

El Banco Central y la emisión monetaria

Introducción

Las normas sobre Banca Central contenidas en la Constitución Política de 1991 y desarrolladas en la Ley 31 de 1992 han sido materia de diversos análisis. Los mismos se han centrado en torno al tema de la importancia e implicaciones que tiene la existencia de un Banco Central independiente, con mandato específico referido a la conservación de la capacidad adquisitiva de la moneda ¹.

Resulta interesante abordar las recientes reformas a nuestro régimen de Banca Central desde otro punto de vista. Nos referimos al hecho de que al existir una prohibición Constitucional expresa al otorgamiento de crédito primario al sector privado y serias limitaciones al otorgamiento de crédito al sector público ², conviene hacer explícita la mecánica que imperará en el futuro para que el Banco de la República cumpla su indelegable función de ser el ente responsable de la emisión monetaria en Colombia.

I. Las fuentes de emisión monetaria

El pasivo monetario que emite el Banco de la República, y que es la moneda de curso forzoso con poder liberatorio ilimitado en Colombia, está compuesto por los billetes y monedas en circulación y los depósitos en cuenta corriente en el Banco de la República. Dicho pasivo es

utilizado para satisfacer las necesidades de efectivo por parte del público y las necesidades y requerimientos de reserva por parte de los intermediarios financieros.

Existen diversas formas en que el Banco puede aumentar el dinero en circulación. Se trata de operaciones en que éste, ofreciendo su pasivo monetario, adquiere un activo (reservas internacionales o crédito), o reduce su pasivo no monetario (OMA). Cuando el activo es productivo, en efecto el Banco Central emite un pasivo que no le cuesta nada ³ y recibe un activo que le rinde algo, bien sea porque cobra interés sobre el crédito que otorga, o porque invierte productivamente las reservas internacionales que adquiere. El beneficio financiero así obtenido constituye el señoreaje que recibe quien tiene el monopolio de la emisión. Como veremos luego, las normas que imperan en Colombia determinan que el receptor último del mismo pueda, eventualmente, ser el Gobierno, por ser quien ha delegado en el Banco el monopolio de la emisión.

Las distintas fuentes de emisión se agrupan en dos grandes categorías: otorgamiento de crédito

¹ Al respecto, se pueden consultar las Notas Editoriales de la Revista del Banco de la República de julio de 1991 así como el Informe Anual del Gerente a la Junta Directiva, 1991.

² Artículo 373 de la Constitución Política.

³ Obviamente, se incurre en un costo al elaborar billetes y monedas. En el texto nos referimos al costo financiero; es decir, al hecho de que el Banco no paga intereses sobre el pasivo monetario que ha emitido.

y adquisición de reservas internacionales. A su vez, el crédito se puede dividir en crédito al sector público, al sector privado y al sector financiero.

A) Crédito al sector público

El Banco Central puede otorgar crédito a cambio de adquirir un activo. Cuando lo hace, expande la cantidad de dinero primario en circulación. En la mayoría de los casos, el crédito que en el pasado se otorgó al sector público tuvo su origen en las necesidades de financiación del sector; no se trató de operaciones que tuviesen por objetivo aumentar el dinero en circulación.

Los problemas que surgen de una situación como la descrita son de diversa índole. De una parte, comprometen el manejo monetario, y generalmente hacen necesario llevar a cabo operaciones monetarias contraccionistas compensatorias. Estas últimas naturalmente se tienen que hacer a tasas de interés que en muchos casos superan las de los créditos otorgados por el Banco, sobre todo en el caso de los créditos al Gobierno⁴. Este desbalance es uno de los orígenes del "déficit cuasi-fiscal", tema que se retoma más adelante.

En segunda instancia, el crédito primario del Banco Central, particularmente cuando se hace a tasas de interés subsidiadas, representa un claro desincentivo a que los distintos sectores deficitarios que reciben la financiación, adopten los correctivos para normalizar su situación financiera. Como ejemplo de ello, cabe mencionar los créditos puente que el Banco otorgó en el pasado al sector eléctrico a través del Fondo de Desarrollo Eléctrico y posteriormente mediante el mecanismo del FODEX⁵.

No obstante los evidentes costos en que se puede incurrir al utilizar al Banco Central como fuente de financiación del sector público, es innegable que en determinadas circunstan-

cias esa facultad puede ser un mecanismo idóneo de aumento de la oferta monetaria. En diversos países, el crédito del Banco Central al Gobierno constituye el mecanismo esencial para satisfacer las necesidades de expansión monetaria de una economía en crecimiento.

Afortunadamente, y en el caso particular del crédito del Banco al Gobierno, la Constitución de 1991 prohíbe el crédito primario, pero *no elimina la posibilidad de que el Banco adquiera en el mercado de valores títulos de deuda emitidos por el Gobierno*. La diferencia entre las dos formas de financiación es importante.

El crédito primario ha tenido dos grandes inconvenientes, que ya hemos mencionado: de una parte, se ha extendido no cuando el Banco ha querido aumentar la oferta monetaria, sino cuando el sector público ha requerido financiar su déficit. De otra parte, se ha entregado a tasas subsidiadas, mecanismo poco conveniente para imprimir disciplina fiscal.

Por el contrario, cuando el Banco compra títulos de deuda pública en el mercado de valores, es decir, títulos que el sector público previamente ha colocado en el mercado, se eliminan los problemas recién señalados. La financiación se efectúa a tasas de interés de mercado, y el origen de la intervención del Banco es claramente monetario y no de índole fiscal.

Obviamente, puede haber circunstancias en que las necesidades de emisión del Banco coincidan con las de financiación del Gobierno. Mediante la compra de títulos de deuda pública en el mercado secundario se satisfacen en forma conveniente ambos requerimientos y se preserva

⁴ Un análisis detallado del crédito del Banco al Gobierno, donde se señalan las bajas tasas de interés que siempre aplicaron, se encuentra en las Notas Editoriales de noviembre de 1989.

⁵ Tema tratado en las Notas Editoriales de abril de 1988.

la bondad del principio de que el sector público, como todo agente económico, debe pagar tasas de interés de mercado por la financiación que recibe.

El crédito externo que contrata el sector público es un caso en el que, teniéndose un impacto monetario idéntico al de un crédito de emisión, se logra evitar que el recipiente de los fondos tenga acceso a recursos sin costo. El endeudamiento externo implica incurrir en un costo financiero, el cual induce a que se racionalice el uso del mismo, y estimula a que se adopten correctivos fiscales necesarios para disminuir los requerimientos de financiación.

B) Crédito al sector privado

En el pasado, y por disposición de la Junta Monetaria, fueron diversas las líneas de crédito que el Banco de la República abrió en favor del sector privado. Las mismas han sido expresamente prohibidas en la nueva Constitución Política, excepto en el caso de la intermediación de líneas de crédito externo, caso en el cual el deudor externo es el Banco de la República, quien a través del sistema financiero doméstico puede irrigar dichos recursos a los demandantes de crédito en el país.

De nuevo, se trata de un caso que tiene un efecto monetario análogo al de un crédito de emisión. Sin embargo, goza de por lo menos dos ventajas: de una parte es una emisión que está respaldada con reservas internacionales; de otra, se hace a tasas de interés de mercado, pues el Banco cobra, como mínimo, una tasa de interés que cubre el costo financiero de la línea externa y los costos de manejo en que se incurre en las operaciones de redescuento.

C) Crédito al sector financiero

La función de prestamista de última instancia, esencial al Banco Central, se refiere al hecho de que el mismo debe estar presto a satisfacer

la normal necesidad de liquidez de la economía, la cual se expresa en los requerimientos de recursos por parte del sistema financiero. En el pasado, el Banco de la República ha atendido las necesidades de los intermediarios relacionadas no sólo con problemas de iliquidez, sino también con los de insolvencia. Estas últimas operaciones tuvieron una motivación perfectamente justificada: evitar crisis y pánicos financieros que comprometieran la estabilidad tanto del sistema financiero como del mecanismo de pagos de la economía.

Afortunadamente, la evolución de las instituciones económicas ha determinado que existan otras instancias, distintas al Banco de la República, encargadas de atender eventuales problemas de insolvencia de instituciones financieras, como es el caso del FOGAFIN. Debe quedar claro, eso sí, que la Ley 31 de 1992 establece como una de las funciones básicas del Banco la de actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero, de forma tal que se garantice un nivel adecuado de liquidez a la economía. En particular, el artículo 12 de la mencionada Ley señala que, como banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito, el Banco de la República podrá: i) otorgarles apoyos transitorios de liquidez; ii) intermediar líneas de crédito externo para su colocación a través de los establecimientos de crédito.

En resumen, las disposiciones vigentes definen de manera muy precisa las posibilidades de otorgamiento de crédito del Banco de la República. Limitan seriamente la posibilidad de otorgar crédito directo al sector público, pues para ello se requiere el voto unánime de los miembros de la Junta Directiva; eliminan por completo la posibilidad de dar crédito al sector privado, excepto aquel que se origina en las líneas externas contratadas por el Banco de la República, el cual se irriga a través del sistema financiero vía operaciones de redescuento; finalmente, precisan que el apoyo crediticio a

los intermediarios financieros es de carácter transitorio, lo cual representa un mecanismo idóneo para regular la liquidez de la economía, sin convertir al Banco Central en fuente de financiación de eventuales situaciones particulares de insolvencia.

D) Las reservas internacionales

Diversos países, entre ellos Colombia, han considerado importante mantener algún control sobre la tasa de cambio. Son ampliamente conocidos los beneficios de que la tasa de cambio sea relativamente estable, pues con ello se minimiza la incertidumbre de los sectores productivos vinculados al comercio internacional.

La estabilidad de la tasa de cambio está determinada por la disposición del Banco Central a adquirir divisas cuando le sean ofrecidas y a venderlas cuando le sean solicitadas. Es evidente que si el Banco Central se abstiene de participar activamente en el mercado de divisas, la tasa de cambio termina siendo plenamente determinada por el mercado y, consecuentemente, sujeta a todas las fluctuaciones que ello implica en una economía con un sector externo fácilmente afectado por la enorme volatilidad en los precios de algunos productos primarios de exportación.

El activo papel del Banco Central como comprador y vendedor de divisas, determina que la evolución de las reservas internacionales sea por lo general el principal determinante de los cambios en la cantidad de dinero. Para el caso colombiano, ha sido ampliamente documentado el hecho de que durante los últimos tres años la acumulación de reservas internacionales ha sido la principal fuente de expansión de la base monetaria.

II. Las operaciones de contracción monetaria y su costo

Como sugeríamos anteriormente, los bancos centrales suelen apropiarse de un señoraje,

pues emitiendo un pasivo sobre el cual no reconocen intereses, consiguen activos que generalmente son productivos. En países donde la tasa de cambio es libre y por consiguiente, el Banco Central no es un agente importante en el mercado de divisas, es usual que las necesidades de liquidez de una economía en crecimiento se satisfagan con la compra, por parte del Banco, de títulos de deuda pública en el mercado de valores. Esa operación, que lleva a aumentar tanto el pasivo (billetes emitidos) como el activo del Banco (títulos del Gobierno) es financieramente muy rentable. Las utilidades así generadas algunas veces son capitalizadas por el Banco, otras veces son transferidas de vuelta al Tesoro.

En Colombia la situación ha sido muy diferente. Las veces en que el Banco de la República otorgó crédito al Gobierno, obtuvo a cambio títulos con tasas de interés ínfimas. Más recientemente, si bien la disciplina fiscal hizo innecesario extenderle crédito al Gobierno, fue del caso adquirir un creciente influjo de reservas. Puesto que el monto de pesos emitidos para adquirir las divisas fue muy superior a los presupuestos monetarios tolerables por la autoridad, se hizo preciso llevar a cabo operaciones monetarias contraccionistas.

La contracción monetaria se ha efectuado a través de la emisión de Títulos de Participación y de Certificados de Cambio. En tanto ambos reconocen un rendimiento, deja de ser cierto el enunciado que se hacía anteriormente, en el sentido de que el Banco emite un pasivo que no le cuesta, para adquirir un activo que sí le produce. La experiencia reciente en Colombia ha sido una en que el Banco de la República ha tenido que emitir pasivos remunerados, para poder adquirir reservas internacionales con el propósito de sostener la tasa de cambio, evitando que en el proceso los agregados monetarios rebasen los presupuestos considerados aceptables.

Los costos financieros en que incurre el Banco se cubren en primera instancia con los ingresos financieros que obtiene. En el caso que nos ocupa, estos últimos se refieren básicamente al rendimiento de las reservas internacionales y a los intereses que le produce la deuda consolidada con el Gobierno. El elevadísimo monto de reservas internacionales que ha adquirido el Banco en los últimos tres años ha determinado la necesidad de emitir sustanciales volúmenes de deuda remunerada, al punto de que los ingresos que se reciben por los activos son inferiores a los egresos que ocasionan los pasivos. Ello ha generado una situación deficitaria, conocida como de "déficit cuasi-fiscal"⁶.

No es del todo inusual que un Banco Central genere temporalmente una situación deficitaria. Se conoce de casos en que el Banco Central ha tenido que adquirir la cartera mala del sistema financiero; de bancos que han tenido que otorgar subsidios cambiarios para que el sector privado pueda cumplir con sus compromisos de servicio de deuda externa. El desbalance del Banco de la República no ha surgido del otorgamiento de subsidios ni del hecho de que haya asumido pérdidas generadas en distintos sectores de la economía. En Colombia, el déficit "cuasi-fiscal" ha surgido única y exclusivamente de los tenaces y justificados esfuerzos por defender la tasa de cambio, no obstante la masiva acumulación de reservas internacionales. Para sostener la tasa de cambio, el Banco ha tenido que emitir para comprar las reservas; para evitar el efecto inflacionario de dicha emisión, simultáneamente ha tenido que incurrir en una costosa esterilización monetaria.

Hemos descrito en detalle el tema "cuasi-fiscal," pues el mismo tiene importantes implicaciones monetarias. Al fin y al cabo, si el Banco produce pérdidas, ¿con qué las financia? Este tema, esencial en la actual coyuntura, afortunadamente recibió la máxima atención del legislador en el momento de promulgarse la Ley 31 de 1992.

Con anterioridad a la Ley, el desbalance del Banco no era completamente transparente. Las disposiciones legales establecían que las reservas internacionales deberían valorarse a su precio promedio de adquisición, determinando un ingreso cada vez que se efectuaba una venta a una tasa que superara dicho promedio. Es fácil entender que en dicha operación, que señala que las divisas se están vendiendo a un precio superior a aquel al cual se adquirieron, se sucede una contracción monetaria, pues se recogen más pesos al vender la divisa de los que se emitieron al comprarla. Darle la naturaleza de ingreso a los recursos así generados equivale a crear un mecanismo contable para, en efecto, evitar que la mencionada contracción monetaria se suceda. No permitir una contracción es equivalente a hacer una expansión.

Dichos recursos, denominados "utilidades por compra venta de divisas" (UCVD) se constituyeron en un importante recurso con el cual el Banco financiaba parcialmente la política monetaria⁷. Por ello, se concluye que el déficit "cuasi-fiscal" se estaba financiando con emisión. Sin necesidad de presentar cifras detalladas, vale la pena mencionar que la emisión necesaria para cubrir dicho déficit se ha convertido en una de las principales fuentes de expansión de la base monetaria en los últimos dos años⁸.

⁶ Una cuantificación del mismo para Colombia se encuentra en Roberto Steiner, "La Cuenta Especial de Cambios, las utilidades del Banco de la República y el déficit del sector público", *Ensayos Sobre Política Económica*, diciembre de 1991.

⁷ Contablemente, las UCVD hacían parte de los ingresos de la Cuenta Especial de Cambios. Dichos ingresos, junto con los provenientes del rendimiento de las reservas y el interés cobrado sobre los créditos, se utilizaban para cubrir los costos de la política monetaria, financiar eventuales transferencias al Gobierno y constituir reservas con el remanente. La Ley 31 de 1992 incorporó todas estas operaciones, excepto las UCVD, al resultado financiero del Banco.

⁸ En la reciente coyuntura, el desbalance "cuasi-fiscal" se refiere al hecho de que el rendimiento que producen las reservas es inferior al interés que se reconoce sobre las OMA. Esta operación en general siempre será deficitaria, pues las reservas solamente producen un interés en dólares. Las mismas no "ganan" devaluación, pues es claro que al Banco de la República nadie le está pagando la devaluación sobre los rendimientos financieros de las reservas. Hay activos del Banco denominados en moneda extranjera que sí producen ganancia por devaluación; por ejemplo, sobre las líneas externas, el usuario paga interés y devaluación. Por lo tanto, "cuasi-fiscalmente" es más costoso esterilizar reservas que, por ejemplo, esterilizar créditos colocados a tasas de mercado.

Una de las principales reformas introducidas por la Ley 31 de 1992 tiene que ver con el establecimiento de disposiciones contables claras, y, especialmente, con la determinación de que el resultado financiero del Banco no sea ajeno al del agregado del sector público. Específicamente, en el artículo 27 de la mencionada Ley se establece que las reservas internacionales deberán contabilizarse a tasa de mercado y que los cambios en el valor en pesos de las reservas no afectará los ingresos o egresos del Banco. Ello implica la desaparición de las UCVD; al valorar el saldo de reservas a tasa de mercado, cesa la posibilidad de que surjan diferencias entre la tasa de cambio a la que se vende una divisa y el costo promedio al cual la misma se valora⁹.

Todavía más importante que lo anterior es que en la Ley en referencia se establece que "corresponderá a la Junta Directiva crear o incrementar una reserva de estabilización monetaria y cambiaría con las utilidades de cada ejercicio. Esta reserva tendrá por objeto absorber eventuales pérdidas del Banco, antes de recurrir a las apropiaciones pertinentes establecidas en la ley anual de Presupuesto". El remanente de las utilidades del Banco, una vez apropiadas las reservas, será de la Nación.

Es claro que se ha creado una relación financiera transparente entre el Banco de la República y el Gobierno. Las utilidades del primero, después de constituir reservas, serán de la Nación. Este principio es completamente válido, pues las utilidades del Banco, cuando las hay, surgen del hecho de haber recibido, de parte del Estado, la delegación del monopolio de emisión.

De igual manera, las pérdidas del Banco no se podrán cubrir con emisión, y en virtud de las nuevas normas contables, tampoco con ingresos como las UCVD, ingresos que, en efecto, equivalían a emisión. En adelante, las pérdidas se cubrirán con la reserva monetaria y cambiaría y, eventualmente, con recursos del Presupuesto Nacional. Ahora, el confuso concepto de desbalance "cuasi-fiscal" se hará perfectamente transparente y será claro que funciones esenciales del

Banco, como la de tratar de sostener la tasa de cambio en un ambiente de acumulación de reservas, conllevan un costo. Este último debe ser explícito tanto en la contabilidad del Banco como, eventualmente, en el Presupuesto Nacional.

III. Conclusión

Las limitaciones que la Constitución y la Ley han introducido a las posibilidades de otorgamiento de crédito por parte del Banco de la República en ninguna forma dificultan el cumplimiento de la función de proveer el medio de cambio que requiere una economía en crecimiento. El Banco podrá participar en el mercado secundario de valores, adquiriendo títulos de deuda pública cuando desee aumentar el dinero en circulación.

En tanto se considere conveniente sostener la tasa de cambio, la adquisición neta de reservas será un mecanismo automático de emisión. Si, como en el pasado reciente, dicha emisión rebasa las metas definidas por la Junta Directiva del Banco, será necesario continuar efectuando operaciones monetarias contraccionistas.

Las mismas son costosas; es importante que dicho costo se haga explícito y que, en caso de no poder ser absorbido por los ingresos del Banco, no sea cubierto con emisión. La Ley 31 de 1992 precisa la contabilidad para el Banco, elimina la posibilidad de considerar como ingreso ajustes cambiarios originados en la depreciación de la moneda y, más importante aún, determina que si el resultado del Banco es deficitario, el desbalance debe ser cubierto con recursos del Presupuesto, permitiendo apreciar la implicación fiscal de políticas financieramente costosas, como lo es aquella de sostener la tasa de cambio, en un ambiente de acumulación de reservas.

⁹ Esta práctica contable es usual en diversos países, en los cuales, como sucederá ahora en Colombia, los cambios en el valor en pesos de las reservas producto de la devaluación originan un ajuste contable, que no es trasladable al Gobierno ni utilizable por parte del Banco. Véase M. Teijeiro, "Central Bank Losses", *Working Papers*, Banco Mundial, 1989.