

# Monetización de la deuda: ¿cómo no se nos había ocurrido antes?

---

*Roberto Steiner S.<sup>1</sup>  
Natalia Salazar F.<sup>1</sup>*

Frente a la delicada situación fiscal por la que atraviesa Colombia, varios economistas han venido impulsando la idea de lograr una colaboración más estrecha entre el Gobierno y el Banco de la República, lo cual podría hacerse por la vía de una financiación directa al gobierno a través de un crédito de emisión.

Esta idea ha generado gran controversia entre los economistas. Algunos la apoyan, otros la critican. La presente nota hace lo segundo. Nuestra crítica se centra en mostrar que i) la propuesta de emisión contiene debilidades conceptuales; y ii) la justifican sus proponentes en una equivocada interpretación de eventos sucedidos durante la primera mitad de los años ochenta.

El problema de endeudamiento público que actualmente enfrenta Colombia requiere de decisiones que, naturalmente, tienen elevados costos políticos.

Como se desprende de esta nota, en las actuales circunstancias monetizar parcialmente la deuda pública no resuelve ningún problema. Al contrario, podría precipitar una crisis cambiaria y dificultaría enormemente el acceso del país a los mercados de capitales nacional e internacional. Se trata de una propuesta muy popular<sup>2</sup>, pero que, como se verá a continuación, no tiene suficiente sustento técnico.

## **I. UN MARCO CONCEPTUAL PARA ANALIZAR LA PROPUESTA**

La propuesta que viene circulando desde hace unos meses en el sentido de financiar monetariamente al gobierno surge, del argumento según el cual el servicio de la deuda pública ha crecido de manera desmesurada, al punto de comprometer la sostenibilidad de las finanzas públicas. De acuerdo a los proponentes, de no atacarse el problema, no habrá es-

---

<sup>1</sup> Investigadores del CEDE de la Universidad de Los Andes. Este documento está basado en una presentación realizada en el seminario "Deuda Pública y Política Monetaria" organizado por la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes y *El Espectador* (agosto 30 de 2000).

---

<sup>2</sup> De hecho, durante la segunda semana de noviembre varios parlamentarios sugirieron rechazar el proyecto de reforma tributaria presentado por el gobierno, y propusieron que el Banco de la República otorgara un crédito de emisión al gobierno para suplir el faltante de recursos.

pacio para realizar inversión pública, lo cual repercute directamente sobre el crecimiento económico y el empleo.

Quienes promueven la idea de la emisión están sugiriendo, o bien que el Banco de la República relaje la política monetaria para financiar el déficit fiscal, o bien que financie al fisco sin relajar la política monetaria<sup>3</sup>. Conviene analizar la propuesta a través de una sencilla identidad contable según la cual el déficit fiscal debe financiarse con deuda y/o con emisión.

$$D = G + i.B - T = \Delta B + \Delta M \quad (1)$$

$D$  es el déficit fiscal total,  $G$  el gasto público corriente,  $i.B$  el pago de intereses sobre la deuda pública (resultado de multiplicar la tasa de interés  $i$  por el saldo de la deuda  $B$ ),  $T$  los impuestos,  $\Delta B$  el cambio en la deuda y  $\Delta M$  la financiación monetaria del déficit. Si suponemos que la tasa nominal de interés es igual a la tasa de interés real ( $r$ ) más la inflación observada ( $\pi$ ), y si dividimos los dos lados de la ecuación por el ingreso nominal  $Y$  (donde  $Y = p.y$ , con  $p$  el nivel de precios,  $y$  el ingreso real), se tiene la siguiente ecuación diferencial:

$$\Delta b = (g - t) + (r - x).b - \Delta m - (\pi + x).m \quad (2)$$

donde las variables en minúsculas en (2) son las variables de (1) divididas por el ingreso nominal y  $x$  es la tasa de crecimiento del ingreso real. Nótese que si  $(r - x) > 0$  (o, lo que es lo mismo, si  $r > x$ ), la deuda crece indefinidamente (v.gr. es insostenible), a me-

nos que haya un superávit *primario* ( $t > g$ ), o un aumento en la cantidad *real* de dinero o una mayor tolerancia por la inflación (que, por supuesto, no desplome la demanda por dinero).

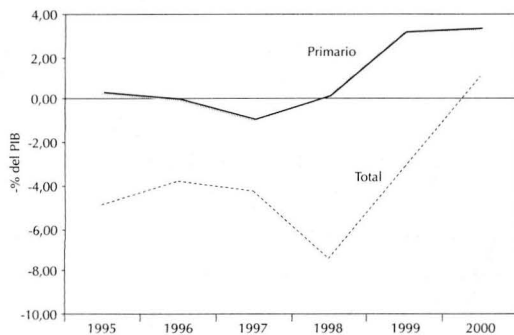
Partiendo de una situación en que la tasa real de interés que se paga sobre la deuda pública supera la tasa de crecimiento económico, pareciera que quienes abogan por la (parcial) monetización de la deuda leen la ecuación (2) de la siguiente manera: la deuda es insostenible y, dado que no es políticamente viable ni económicamente conveniente generar un superávit primario, debe acudir a la emisión monetaria para volver sostenible la deuda.

A nuestro juicio el primer error de esta concepción consiste en descalificar la alternativa de generar un superávit primario para compensar el aumento en la carga financiera de la deuda. Al respecto, es ilustrativo contrastar las experiencias de Brasil y de Colombia. Mientras en el primero se ajustó el balance fiscal primario para acomodar el pago de intereses -gracias a lo cual se consolidó la baja en la inflación, se aseguró el financiamiento externo y se sentaron las bases para un crecimiento económico que hoy en día Colombia envidiaría- en nuestro país el déficit primario se incrementó al mismo tiempo que aumentó el pago de intereses (Gráficos 1 y 2).

El segundo error es conceptual. El banco central puede aumentar la cantidad nominal de dinero ( $\Delta M > 0$  en la ecuación 1). Sin embargo, para que ello se traduzca en un aumento en la cantidad real de dinero ( $\Delta m > 0$  en la ecuación 2) que ayude en el proceso de volver sostenible la deuda, es necesario que el aumento en la oferta nominal de dinero esté respondiendo a un aumento en la *demanda* por saldos monetarios reales. De lo contrario, con una alta probabilidad el aumento en la cantidad nominal de dinero se traducirá en un aumento en el nivel de precios y/o en un aumento en la tasa de cambio (o en una pér-

<sup>3</sup> Otras versiones de la propuesta aparentemente hacen referencia a que el Banco cambie títulos de deuda pública que hoy en día tiene en su balance por otros títulos con condiciones financieras menos onerosas. En esta nota nos referiremos a la versión más extrema de la propuesta, que hace referencia a la monetización de la deuda pública. Sin mayor pérdida de generalidad, ello facilita la discusión que se hace a continuación.

**Gráfico 1. BRASIL: BALANCE DEL SECTOR PÚBLICO**



Fuente: Banco Central de Brasil.

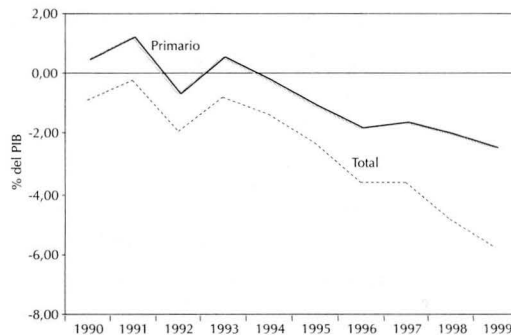
de reservas internacionales, en caso de que se trate de un régimen de tipo de cambio fijo)<sup>4</sup>.

Evidentemente, si exógenamente se presenta un aumento en la demanda de dinero, los gobiernos y los bancos centrales se encontrarán en una situación privilegiada, y mal harían en no satisfacer dicha demanda. Al fin y al cabo, se trataría de una situación en la cual la expansión nominal de dinero no va a producir un aumento en el nivel de precios ni un aumento en la tasa de cambio (o una pérdida de reservas internacionales, bajo tipo de cambio fijo), pero sí va a generar, obviamente, un aumento en el señoreaje.

Mas allá de cambios estacionales de muy corta duración (p.ej. la demanda de dinero por motivo de transacción aumenta en la época de fin de año), o

<sup>4</sup> Un tercer efecto, que aparentemente es el que tienen en mente quienes proponen monetizar la deuda, es que dicha política se traducirá en una disminución en las tasas de interés. Valga decir, el exceso de oferta monetaria no se traduce en un aumento en la demanda por bienes ni por divisas, sino en un aumento en la demanda por bonos. Con movilidad de capitales, ello requeriría de una caída en las expectativas de devaluación. Este escenario presupone un entorno de confianza en la economía doméstica que no se compadece con la realidad.

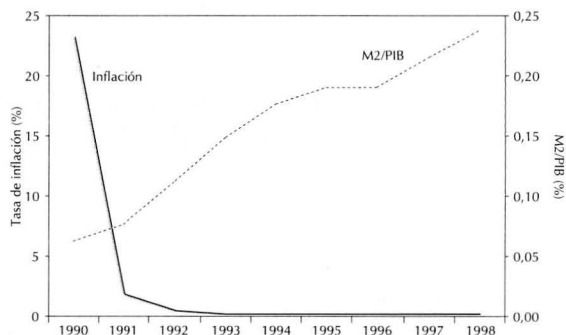
**Gráfico 2. COLOMBIA: BALANCE DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL**



Fuente: Banco de la República.

de cambios permanentes pero muy lentos (p.ej. por avances tecnológicos en los mecanismos de transacción, que suelen *disminuir* la necesidad de mantener dinero), la demanda de dinero no suele cambiar abruptamente. Hay casos excepcionales, como el de Argentina a comienzos de los noventa (Gráfico 3). En 1991, en dicho país hubo una reducción importante en la tasa de inflación (y en las expectativas de devaluación y en la tasa de interés) producto del establecimiento de un régimen cambiario extremo, acompañado de un paquete de reformas estructurales de gran envergadura. Esto conllevó a un importante aumento en la confianza en la economía y

**Gráfico 3. ARGENTINA: INFLACIÓN Y M2/PIB**



Fuente: Banco Mundial.

a un consecuente incremento en la demanda de dinero<sup>5</sup>. Sobra decir que en dicho caso se satisfizo la mayor demanda de dinero, no a través de monetizar parte de la deuda pública, sino a través de monetizar la totalidad de la afluencia de capitales privados.

Es difícil concebir un aumento en la demanda de dinero que no venga acompañado del mecanismo de expansión mismo. Valga decir, difícilmente va a suceder que aumente la demanda por dinero, y que se haga necesario monetizar parte de la deuda pública para satisfacer dicha demanda.

En cualquier caso, la demanda de dinero, más allá de los cambios estacionales mencionados, se incrementa como reflejo de que aumenta la confianza en la economía. No creemos que la situación actual en Colombia se pueda caracterizar como de un "boom" de confianza. De hecho, no sería exagerado afirmar que el solo anuncio de monetizar parcialmente la deuda pública o de reestructurar la deuda del gobierno si algo hace es minar dicha confianza y, por esa vía, *reducir* la demanda por dinero. Por no mencionar que dichas propuestas, que se hacen con el propósito de, supuestamente, aliviar la carga de intereses de la deuda pública, bien puede tener el efecto contrario de encarecer otras fuentes de financiamiento, como por ejemplo los bonos soberanos que se colocan en el mercado internacional de capitales.

## II. ALGUNAS FALACIAS

Además de limitaciones conceptuales, la propuesta de monetizar parcialmente la deuda se fundamenta en algunos argumentos falaces, que discutimos a continuación.

---

<sup>5</sup> No faltará un economista despistado que lea el Gráfico 3 como evidencia de que se debe aumentar la oferta monetaria para reducir la inflación.

### A. Falacia 1: La emisión fue exitosa en los años ochenta

Quienes promueven la idea de monetizar la deuda pública aseguran que este tipo de medidas fue exitoso en los años ochenta. El editorial de un prestigioso periódico económico afirma al respecto que "a mediados de los ochenta, el Banco de la República le prestó dinero al Gobierno para atender parte de la crisis fiscal en cuantías que en tres años alcanzaron 3% del PIB" y más adelante continúa diciendo "paradójicamente, la tasa de inflación en el año 86 fue la más baja de esa década y la economía comenzó un importante repunte" (*Portafolio*, 18 de agosto de 2000)<sup>6</sup>.

En la misma dirección, Cabrera y González (2000, énfasis nuestro) argumentan que "para los ortodoxos que *no recuerdan que el exitoso ajuste de los años ochenta tuvo como uno de sus componentes esenciales una masiva financiación del gobierno con recursos de emisión*, conviene recordarles que hasta el actual subdirector del FMI ha reconocido la posibilidad de este tipo de financiación sin consecuencias negativas en el frente de la inflación".

Cabrera y González basan su argumento en el Gráfico 4. Señalan, con razón, que en el año de la recuperación (1985) el Gobierno efectivamente recibió alguna financiación monetaria del banco central. Sin embargo, no mencionan lo sucedido en los 5 años anteriores, cuando dicha financiación fue verdaderamente espectacular, jugando un papel

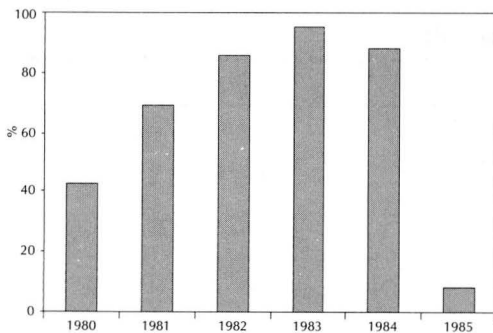
---

<sup>6</sup> Afortunadamente, el editorial de *El Tiempo* de noviembre 18 de 2000 asegura que "intentar solucionar parcialmente el lío fiscal con emisión constituye un serio riesgo para el crecimiento, para la estabilidad financiera y por lo tanto para la sostenibilidad fiscal que se busca reforzar. En consecuencia, la iniciativa (de monetizar la deuda) produciría, como ha sido el caso en otros países, un marcado deterioro en el ambiente general de los negocios".

crítico en poner a la economía colombiana al borde de una crisis cambiaria. En nuestra opinión, la lectura correcta del Gráfico 4 no es que la barra en 1985 es mayor a cero. La lectura correcta es que dicha barra es mucho menor que las de años anteriores, de profunda crisis fiscal y cambiaria. Entre 1983, el año horrible, y 1985, el año en que se inicia la recuperación, la financiación monetaria del déficit se reduce en un 80%.

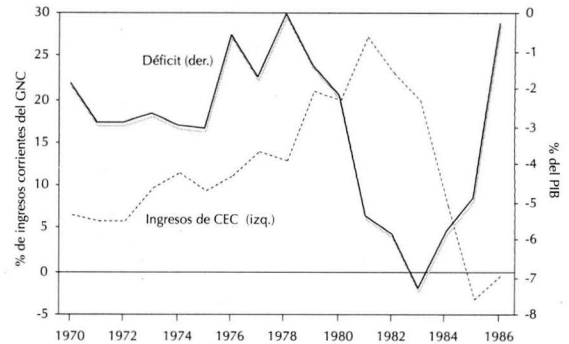
Como se aprecia en el Gráfico 5, desde los años sesenta el Gobierno se venía financiando de manera creciente con los ingresos de la Cuenta Especial de Cambios (CEC). La CEC era una cuenta de ajuste en el balance del Banco de la República que surgía de la diferencia entre la tasa de cambio a la cual se vendían las reservas internacionales y la tasa a la cual se contabilizaban o valoraban. Periódicamente, el Banco de la República giraba el resultado de esta cuenta al Gobierno, quien contabilizaba dichos recursos de emisión como un ingreso corriente, similar a cualquier impuesto!!! En 1981 los recursos monetarios de la CEC llegaron a representar una tercera parte de los ingresos corrientes de la nación<sup>7</sup>. Tanto el crédito directo del banco central al gobierno co-

**Gráfico 4. PORCENTAJE DEL DÉFICIT FISCAL FINANCIADO CON RECURSOS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**



Fuente: Cabrera y González (2000).

**Gráfico 5. INGRESOS POR CEC Y DÉFICIT FISCAL (SPNF)**



Fuente: Jaramillo y Montenegro (1982) y Banco de la República.

mo la monetización de las utilidades contables de la CEC financiaron un notable desplome de las reservas internacionales entre 1981 y 1984 (Gráfico 6).

La recuperación que se inicia en 1985 no tiene como elemento central un aumento en la financiación monetaria del gobierno. Todo lo contrario, tiene como elemento principal la introducción de varios impuestos -muy particularmente el IVA- para reemplazar la financiación monetaria del déficit con verdaderos ingresos tributarios<sup>8</sup>.

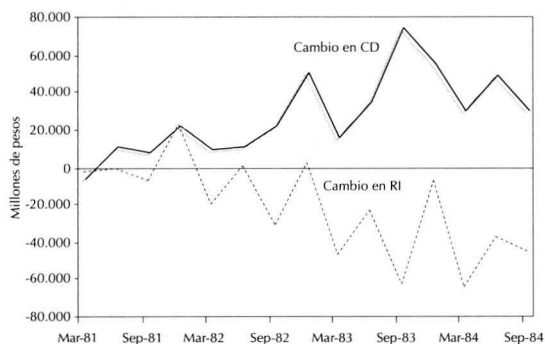
## B. Falacia 2: Es mejor un crédito directo del Banco de la República que comprar TES en el mercado secundario.

Un editorial de *Portafolio* (agosto 11 de 2000) señalaba que "... es útil que la opinión conozca que el

<sup>7</sup> Un detallado análisis acerca de la naturaleza monetaria de la CEC se encuentra en Steiner (1991).

<sup>8</sup> Además, se introdujo la sobretasa a las importaciones - mecanismo cuestionable en términos de política comercial, pero efectivo en términos tributarios. Adicionalmente, en 1985 se congeló la planta del sector público y los salarios públicos aumentaron 10%, frente a una inflación de 18% en 1984.

## Gráfico 6. CRÉDITO DOMÉSTICO NETO Y RESERVAS INTERNACIONALES



Fuente: Banco de la República.

BR tiene hoy en su balance TES en cuantía cercana a los 2.5 billones, y que para comprarlos tuvo que emitir dinero. Como los TES han sido adquiridos en el mercado secundario, esta emisión no se considera crédito al sector público... Se trata de una sutileza técnica pues no habría tenido ninguna consecuencia negativa que estos TES hubieran sido directamente comprados por el Banco; por el contrario de haberlo hecho se hubiera evitado las altas tasas de interés que ha pagado por los TES, es decir, se hubiera disminuido significativamente el servicio de la deuda pública..."

El editorial sugiere que hay alguien que está haciendo las cosas mal pues al tener el Banco de la República TES en su activo está financiando al Gobierno, solamente que de manera muy costosa.

Lo primero que debe aclararse es que en todas partes la política monetaria se suele hacer con títulos de deuda pública. Basta con darle una mirada al balance de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Prácticamente todos sus activos están representados en títulos del tesoro (Diagrama 1), algunos adquiridos primariamente, otros no. El Fed no está lleno de títulos del tesoro porque esté dedicado a financiar

## Diagrama 1. BALANCE RESUMIDO DEL FED EN 1998 (Miles de millones de dólares)

Activos		Pasivos	
Títulos de Deuda Pública	438	Base Monetaria	544
Reservas Internacionales	82		
Otros	24		

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

al Tesoro americano (costosamente con los títulos adquiridos secundariamente o de forma más barata con los adquiridos en el mercado primario). El Fed tiene títulos de deuda pública en su activo, porque ese es el instrumento idóneo para llevar a cabo las operaciones de expansión (comprándolos) y de contracción (vendéndolos) monetaria.

En segundo lugar, el editorial olvida que, después de constituir reservas, las utilidades del Banco de la República se trasladan al Gobierno, de manera que en términos fiscales es absolutamente indiferente si el gobierno le paga altas o bajas tasas de interés al banco central.

En 1998 el Banco de la República le trasladó al Gobierno el 82% de sus utilidades (Cuadro 1), equivalentes a \$1,2 billones (0,9% del PIB). ¿De dónde

## Cuadro 1. FUENTES Y DISTRIBUCIÓN DE LAS UTILIDADES DEL BANCO DE LA REPÚBLICA (% del PIB)

	1997	1998	1999
Ingresos	0,9	1,6	0,8
Reservas	0,2	0,8	0,1
Otros	0,6	0,8	0,7
Egresos	0,8	0,5	0,5
Utilidades	0,1	1,1	0,3
Transferidas al GNC	0,1	0,9	0,4
Señoraje (sobre M1)	1,6	1,3	0,8

Fuente: Banco de la República.

salieron dichas utilidades? Un cálculo grueso sugiere que el saldo promedio de TES (\$942 mil millones) multiplicados por una tasa de interés promedio de 31%, habría producido cerca de \$290 mil millones en utilidades para el banco. Valga decir, el banco le trasladó al Gobierno cuatro veces más recursos de los que obtuvo del mismo, producto de ser el Banco un importante tenedor de deuda pública. Por supuesto, si se redujese a cero la tasa de interés de los TES que posee el Banco de la República, el alivio fiscal que habría recibido el Gobierno habría sido compensado, en monto idéntico, por un menor traslado de utilidades del banco central.

### C. Falacia 3: Hay emisiones buenas y emisiones malas

La tercera falacia es aquella que asegura que en Colombia algunos economistas descalifican sólo cierto tipo de emisiones, las que van para el gobierno. Algunos de quienes promueven la emisión para financiar al Gobierno afirman que "...se presentan posiciones maniqueístas según las cuales no se debe emitir para financiar el gasto público, pero sí es posible hacerlo para financiar al sector privado. Porque en los últimos años ha habido emisiones cuantiosas a favor del sector financiero, que ni siquiera fueron cuestionadas por los columnistas que hoy descalifican las propuestas supuestamente populistas" (*Portafolio*, agosto 8 de 2000).

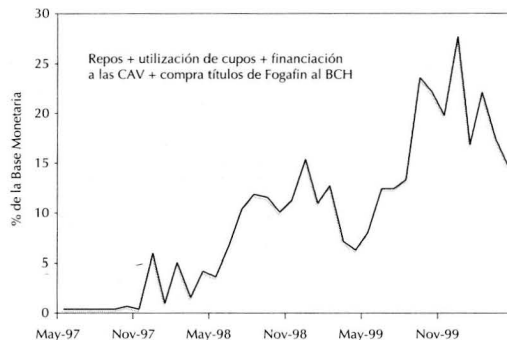
Debates al interior del Congreso permiten entrever que existe la misma percepción por parte de algunos de sus miembros. "No entendemos cómo la Junta del Banco pega el grito en el cielo cuando se le propone emitir para arreglar el lío de la deuda olvidando que en 3 meses acudió a 3 emisiones clandestinas para financiar el salvamento de los bancos públicos que ahora no valen un peso" (*El Espectador*, 22 de agosto de 2000, resumiendo declaraciones del Senador Luis Guillermo Vélez).

Es importante aclarar que varios economistas sí han hecho críticas a la financiación monetaria de los bancos públicos que entraron en problemas. Por ejemplo, Alesina, Carrasquilla y Steiner (2000) señalan que "el mecanismo (de los Repos) ha apoyado un proceso para el cual no fue diseñado. Pasó de ser un sistema diseñado para manejar problemas temporales de liquidez a un sistema en el cual los bancos públicos recibieron un préstamo permanente".

El Gráfico 7 muestra que los créditos del Banco de la República a los bancos en problemas han sido de magnitud significativa. A finales de 1999 llegaron a representar cerca del 30% de la base monetaria. Resulta importante resaltar que el apoyo al sector financiero ha sido en gran parte una financiación al gobierno, dado que a quienes más se les ha brindado ayuda ha sido a los bancos públicos, de esta manera volviendo monetario un problema que es netamente fiscal. Al fin y al cabo, se está utilizando para resolver problemas de solvencia (valga decir, fiscales, tratándose de bancos públicos) un mecanismo (los Repos) diseñado para conjugar problemas temporales de liquidez.

Por cierto, algunos de quienes proponen monetizar parcialmente la deuda pública han sugerido que ello se haga sin sacrificar las metas monetarias. Por

**Gráfico 7. APOYOS DE LIQUIDEZ DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**



Fuente: Banco de la República.

supuesto, para que ello sea posible, necesariamente habría que restringir el crédito de emisión que el banco central otorga a otros agentes. No pareciera que quienes proponen monetizar la deuda pública hayan analizado, en detalle, las consecuencias fiscales de, por ejemplo, eliminar el acceso de los bancos públicos insolventes a los cupos de emisión del Banco de la República.

#### D. Falacia 4: El gobierno ya no se beneficia del señoraje

De manera a ambientar la propuesta de monetizar parte de la deuda pública, algunos de los patrocinadores de dicha idea han insistido en que desde 1991 el Gobierno no ha recibido recursos provenientes del banco central. Por ejemplo, Cabrera y González (2000, énfasis nuestro) afirman que "para las finanzas públicas *la consecuencia más importante* de la autonomía del Banco Central fue precisamente la de haber perdido una fuente de recursos de muy bajo costo para cubrir los déficits... Al tener que remplazar la contracción de encajes por OMAS con costo para el BR e indirectamente, para el presupuesto nacional, la JDBR dispuso de un recurso público, -el impuesto por inflación-, eliminó la posibilidad de que fuera utilizado por el Estado, y lo transfirió gratuitamente a los particulares".

Aquí vale la pena hacer una corta explicación, no teórica, sino contable<sup>9</sup>. Comencemos por definir el señoraje. Este es igual a los recursos de que se apropia un banco central al emitir un pasivo, que no le cuesta nada, a cambio de activos productivos. En términos matemáticos, el señoraje es igual a  $\Delta B/P$ , donde  $B$  es la base monetaria y  $P$  el nivel de precios. Por el lado de sus fuentes, la base monetaria es igual a:

$$B = e.R + CD \quad (3)$$

<sup>9</sup> Para mayores detalles, ver Rincón, Steiner y Saavedra (1992).

donde  $R$  son las reservas internacionales en dólares;  $CD$  el crédito doméstico neto y  $e$  la tasa de cambio. Por su parte, el crédito doméstico neto se compone de:

$$CD = C_{SF} + C_{Gob} + C_{Spriv} \quad (4)$$

donde  $C_{SF}$  es el crédito al sector financiero,  $C_{Gob}$  es el crédito al gobierno y  $C_{Spriv}$  es el crédito al sector privado (este último constitucionalmente prohibido desde 1991). Las utilidades del Banco de la República se originan en emitir un pasivo (la base monetaria) que no le conlleva ningún costo financiero, a cambio de activos productivos (las reservas internacionales y el crédito). Dichas utilidades se pueden expresar así:

$$W = e.R.i_R + C_{SF}.i_{SF} + C_{Gob}.i_{Gob} - K \quad (5)$$

donde  $W$  son las utilidades;  $i_R$  el rendimiento de las reservas internacionales;  $i_{SF}$  el rendimiento del crédito al sector financiero;  $i_{Gob}$  el rendimiento del crédito al Gobierno;  $K$ , los costos de operar el banco central.

Podemos redefinir el balance del sector público que aparecía en la ecuación (1) para hacer explícitos dos hechos. De una parte, la deuda ( $B$  en la ecuación (1)) tiene dos componentes: deuda con el banco central ( $C_{Gob}$ ) y resto de deuda ( $H$ ); el Gobierno recibe parte o la totalidad de las utilidades del banco central.

$$(G-T) + C_{Gob}.i_{Gob} + H.i_H = \Delta C_{Gob} + \Delta H + \alpha.W \quad (6)$$

donde  $\alpha$  es la proporción de las utilidades del banco transferidas al gobierno. La ecuación (6) señala que la suma del déficit primario más el pago total de intereses (al banco central y a otros prestamistas) se debe financiar con más deuda y con las utilidades que se reciben del banco central.



Suponiendo por simplicidad que  $\alpha=1$ , combinando (3) a (6), reordenando y dividiendo por el nivel general de precios ( $P$ ), se obtiene la siguiente expresión:

$$\Delta B/P = [e.\Delta R - e.R.i_r]/P + [(G - T) + H.i_H - \Delta H]/P + [C_{SF} - C_{SF}.i_{SF}]/P + K/P \quad (7)$$

De la ecuación (7) se desprende que, además de solventar el costo de operación del banco central, el señoraje se puede destinar a tres fines (tres primeros términos del lado derecho de la ecuación):

- A financiar la compra de reservas internacionales. Valga decir, a sostener el tipo de cambio cuando la entrada de reservas genera presiones revaluacionistas.
- A financiar al Gobierno, bien sea con crédito de emisión o transfiriéndole las utilidades del banco central. Nótese que el término es idéntico a la suma del crédito de emisión más las utilidades transferidas menos los intereses pagados por el Gobierno al banco.
- A apoyar al sistema financiero, lo cual, en caso de que se trate de bancos públicos virtualmente insolventes, es indistinguible de una financiación al Gobierno.

Por lo tanto, el Gobierno sí recibe parte del señoraje. Si bien desde 1991 no ha recibido crédito de emisión, ciertamente las utilidades del banco sí le han sido trasladadas. Al analizar las utilidades del Banco de la República se observa que desde 1997 el Gobierno ha recibido prácticamente la totalidad de las mismas (Cuadro 1).

Por cierto, en dicho cuadro hay un importante rubro denominado "otros". Este se compone principal-

mente de los ingresos que obtiene el banco central producto de otorgar créditos de liquidez a los intermediarios financieros (también incluye los intereses que el Banco recibe por ser tenedor de deuda pública). De manera que si bien es cierto como lo afirman Cabrera y González, que en 1996-1997 cambios en la política monetaria (reducción de encajes y aumento de OMAs) favorecieron al sistema financiero a costa del Gobierno, es claro que de 1998 en adelante parte importante de las utilidades del Banco de la República vinieron de créditos al sistema financiero y fueron trasladadas al Gobierno.

### III. CONCLUSIÓN

Toma fuerza entre algunos analistas, editorialistas y congresistas la idea de que, con el propósito de aliviar el servicio de la deuda pública, el Banco de la República debería otorgar un crédito de emisión al Gobierno. Algunos han defendido dicha propuesta con base en argumentos de acuerdo a los cuales i) una política similar fue clave en la recuperación económica que se dio a partir de la segunda mitad de la década de los ochenta y a que ii) desde que el banco central es independiente, el Gobierno no ha recibido recursos provenientes del señoraje.

En esta nota hemos mostrado que mientras no se observe un aumento en la demanda de dinero, una financiación monetaria del déficit muy probablemente se traduciría en mayor inflación o en pérdida de reservas internacionales. Si la financiación al Gobierno se debe entender como una propuesta que no propende por relajar las metas monetarias vigentes, entonces quienes proponen ello deberían también ofrecer alternativas a qué hacer con el problema de bancos públicos virtualmente insolventes. Hoy en día dichos bancos dependen estrechamente de los recursos de emisión del banco central, recur-

sos que ya no estarían disponibles si se opta por monetizar parte de la deuda pública.

También hemos mostrado que se dan argumentos falaces en defensa de la monetización. En particular, erróneamente se sugiere que una política similar fue exitosa a mediados de los ochenta, cuando es evidente que parte del ajuste de 1985 consistió precisamente en una dramática reducción de la financiación monetaria del déficit. Además, quienes proponen monetizar parte de la deuda pública ol-

vidan que el Gobierno ha sido y continúa siendo el gran beneficiario de las utilidades del banco central.

Como toda propuesta de "almuerzo gratis", la que ahora circula en algunos medios y que hemos comentado en esta nota tiene más de popular que de sustento técnico. En últimas, y como lo señala el principal diario del país "bien hace la Junta Directiva del Banco de la República en rechazar enfáticamente esta nociva idea" (*El Tiempo*, Editorial del 18 de noviembre de 2000).

## BIBLIOGRAFÍA

- Alesina, A.; A. Carrasquilla y R. Steiner (200), "The Central Bank in Colombia" Fedesarrollo, *Documento de trabajo*, No. 13.
- Cabrera, M. y J. I. González (2000), "El desmanejo de la deuda pública interna". Mimeo. Versión final, 25 de julio de 2000.
- Jaramillo, J. C. y A. Montenegro (1982), "La Cuenta Especial de Cambios: descripción y análisis de su evolución reciente". *Ensayos sobre Política Económica*, septiembre.
- Rincón, H., R. Steiner y L. A. Saavedra (1992), "Utilización del impuesto inflacionario en Colombia". *Monetaria*, CEMLA, México.
- Steiner, R. (1991), "La Cuenta Especial de Cambios, las utilidades por compra y venta de divisas y el déficit del sector público", *Ensayos sobre Política Económica*, diciembre.