye a la crisis financiera de 1982, que se inició con la suspensión de pagos por parte del Banco Nacional y fue consecuencia de malos manejos, corrupción y falta de regulación. En esa época varias entidades entraron en procesos de iliquidez y fue necesaria la intervención del Gobierno, con una reforma que buscaba mayor regulación, evitar los autopréstamos. En este sentido se creó el PUC del sistema y el Fogafin. Además, se nacionalizó el Banco del Estado y se oficializaron el Banco de Colombia, el Banco de los Trabajadores, el Banco Tequendama y el Banco del Comercio. A junio de 1991, el 55,5% de los bancos eran oficiales.

En el segundo periodo (1991-1999), el señoreaje primario creció significativamente en 1992, alcanzando los \$8096 miles de millones, el valor más alto de todo el periodo analizado, y luego muestra una tendencia decreciente (ver figura 2).

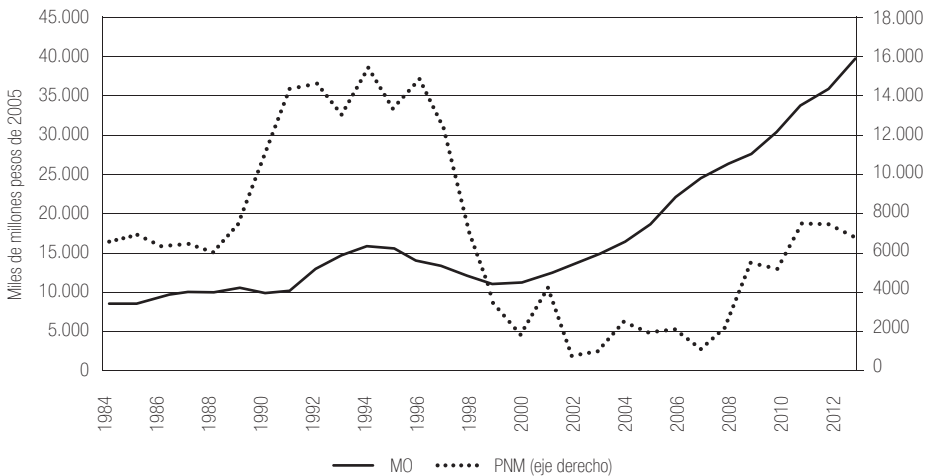
8 Con la Ley 7ª de 1935 se creó la cuenta especial de cambios, que se financiaba con las utilidades de compra y venta de oro y divisas y que se utilizaban para cancelar la deuda del Gobierno con el Banco de la República y para alimentar con recursos un fondo de estabilización que facilitaba la compra y venta de bonos del Estado al estabilizar sus precios.

9 El promedio anual de la tasa de cambio del peso con respecto al dólar americano pasó de \$100,82 en 1984 a \$633,05 en 1991.

Ese comportamiento estuvo asociado al comportamiento de la base monetaria, que en ese año aumentó en un 61,9% como consecuencia del incremento en las reservas internacionales. Fuentes expansionistas que fueron contrarrestadas con emisión de deuda del Banco de la República, a través de mecanismo de los certificados de cambio, amentando su saldo en ese año \$719,2 miles de millones. El Banco de la República sostuvo que la cantidad de dinero ofrecida fue superior a la proyectada, pero que ello no tuvo efectos inflacionarios porque la economía absorbió esa mayor cantidad de dinero por el motivo de las transacciones y, adicionalmente, el crecimiento observado fue inferior al proyectado (Banco de la República, 1992).

La tendencia decreciente del señoreaje primario se explica por el comportamiento de la economía, que mostró esa misma tendencia (véase figura 1), por la desaceleración en la inflación —que pasó de 25,1% en 1992 a 9,2% en 1999— y por la política de reducción de encajes. El valor más bajo del señoreaje primario se registró en 1999 con \$160 miles de millones, cuando en ese año la base monetaria solo creció un 1,5% (véase figura 2).

Figura 5. Evolución del señoreaje primario y de los pasivos no monetarios

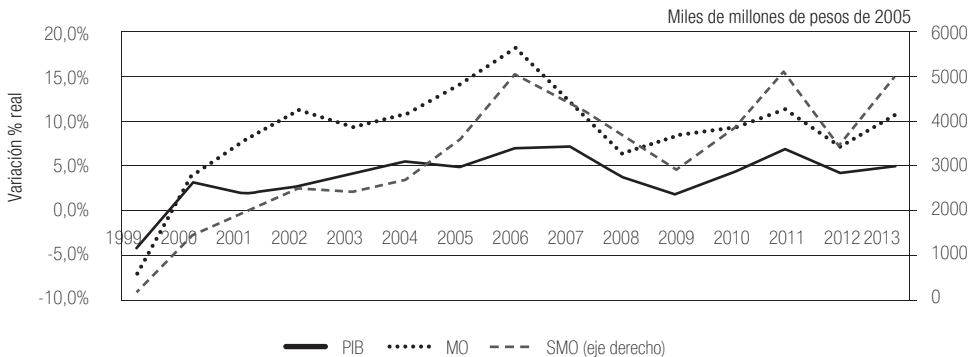


Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de la República.

Otra característica importante de ese periodo fue el incremento en los pasivos no monetarios, representados en operaciones de mercado abierto de contracción con certificados de cambio y con certificados canjeables por certificados de cambio, mientras estuvieron vigentes, y simultáneamente con títulos de participación. Estas operaciones las utilizan los bancos centrales con el ánimo de hacer esterilización monetaria, controlar los medios de pago y evitar los efectos nocivos de la inflación. Al disminuir la base monetaria inciden negativamente sobre el señoreaje primario (véase figura 5).

En el tercer periodo, de 1999 al 2013, el señoreaje primario mostró una tendencia creciente, pasó de \$160 miles de millones a \$4936 miles de millones.¹⁰ El comportamiento que tuvo el señoreaje primario estuvo muy asociado a la tendencia de la economía y de la base monetaria, y es el resultado de la racionalidad del ajuste implementado después de la crisis de 1999, ajuste que tenía como objetivo alcanzar una estabilidad en los precios y en el crecimiento, con una viabilidad externa (figura 6).

Figura 6. Comportamiento del señoreaje primario, base monetaria y PIB



Fuente: elaboración propia con base en información del DANE y del Banco de la República.

Efectivamente, después de la crisis del 1999 se implementó un programa de manejo monetario de expansión de la base monetaria, buscando un equilibrio

¹⁰ Datos en precios constantes del 2005.

entre el gasto y el ingreso agregado de la economía, teniendo presente que un incremento en la oferta monetaria ocasiona aumentos en el crédito, en la demanda agregada y en el gasto. A partir del 2001 el Banco de la República implementó una política monetaria que se rige por la estrategia de inflación objetivo, según la

"Se ha buscado coherencia entre las decisiones cambiarias y las monetarias, de tal manera que las intervenciones en el mercado cambiario no afecten los objetivos monetarios".

cual la autoridad monetaria cambia la postura de su política modificando su tasa de interés de intervención ante desviaciones entre la inflación observada y las metas establecidas, así como del PIB calculado en comparación con el proyectado.

Para que esta estrategia funcione eficientemente se requiere una política fiscal conservadora, que minimice los efectos de los flujos de capital sobre la tasa de cambio y los precios y que le dé un mayor margen de maniobra a la política monetaria. Adicionalmente, que en el país haya estabilidad externa y del sector financiero.

Otro elemento que favoreció este comportamiento fue el cambio en el régimen cambiario que se dio el 25 de septiembre de 1999, al pasar de un

sistema de bandas a uno de flexibilidad controlada. Este cambio le permitió al banco central tener un mayor control sobre el comportamiento de los agregados monetarios y de las tasas de interés. Esta flexibilidad permite que la política monetaria deje de ser endógena. Adicionalmente, se ha buscado coherencia entre las decisiones cambiarias y las monetarias, de tal manera que las intervenciones en el mercado cambiario no afecten los objetivos monetarios. De ser necesario se realizan operaciones de esterilización monetaria.

Durante el 2007 se rompió la tendencia creciente que se registraba en el señoreaje primario desde 1999. La inflación aumentó por encima de la meta prevista por el banco central. Con el ánimo de controlar la inflación, en abril del 2007 se creó la ventanilla de contracción. Se trata de depósitos no remunerados del sistema financiero en el banco central, no constitutivos de encaje. Estos, junto con incrementos de los depósitos de la Tesorería General en el Banco de la República, hicieron que los pasivos no monetarios aumentaran a partir de ese año (véase figura 5).

El repunte de la inflación en el 2007 obedeció a choques de oferta por el Fenómeno del Niño, que presionaron al alza el precio de los alimentos y también

al incremento en los precios internacionales de los productos básicos y la fuerte demanda de Venezuela, lo que aumentó el precio de la carne y de otros productos de la canasta familiar. Ese comportamiento de los precios unido al de la economía hizo que disminuyera la base monetaria y el señoreaje. En ese año el señoreaje primario decreció un 12,8%, al pasar de \$5076 a \$4426 miles de millones, cifra que contrasta con el incremento del 40,4% alcanzado el año anterior, cuando registró la mayor tasa de crecimiento del periodo (véase figura 6).

La disminución en el ritmo de actividad económica del 2008, que repercutió negativamente en el señoreaje primario, obedeció al recrudecimiento de la crisis financiera internacional a partir de septiembre, con lo cual disminuyó la demanda externa y el flujo de remesas de trabajadores, junto con la apreciación cambiaria que afectó negativamente la producción del sector transable de la economía y la disminución en la ejecución de obras civiles.

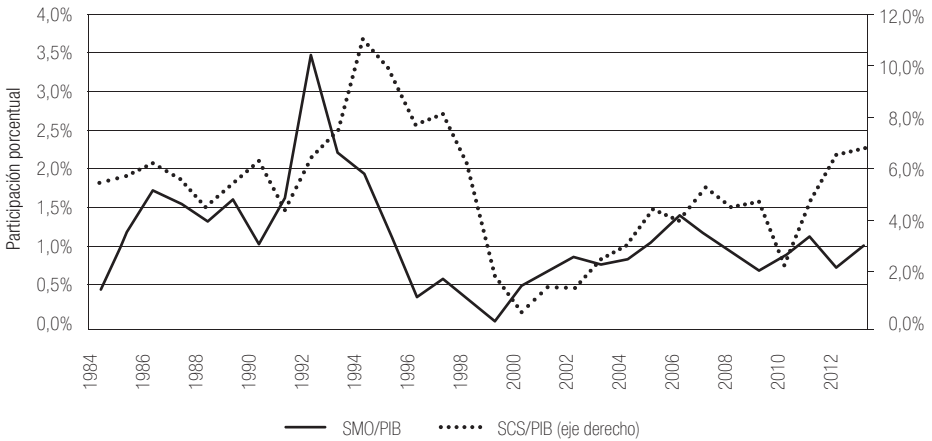
En el 2009 el bajo desempeño económico afectó negativamente el señoreaje primario, el cual se vio limitado también por la contracción de la demanda externa, junto con el deterioro interno de la confianza de consumidores y empresarios, lo cual redujo el consumo y la inversión.

En los años 2010 y 2011 hubo una recuperación de la economía, de la base monetaria y del señoreaje. En el 2012 el moderado crecimiento económico que se dio y que afectó negativamente la base monetaria y el señoreaje primario se explica por una menor dinámica de la demanda interna y de las ventas externas del país. En el 2013 el banco central mantuvo una tasa de interés de intervención baja, de 3,25%, lo que ayudó a un crecimiento de la demanda interna y de la actividad económica. Esto unido a un buen desempeño de la inversión en construcción de obras civiles y vivienda y a una débil demanda externa ocasionó que la economía creciera un 4,7%, jalonando el señoreaje primario, que en ese año fue de \$4936 miles de millones.

Evolución del señoreaje secundario

En la figura 7 se presentan los resultados del cálculo del señoreaje secundario SCS, junto con el del señoreaje primario SM_0 , ambos estimados como proporción del PIB. Nótese dos cosas importantes: los ingresos obtenidos por el señoreaje secundario son superiores a los del primario y las trayectorias de los dos señoreajes a lo largo del tiempo analizado han sido muy similares.

Figura 7. Evolución del señoreaje primario y secundario



Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de la República.

Como proporción del PIB, en 1984 el señoreaje primario representó sólo el 0,4%, mientras que el señoreaje secundario ascendía al 5,4%. En el 2013 esas participaciones pasaron a 1,0 y 6,7%, en su mismo orden. Para todos los años los ingresos por señoreaje secundario siempre fueron superiores a los del ingreso por señoreaje primario.

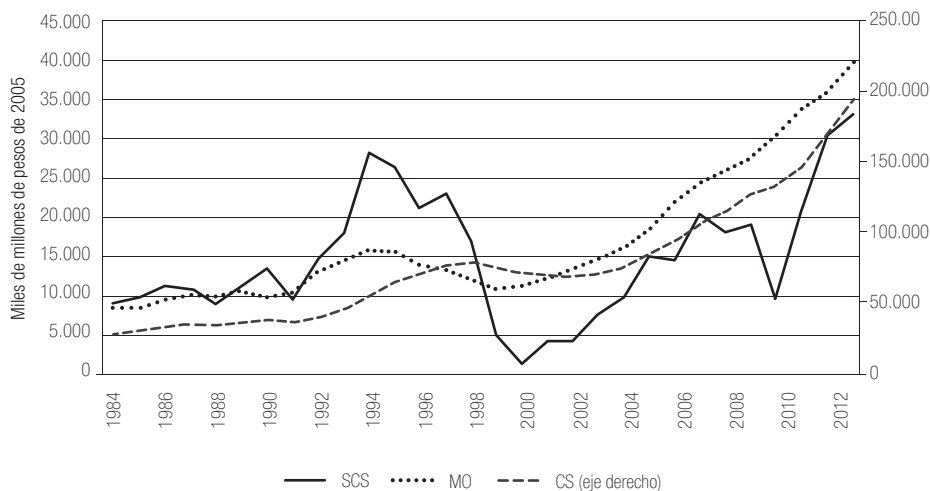
También se observa que las reformas que se dieron en el sistema monetario, financiero y cambiario incidieron en el comportamiento del señoreaje secundario y se pueden distinguir, al igual que se hizo en el análisis del señoreaje primario, tres periodos bien diferenciados. Las mismas causas que hicieron aumentar el ingreso primario al inicio de los noventa, disminuirlo a finales de la misma década y tener una tendencia creciente después, son las que originaron los cambios en el señoreaje secundario. Sin embargo, se pueden distinguir dos diferencias importantes: primero, en el periodo que va de 1991 a 1999 hay un rezago en el comportamiento del señoreaje de la creación secundaria, en comparación con el del señoreaje primario; segundo, después del 2006 la tendencia de las dos series se mantiene inicialmente, pero luego hay una divergencia (véase figura 7).

Lo anterior se explica por los efectos de los cambios en la base monetaria que afectaron el proceso de creación secundaria del dinero, por las modificaciones en

el manejo del efectivo por parte del público, por las reformas en la normatividad que se han introducido sobre los requerimientos de encaje y sobre todo por los cambios en la estrategia de las decisiones de política que fueron tomadas por la autoridad monetaria (figura 8).

215

Figura 8. Evolución del señoreaje secundario y de la base monetaria



Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de la República.

Sobre los cambios en la base monetaria y en la estrategia de las decisiones de política monetaria, es importante resaltar que el comportamiento de la creación secundaria sigue la misma tendencia de la base monetaria. En la medida en que los bancos centrales incrementen la cantidad de dinero, se espera un incremento en la creación secundaria de dinero y del señoreaje por este concepto, comportamiento que se observa a lo largo de todo el periodo analizado. Sin embargo, entre 1991 y 1999 se nota un cierto rezago entre la creación primaria M_0 y la creación secundaria CS, que afecta en el mismo sentido el comportamiento de los señoreajes, y obedece a la manera como operaba la política monetaria en la época y que se explica a continuación (véanse figuras 7 y 8).

Entre 1991 y 1999 el banco central utilizaba un sistema de “metas monetarias intermedias” como anclas nominales para controlar la inflación y para el con-

trol de los agregados monetarios, especialmente a la base monetaria desde 1996. Estos corredores monetarios se tomaban de referencia para fijar los parámetros del techo, piso y amplitud del sistema de bandas cambiarias que operaba en ese momento, para hacer compatibles las políticas monetaria y cambiaria. Es una época donde el diseño de la estrategia de la política monetaria es difícil, en un contexto de fuertes desequilibrios externos e internos ocasionados por un déficit en cuenta corriente de balanza de pagos y desequilibrio en las finanzas públicas, lo que genera presiones sobre el tipo de cambio. En este escenario, los efectos de las intervenciones del banco central tienden a sentirse con un rezago en M_3 y por lo tanto en la creación secundaria del dinero.

El 25 de septiembre del 1999 la Junta Directiva del Banco de la República anunció el cambio en el régimen cambiario, se eliminó el sistema de bandas cambiarias y se adoptó uno de flotación controlada, donde hay una mayor flexibilidad cambiaria, lo cual le permite al banco central tener un mayor control sobre los agregados monetarios. Adicionalmente, desde el 2001 el banco central cambió de estrategia monetaria e implementó un esquema de meta de inflación, con el ánimo de alcanzar tasas bajas de inflación, acordes con una estabilidad en el crecimiento del producto alrededor de su tendencia de largo plazo.

En esta nueva estrategia monetaria, el Banco de la República utiliza como instrumento de política cambios en su tasa de interés de intervención, a través de la cual le suministra liquidez al sistema financiero, con el fin de modificar la tasa de interés interbancaria (su meta operativa) y a su vez influir las tasas de interés de plazos más largos, tasas a partir de las cuales los individuos toman sus decisiones de consumo e inversión.

De esta manera, se implementó una estrategia monetaria más transparente para los agentes económicos, donde las decisiones de política monetaria de modificar las tasas de interés de intervención se toman con base en el análisis y el monitoreo permanente del estado actual y de las perspectivas de la economía, así como de la evaluación del pronóstico de inflación frente a las metas.

Este instrumento de modificación en la tasa de intervención está unido al de compraventa de divisas en el mercado cambiario, que se justifica para alcanzar un nivel adecuado de reservas internacionales y también para reducir volatilidades de muy corto plazo en la tasa de cambio. Todo esto se ha reflejado en un comportamiento más estable y creciente de los medios de pago y del señoreaje secundario, de acuerdo con la tendencia también creciente que tuvo el producto desde el 2000 (véanse figuras 1 y 8). Sin embargo, la tendencia creciente en el señoreaje

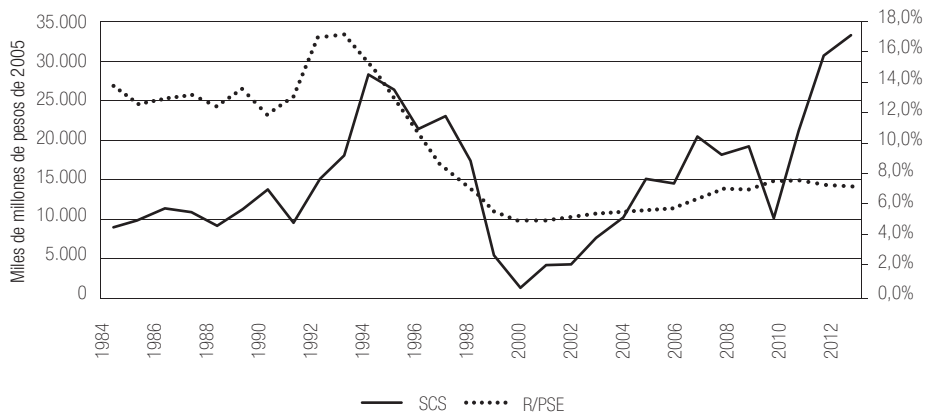
secundario y en el producto se rompió en el 2008, debido a los efectos de la crisis financiera internacional, la cual no obstante tuvo su mayor impacto en el 2009.

Por otra parte, la relación entre las reservas bancarias y los pasivos sujetos a encaje se refiere al porcentaje de dinero que el sistema financiero debe mantener en reservas bancarias de los depósitos que recibe del público. Ese porcentaje se llama encaje y puede ser ordinario o marginal.

El encaje ordinario no es igual para todos los depósitos, varía de acuerdo con su exigibilidad. Con el ánimo de incrementar el control monetario, los bancos centrales pueden imponer encajes marginales. Estos se caracterizan por afectar los incrementos que se dan en los saldos de determinadas cuentas del sistema financiero a partir de ciertas fechas. Incrementos en el valor del encaje reducen la creación secundaria de dinero. De esta manera, se afecta el señoreaje secundario, en tanto que lo contrario sucede cuando disminuye.

En la figura 9 se presenta la relación que tuvo el encaje con el señoreaje secundario, que no es muy clara por los cambios que se han venido introduciendo en el manejo de la política monetaria y en el papel que desempeñan los encajes en ella.

Figura 9. Evolución de la relación reservas-pasivos sujetos a encaje y el señoreaje secundario



Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de la República.

El encaje se utilizaba como reserva de seguridad, era un mecanismo de prevención del riesgo sistémico, se utilizaba como instrumento de la política monetaria. En la década de los ochenta existía alta dispersión y niveles de encaje elevados, que se incrementaron aún más en los años de 1993 y 1994 por aumentos en la cartera superiores al 20% en términos reales¹¹ (ver figura 9).

Sin embargo, el encaje como instrumento de política monetaria generó distorsiones en las tasas de interés activas de mercado, lo que afectó directamente la inversión, y su dispersión alteró la demanda por reservas y las tasas de corto plazo. Esto último ocasionó problemas de liquidez en el mercado. Por otra parte, la alta dispersión se constituyó en un incentivo para las entidades financieras para recomponer sus pasivos, a favor de aquellos que tenían encajes bajos, lo que disminuía el encaje promedio, dificultaba las proyecciones de la demanda de reserva, conducía a la pérdida de control de los agregados monetarios y generaba altos costos que se trasladaban a los deudores (Avella, 2007).

Con base en lo anterior, la Junta Directiva del Banco de la República tomó la decisión después de 1994 de reducirlos y eliminar su dispersión, unido al hecho de una simplificación en el sistema de pagos y la mejora en los índices de capitalización, solvencia y liquidez de las instituciones financieras. En el 2007, tras incrementos en la demanda, fue necesario acudir a los encajes marginales. En julio del 2008, se eliminaron e incrementaron levemente los ordinarios.

Los cambios en las tendencias de manejo del efectivo se relacionan con los medios de pago (cuentas de ahorro y corrientes) y con los instrumentos de pago (efectivo, tarjetas débito, datafonos, cajeros electrónicos e internet) utilizados por el público para realizar sus compras. De todos modos, el efectivo¹² ofrece unas ventajas en términos de conveniencia, fácil aceptación, trazabilidad, valor más predecible y costos que lo hacen preferible por muchos agentes económicos (Martínez, 2013).

El desarrollo de los canales transaccionales, la disminución en sus costos y los incrementos en las rentabilidades, unidos a la confianza en el sistema financiero y la bancarización, facilitan las operaciones bancarias y desestiman el uso de efectivo. Por lo contrario, la informalidad, la inseguridad ante el riesgo de información o la suplantación, el incremento en los tributos, los mayores controles fiscales, la

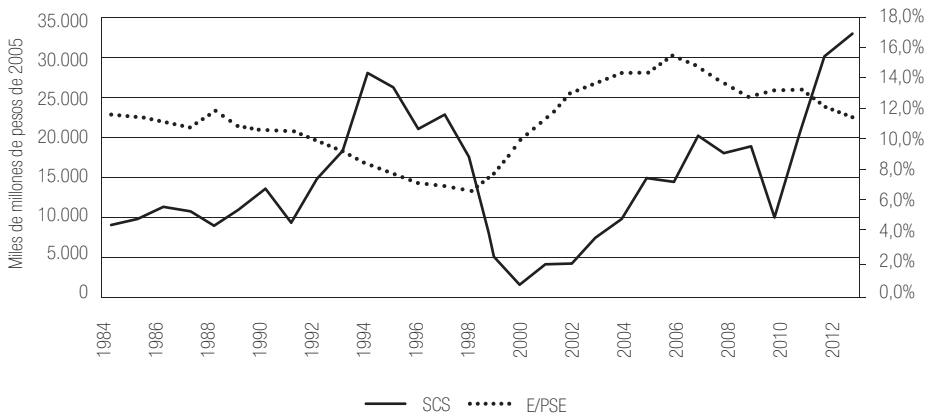
11 La relación entre cartera y PIB pasó del 25 al 32% entre 1992 y 1994. Las carteras que más se incrementaron fueron la de consumo e hipotecaria.

12 Algunos autores se refieren al efectivo como el circulante.

disminución en el costo de oportunidad de su tenencia y la falta confianza en el sistema financiero estimulan el uso de efectivo.

En la medida en que la tenencia de efectivo por parte del público disminuya y aumenten los saldos de dinero en los depósitos bancarios, el sistema financiero contará con más dinero para otorgar préstamos, aumentando con ello el señoreaje secundario; por lo tanto, se esperaría una relación inversa entre estas dos series.

Figura 10. Evolución de la relación efectivo-pasivos sujetos a encaje y del señoreaje secundario



Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de la República.

En la figura 10 se observa cómo la relación efectivo-pasivos sujetos a encaje mostró una tendencia decreciente de 1984 a 1998, en la medida en que la confianza del público en el sistema financiero aumentaba después de la crisis de 1982 y se popularizaba el uso de las tarjetas débito y los cajeros automáticos. En 1998, después de la introducción del impuesto a las transacciones financieras, del incremento en los costos financieros, y luego de eliminar los depósitos que eran remunerados bajo el sistema de valor constante, la relación efectivo-pasivos sujetos a encaje cambió de tendencia y empezó a aumentar.

En el 2007, después de que entrara en vigencia la Ley 1111 del 2006, la cual estableció que las transacciones inferiores a \$7'341 000,00 y las mesadas pensionales estarían exceptas del gravamen a los movimientos financieros, y que en algunos

casos ese tributo lo asumiría la institución financiera y no el usuario, aumentó el uso de datafonos, lo que se reflejó en un aumento en el número total de establecimientos comerciales afiliados a las franquicias de tarjetas bancarias. Esto ocasionó una disminución en la relación efectivo-pasivos sujetos a encaje (ver figura 10).

Si bien los anteriores cambios en la relación efectivo-pasivos sujetos a encaje han afectado el señoreaje secundario, el comportamiento de este último estuvo más asociado al cambio en la estrategia de la política monetaria y a la evolución de la economía.

Conclusiones

Los ingresos por señoreaje secundario son superiores a los ingresos obtenidos por señoreaje primario. Como proporción del PIB, los primeros pasaron de representar el 5,4% en 1984 al 6,7% en el 2013, mientras que los segundos aumentaron del 0,4 al 1,0%, en su orden, en los mismos años.

La evolución del señoreaje primario y secundario estuvo atada al comportamiento de la economía global y nacional, y a una serie de reformas que se implementaron en virtud de un nuevo modelo económico que generó una serie de cambios en el frente cambiario, financiero y monetario del país.

Las reformas que se han introducido en el manejo macroeconómico del país han dado como resultado que los cambios en el señoreaje primario en los últimos años estén asociados al comportamiento de la base monetaria y del ciclo económico.

El comportamiento del señoreaje secundario no estuvo muy relacionado con la relación efectivo-pasivos sujetos a encaje r' , ni con la relación reservas bancarias-pasivos sujetos a encaje e' .

Referencias

- Aisen, A. y Veiga, F. J. (2005). *The political economy of seigniorage*. International Monetary Fund, Working Paper 05/175, septiembre. Recuperado el 25 de noviembre del 2014, de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05175.pdf>.
- Anzola, O. (2000). Cálculo y distribución de los ingresos por señoreaje en Colombia (1989-1998). *Revista del Banco de la República*, 871, 41-63.

- Avella, M. (2007). *El encaje bancario en Colombia. Perspectiva general*. Bogotá: Banco de la República, Borrador de Economía N°. 470.
- Blanchard, O. (2006). *Macroeconomía* (4ª ed.). Madrid: Pearson Education.
- Banco de la República (1992). *Revista del Banco de la República*, 15 (782).
- Bernal, M. (2013). *¿Cómo se crea el dinero en Colombia?*. Bogotá: Ediciones Unisalle, Apuntes de Clase, N°. 88.
- Caballero Argáez, C. y Urrutia Montoya, M (2006). *Historia del sector financiero en Colombia en el siglo XX*. Bogotá: Norma.
- Cagan, P. (1956). The monetary dynamics of hyperinflation. En M. Friedman (Ed.), *Studies in the quantity theory of money*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Carrasquilla, A. (1995). *Bandas cambiarias y modificaciones a la política de estabilización: Lecciones de la experiencia colombiana*. Bogotá: Banco de la República, Borradores de Economía, N°. 22.
- Constitución Política de Colombia de 1991.
- Connolly, M. (1998). *Dolarización en las economías nacionales en América Latina: caso Perú señoreaje e impuesto inflacionario*. Miami, FL, Estados Unidos: Universidad de Miami.
- Garay S., L. J. (1998). *Colombia, estructura industrial e internacionalización, 1967-1996*. Bogotá: Departamento Nacional de Planeación.
- Haslag, J. H (1998). Seigniorage revenue and monetary policy. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, Third Quarter. Recuperado el 25 de noviembre del 2014, de <https://www.dallasfed.org/assets/documents/research/er/1998/er9803b.pdf>
- Kalmanovitz, S. (2003). *Ensayos de banca central en Colombia: comportamiento, independencia e historia*. Bogotá: Norma.
- Kiguel, M. y Neumeyer, P. A. (1989). *Inflation and seignorage in Argentina*. Washington: Banco Mundial, working paper.
- Martínez, C. (2013). *El uso de efectivo y tarjetas débito como instrumentos de pago en Colombia*. Bogotá: Banco de la República, Borradores de Economía, N°. 749.
- Mishkin, F. (2008). *Moneda, banca y mercados financieros* (8ª ed.). México: Pearson Education.

- Mundell, R. (1965). Growth, stability and inflationary finance. *Journal of Political Economy*, 73, 97-109.
- Muriel, O. (2011). *Análisis de la dinámica del señoreaje en Colombia para el periodo 1991-2010*. Cali: Universidad Santiago de Cali, Grupo de Investigación en Desarrollo Económico y Economía Internacional, Documento GIDEEI-USC, N°. 30.
- Posada, C. E. (2000) *Señoreaje, impuesto inflacionario y utilidades (brutas) del Emisor: definiciones y medidas del caso colombiano reciente*. Bogotá: Banco de la República, Borradores de Economía, N°. 140.
- Ortega, F. (1989). Crédito del Banco de la República al Gobierno. Notas editoriales. *Revista del Banco de la República*, 12, 745.
- Tolosa, J. (1995). La redefinición de los principales agregados monetarios. *Revista del Banco de la República*, 68 (812), 88-113.
- Urrutia, M. (2002). *Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década*. Bogotá: Banco de la República, Borrador de Economía, N°. 207.
- Zuleta, H. (1995). *Impuesto inflacionario y señoreaje*. Bogotá: Banco de la República, Borrador de Economía, N°. 38.
- Zuleta, H. (1997). *Una visión general del sistema financiero colombiano*. Bogotá: Banco de la República, Borrador de Economía, N°. 71.