

**EL SEÑOREAJE PRIMARIO FISCAL Y SUS EFECTOS SOBRE LAS FINANZAS
PÚBLICAS - PERIODO 1999 AL 2014 EN COLOMBIA.**

**ANGELA XIMENA MUÑOZ ZAMBRANO
MICHAEL RAMIREZ VELANDIA**

**UNIVERSIDAD DE LA SALLE
PROGRAMA ECONOMIA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
BOGOTA
2016**

**EL SEÑOREAJE PRIMARIO FISCAL Y SUS EFECTOS SOBRE LAS FINANZAS
PÚBLICAS - PERIODO 1999 AL 2014 EN COLOMBIA.**

**ANGELA XIMENA MUÑOZ ZAMBRANO
MICHAEL RAMIREZ VELANDIA**

INFORME DE TRABAJO DE GRADO

**DIRECTOR
MANUEL BERNAL GARZON
Docente – Investigador**

**UNIVERSIDAD DE LA SALLE
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
PROGRAMA DE ECONOMIA
TESIS DE GRADO
2016**

NOTA DE ACEPTACION

PRESIDENTE DE JURADO

JURADO

JURADO

RESUMEN

Este estudio tiene como objetivo analizar el comportamiento del señoreaje primario y el señoreaje fiscal, generados por el Banco de la República, y sus efectos sobre las finanzas públicas, de 1999 a 2014, después que en Colombia se aplicara lo establecido en artículo 373 de la Constitución, sobre la forma de financiamiento del Banco Central al Estado a partir de la compra de títulos de deuda pública. Utilizando la metodología planteada por Villar (2004) de calcular éstos indicadores directamente a partir de los agregados monetarios y de los estados financieros del Banco de la República, se encontró que el señoreaje primario fiscal, en promedio representó durante el período de estudio un 0,12% como porcentaje del PIB y el 1,36% como porcentaje de los ingresos corrientes de la Nación.

ABSTRACT

This study aims to analyze the behavior of primary seigniorage and fiscal seigniorage generated by the Bank of the Republic, and its effects on public finance from 1999 to 2014, once Colombia applied the provisions of Article 373 of the Constitution about the form of Government financing through the Central Bank who buys government bonds. Using the methodology proposed by Villar (2004) to calculate these indicators directly from the monetary aggregates and the financial statements of the Bank of the Republic, it was found that the fiscal seigniorage, on average represented during the study period 0,12% as a percentage of GDP and 1.36% as a percentage of current revenues of the Nation..

PALABRAS CLAVES: Señoreaje, Señoreaje Primario, Señoreaje Fiscal, Base Monetaria, Medios de Pago, Oferta Monetaria, Finanzas Publicas.

KEYWORDS: *Seigniorage, Primary Seigniorage, Fiscal Seigniorage, Monetary Base, Money Supply, Public Finance.*

CLASIFICACION JEL: E31, E52, E59, E62.

AGRADECIMIENTOS

Nuestra gratitud para todas las personas que a lo largo del tiempo han aportado en nuestras vidas las mejores enseñanzas, han regalado los mejores momentos y han brindado la confianza en nosotros; a la Universidad de la Salle, su cuerpo docente, administrativo y estudiantes que definen nuestro aprendizaje. A nuestro director de proyecto Manuel Bernal por su invaluable apoyo en este proceso.

Padres, Familiares, Amigos

TABLA DE CONTENIDO

Introducción.....	7
1. Antecedentes.....	9
2. Marco Teórico.....	16
3. Señoreaje Total.....	22
3.1. Análisis Señoreaje Total.....	22
3.2. Señoreaje Primario.....	28
3.3. Señoreaje Primario Fiscal.....	35
3.4. Finanzas Publicas.....	37
4. Conclusiones	40
Referencias Consultadas.....	43
Bibliografía.....	45

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Señoreaje Total como porcentaje del PIB.....	24
Tabla 2. Reservas Internacionales Brutas.....	29
Tabla 3. Distribución del Señoreaje Primario como porcentaje del PIB.....	32
Tabla 4. Datos Finanzas Públicas y Señoreaje Primario.....	38

ÍNDICE DE GRAFICAS

Grafica 1	Distribución del Señoreaje como porcentaje del PIB.....	24
Grafica 2	TES, Señoreaje Operaciones Monetarias y Señoreaje Fiscal como porcentaje de los Ingresos Corrientes de la Nación.....	38

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1	Descomposición del Señoreaje Primario.....	47
---------	--	----

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo está encaminado a proporcionar elementos de juicio claros y amplios; respecto la inclusión del señoreaje como variable fundamental en el análisis de la Política Monetaria e inflacionaria en Colombia.

Con una cronología del periodo 1999-2014, se halla el valor del señoreaje total como proporción del PIB; comparando el señoreaje fiscal con los ingresos del Gobierno para determinar el monto de apropiación a través de este rubro.

Con lo anterior se demuestra que este beneficio generado por el Emisor, puede marcar diferencia dentro de los ingresos del gobierno, con el cual puede financiar su desbalance financiero; de ser así es una ganancia de proporción importante. Por este argumento es que el presente trabajo marca la diferencia, pues su análisis se ha efectuado con más detalle y precisión frente a estudios anteriores, adicionalmente incluye agregados monetarios como M3, mientras que los demás estudiosos del tema habían usado siempre M1.

El estudio del señoreaje es una variable fundamental a lo largo del presente trabajo, tiene como objetivo establecer la cantidad de beneficio creado por el dinero emitido, el cual será establecido como señoreaje total calculado a partir de M3. Igualmente se calculará el señoreaje primario a través del balance y estado de resultados del Banco de la Republica, con sus cinco componentes bajo la metodología de (Villar, 2004), de los cuales el señoreaje primario fiscal es el enfoque principal por ser el dinero que el Banco de la Republica le trasmite al Gobierno Nacional como utilidades distribuidas.

Inicialmente se considera que este valor del señoreaje primario fiscal era significativo y afectaba en gran proporción la economía Colombiana, pues los estudios previos así lo demostraron hasta 1999; posterior a este año no se realizaron más análisis, lo cual incentivó a estudiar en detalle para cuantificar su aporte en los ingresos de la Nación hasta el 2014; una vez realizada la tabla de distribución del señoreaje primario

porcentual del PIB, se encontró que las fluctuaciones de la economía afectaron su valor de forma relevante, de tal manera que disminuyó el beneficio trasladado al Gobierno por parte del Banco de la República incluso a partir del año 2010 y hasta el 2012 no hubo distribuciones de utilidades al Gobierno y entre el 2013 y el 2014 fue el Gobierno Nacional quien tuvo que trasladar dinero al Banco de la República contrario a lo esperado antes de realizar el presente estudio.

Sumado a esto, podría preverse el señoreaje, como beneficio temporal al desbalance financiero del Gobierno y estaría sujeto a los movimientos de la economía y sus volatilidades.

Este documento se divide en cuatro capítulos. El primero los antecedentes donde se indican investigaciones previas al análisis del Señoreaje. En el segundo capítulo, se presenta el marco teórico, conceptualización de señoreaje y metodología para el cálculo del señoreaje total y primario. Como tercer capítulo se presentan los resultados del señoreaje total, el señoreaje primario y sus componentes, el señoreaje primario fiscal y sus efectos en las Finanzas Públicas. Finalmente, en el cuarto capítulo se presentan las conclusiones.

1. ANTECEDENTES

En referencia al tema puntual de investigación, se encontraron una serie de documentos directamente relacionados con el tema de estudio sobre todo ambientados en un periodo de tiempo diferente al cual alude este trabajo, lo cual proporciona a este trabajo la oportunidad de mantener continuidad respecto a la investigación sobre el señoreaje; los argumentos de algunos autores de son relevantes pues realizan estudios acerca de diferentes temas que inciden sobre el señoreaje, tales como; la intervención del Estado en las variaciones de la cantidad de dinero en la economía, la participación del Banco de la República en mantener la capacidad adquisitiva de la moneda y las finanzas públicas.

El texto de (Zuleta, 1995). Impuesto Inflacionario y Señoreaje, el autor considera que una parte del señoreaje, son ingresos para el emisor que aumentan la base monetaria para el sector financiero, siendo la diferencia entre la variación de M1 y la base. Considera que el señoreaje es un mecanismo para ajustar la cantidad de dinero al nivel de actividad económica y adicional de la riqueza del emisor. Si se eliminara el señoreaje llevaría a la reducción del nivel de precios de la economía y aumentaría la riqueza de los agentes que tienen saldos reales.

Dentro de su estudio (Zuleta, 1995) plantea que mediante la acumulación de reservas internacionales presentadas entre 1986 y 1993; el comportamiento del señoreaje total fluctuó entre 2,7% y 4,6 % como proporción del Producto Interno Bruto (PIB). Ya entre 1990 y 1994 recupero el origen de la base monetaria dejando de lado la utilización del señoreaje como fuente de financiamiento del gobierno ante la desaceleración de la inflación.

Esta investigación también ha tomado como premisa el documento “Funding Basic Income by seigniorage”, escrito por Huber (2000). Quien presenta un interesante punto de vista; este documento plantea un enfoque diferente al que actualmente se tiene acerca del papel del Banco Central; el cual fundamenta que el señoreaje es generado

en su mayoría por el sector financiero y deja de lado el papel del Banco Central y su influencia sobre la base monetaria. En términos de señoreaje manifiesta que en la creación de dinero hay tres actores principales: los bancos comerciales, el gobierno, y el Banco Central.

La propuesta de Huber (2000) parte de dos supuestos: Primero: que el Banco Central es el encargado de crear el dinero, y que las ganancias de este señoreaje sean transmitidas al gobierno para que él mismo las ponga en circulación a través del gasto; y segundo: que sea ilegal para cualquier otra entidad crear dinero nuevo, bajo este escenario los bancos privados no podrían prestar dinero de la forma en que lo hacen ahora, y deberían estar limitados a prestar dinero en calidad de intermediario financiero, actualmente los bancos comerciales otorgan créditos bajo parámetros del encaje bancario, esto significa que solo una porción del dinero depositado por los ahorradores es conservado por el banco comercial, el resto lo pueden otorgan en créditos al público general, esto aumenta la oferta de dinero principalmente los agregados monetarios como M3, siendo esta una de las variables de medición del señoreaje total que se analizara en esta investigación más adelante.

Actualmente son los bancos comerciales quienes por su posición crean dinero a través del otorgamiento de créditos en la cantidad que le es rentable mientras que el gobierno no puede hacerlo, y los bancos centrales que es el actor principal no está en la capacidad de controlar la creación de dinero de estos bancos; si esta situación se reversa, el señoreaje puede ser controlado por el Banco Central de manera más simple y así influir en la base monetaria decidiendo qué cantidad de nuevo dinero es creado en un periodo de tiempo determinado. Es importante entender que Huber (2000) propone es su documento no es para crear más dinero, es para crearlo de manera diferente a través de un Banco Central con su independencia monetaria y la efectividad del control monetario.

Vale la pena resaltar que la propuesta de (Huber, 2000), es restaurar el señoreaje como herramienta para financiar al gobierno, limitar los bancos comerciales a participar como intermediarios financieros y no como emisores de dinero.

De acuerdo con Posada (2000), existen tres mecanismos a través de los cuales se recibe el señoreaje por medio de Finanzas Publicas, así: Primero: Directo, va ligado a las normas jurídicas y decisiones de la Junta directiva del Banco de la Republica, lo cual restringe el otorgamiento directo de créditos al Gobierno. Esta opción no se ha ejecutado durante el periodo de estudio, demostrando que no ha existido cupo de crédito a favor del Gobierno debido a los acontecimientos sufridos antes de la independencia del Banco en el año 1991, donde el Gobierno solicitaba recursos para su financiamiento generando altas inflaciones y desajustes de la política monetaria en la economía. Segundo: Indirecto, la apropiación del señoreaje a través de operaciones financieras de mercado abierto donde el Gobierno Nacional emite TES para cubrir sus gastos; posteriormente, el Banco de la Republica, adquiere estos títulos y de esta manera aumenta la base monetaria. Tercero: El Gobierno Nacional percibe parte del señoreaje a través de las utilidades brutas que el Banco de la República debe transferir, una vez haya cubierto sus gastos generales, administrativos, culturales, obligaciones financieras y reservas internacionales.

El señoreaje fiscal se ve plasmado de manera clara en esta tercera herramienta, a través de la cual se puede inferir la relación con la Política monetaria colombiana, puesto que es el Banco quien la administra y a su vez quien genera el señoreaje fiscal que será transmitido al gobierno.

La relevancia de la intervención del Estado en las variaciones de la cantidad de dinero en la economía, es un argumento desarrollado de manera interesante por Bain & Howells (2003) en su texto denominado: "Monetary Economics", el cual considera que la política monetaria en primera instancia es responsabilidad del Estado, por tanto el Gobierno de turno goza en ese momento de la posibilidad de crearse una buena reputación respecto a las finanzas y la política monetaria de un país, una herramienta es a través de la tasa de inflación manteniéndola en niveles bajos, permitiendo así que

la economía perciba este tipo de hechos como una señal positiva por parte del gobierno, sin embargo, simultáneamente el gobierno de turno tiene obligación de mantener la política macroeconómica produciendo óptimos resultados, el gobierno en aras del desarrollo de la economía, adquiere un tipo de compromiso transfiriendo el poder y la obligación de la política monetaria a entidades no elegidas por voto popular como lo son los bancos centrales.

Los Bancos Centrales no deben satisfacer intereses particulares debido a que no enfrentan ningún tipo de elecciones populares, lo cual es considerado como una situación idónea, y es la razón principal por la cual se establecen y se crearon los Bancos Centrales en la mayoría de países, con el objeto de dar fin a la problemática existente antes de su creación, donde los gobiernos normalmente y viendo esto desde un punto de vista más político que económico, buscando ser reelegidos optan políticas con un enfoque de corto plazo por la simple necesidad de financiamiento inmediato; sobre todo si se tiene en cuenta que aumentar el nivel de impuestos no es una medida popular para su financiamiento, se ven en la necesidad de hacerlo a través de deuda pública. El costo de una situación como esta es que incrementa la oferta de dinero y por ende causa inflación en las economías.

El financiamiento a través de deuda pública es una forma de creación de señoreaje siendo una desventaja para los ciudadanos porque el gobierno puede incrementar la base de dinero sin que sea notorio en un primer momento, incluso obtienen beneficios causando inflación con lo que pueden ver disminuido el valor real de la deuda interna nacional.

Con base en el texto La política Monetaria Teoría y caso colombiana (Zuluaga, 2004), se mencionan variables tales como Inflación objetivo, expansión y contracción de la política monetaria, comportamiento de los agregados monetarios y las tasas de interés. En un contexto de 1997 al 2002, se indica que una de las herramientas más utilizadas por el Banco Central para controlar la base monetaria y mantenerla al nivel óptimo, es llevar a cabo las operaciones de mercado abierto OMA, de tal manera que ante la

necesidad de aumentar la liquidez, el Banco de la República compra títulos de deuda en el mercado y cuando desea el efecto contrario, vende estos mismos títulos.

Para Zuluaga (2004) los OMAS son el mejor y el instrumento más utilizado para modificar la oferta monetaria, sobre todo si el banco desea suministrar liquidez en el mercado ya sea temporal o permanente; son varias las ventajas de estos títulos debido a que el banco puede administrarlos, así que su flexibilidad es bastante positiva, incluso si existe un error en la predicción del movimiento en el mercado, el banco puede contrarrestar el efecto de dicho OMA.

Otro documento consultado para esta investigación, Análisis de la dinámica del señoreaje en Colombia para el periodo 1991 – 2010, Vinasco (2011) analiza el comportamiento del Señoreaje entre 1991 a 2010 y el impacto en las Finanzas Públicas teniendo en cuenta la participación del Banco de la República en búsqueda del mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda nacional. Este documento permite conocer las diferentes posiciones de autores como Carlos Esteban Posada y Leonardo Villar frente al comportamiento del señoreaje en cuanto a la cantidad de ingresos del gobierno (finanzas públicas) y el impacto en la creación de dinero en la economía teniendo en cuenta las consecuencias tanto negativas como positivas en las decisiones con base en la Política Monetaria. Al mencionar a Villar como documento guía, indica que el señoreaje se ha mantenido en un nivel importante, debido a la estabilidad de precios como factor importante por la demanda relevante de saldos reales como beneficio de las finanzas públicas.

Con respecto a la relación entre Finanzas Públicas y Señoreaje, Stiglitz (2000) define las finanzas públicas, como el manejo de los ingresos, gastos y deuda del Gobierno; se contempla como asignación de recursos eficiente para racionalización del gasto, distribución de ingresos y tributación; estos ingresos de la Nación son denominados no corrientes y corrientes, estos últimos, son: tributarios y no tributarios, dentro de los no tributarios contemplamos el señoreaje el cual se constituye en un ingreso, de esta forma vemos como el señoreaje hace parte de las finanzas públicas.

Una breve reseña del autor Franziska (2002) afirma que la disminución del señoreaje es una desventaja para los Gobiernos, debido a que disminuyen del origen de sus ingresos fiscales, afectando negativamente las finanzas públicas, esto significa que el señoreaje es el origen de una ganancia de emergencia la cual puede ser activada en momentos de crisis financiera del Gobierno.

El estudio y análisis de todos los anteriores puntos de vista de diversos autores, no solo han sido reseña bibliográfica, sino que enriquecen los puntos de vista y aportan nuevas herramientas de juicio para analizar el papel del dinero en la economía.

Para el presente trabajo se utiliza la metodología de Villar (2004), quien en cuanto a finanzas públicas en Colombia, manifiesta un concepto sobre reducción de la inflación y su implicación positiva; pues se reducen las tasas de interés que paga el Gobierno sobre la deuda pública. Lo anterior no implicó ningún sacrificio fiscal en términos del monto total del señoreaje; por el contrario el señoreaje asignado directamente al Gobierno en la década del 1990 ha sido mayor de lo que era típico en los periodos de alta inflación (Villar, 2004).

También afirma el autor antes mencionado que el señoreaje fiscal, siendo la proporción que beneficia directamente al Gobierno, esta aumento de manera notoria, durante 1993–2003, debido a los cambios en la utilización del mismo; todas estas situaciones nos proporcionan una idea de la injerencia del señoreaje en las finanzas públicas.

Teniendo en cuenta el texto Evolución del Señoreaje en un Periodo de Profundas Transformaciones Económicas, Bernal (2015), resalta la importante contribución que tiene el dinero en la riqueza de la nación y las bases de desarrollo de la política monetaria destacando la concentración en la emisión de dinero.

Quienes participan en este proceso tienen ingresos denominados señoreaje como el aumento de poder de compra a través de un derecho de producir dinero constituyendo

para el emisor una fuente de ingresos. Resalta el comportamiento que tienen las reversas bancarias determinando simultáneamente la cantidad de dinero de la economía.

Su explicación se centra en analizar, cuáles son los componentes de la base monetaria M0 que se refiere a la creación primaria del dinero desde 1984 a 2013, identificando el comportamiento de la economía en estos años, presenta resultados del cálculo de señoreaje primario e indica la evolución de la base monetaria en términos reales a precios de 2005, resaltando como el principal componente de la base monetaria las Reservas Internacionales como respaldo de los medios de pago que están en circulación.

Así mismo menciona el señoreaje secundario el cual refleja durante el periodo de estudio ingresos superiores a los ingresos obtenidos por señoreaje primario como proporción del PIB.

Con base en la presente investigación, el impacto del señoreaje fiscal en las finanzas públicas es relevante y digno de análisis así como los son otros componentes de las finanzas (impuestos), pues el gobierno recibe un beneficio por su posición dominante de crear dinero, aunque sea indirecto y a través del Banco de la Republica, quien básicamente lo que hace es devolver un beneficio al Gobierno denominado señoreaje fiscal, lo cual constituye una forma de financiamiento público; Otra forma es mediante TES adquiridos con dinero creado por el Banco y que es pagado al Gobierno quien lo utiliza para sus finanzas públicas

2. MARCO TEÓRICO

El señoreaje es la cantidad de ingresos que obtiene el Estado por tener la capacidad de crear dinero, máxime teniendo en cuenta que el costo de producción en el que incurre el gobierno, al crearlo y emitirlo, es bajo, pero con este dinero creado es posible adquirir bienes y servicios en el mercado (Posada, 2000). El señoreaje en diferentes estudios corresponde a una proporción para algunos casos entre el 2% y 5% del PIB lo cual es un valor nada despreciable, así pues es pertinente conocer el valor del señoreaje fiscal.

A continuación el estudio que soporta las bases y cuyo marco teórico está sustentado en el modelo presentado por (Blanchard, 2012). Donde el señoreaje es comprendido bajo la siguiente fórmula:

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

El señoreaje es igual a la creación de dinero dividida por el nivel de precios, también es posible calcular el señoreaje multiplicando la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero $\Delta M/M$, por los saldos monetarios reales M/P , expresado de la siguiente manera:

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

Debido a que el señoreaje depende de los saldos monetarios reales es necesario analizar que variables están conformadas, que son la renta real Y , el tipo de interés real, r , y de la inflación esperada π_e aunque las tres variables cambian a través del tiempo quien más lo hace es la inflación esperada, por lo tanto es posible suponer que la renta como el tipo de interés se mantienen constantes y así enfocarse en las variaciones de la inflación esperada.

$$\frac{M}{P} = Y * L(r + \pi_e) \quad (3)$$

Esta ecuación dice que los saldos monetarios reales dependen principalmente de la inflación esperada y cuando ésta aumenta es de esperarse que las personas reduzcan sus saldos monetarios pues es más caro poseer el dinero, (Blanchard, 2012).

Al unir las dos ecuaciones obtenemos:

$$\text{Señoreaje} = \frac{\Delta M}{M} * \frac{M}{P} \quad (4)$$

Lo que es igual a:

$$\text{Señoreaje} = \frac{\Delta M}{M} * YL(r + \pi_e) \quad (5)$$

Así que de esta ecuación se conoce que la necesidad de financiar un gran déficit por medio del señoreaje puede provocar una elevada inflación.

Si el crecimiento de la cantidad nominal de dinero se mantiene constante indefinidamente la inflación y la inflación esperada terminaran siendo constantes, este supuesto se puede expresar, así:

$$\pi_e = \pi = \frac{\Delta M}{M} \quad (6)$$

Sustituyendo este término en la ecuación de señoreaje

$$\text{Señoreaje} = \frac{\Delta M}{M} * YL \left(r + \frac{\Delta M}{M} \right) \quad (7)$$

Vale la pena resaltar que el crecimiento nominal de la cantidad de dinero hace parte de la ecuación en dos puntos diferentes y produce dos tipos de efectos, en el primer término de la ecuación un aumento de la cantidad nominal de dinero aumenta el

señoreaje, pero en el segundo término de la ecuación reduce los saldos monetarios reales, así que el efecto neto es ambiguo, (Blanchard, 2012).

Una vez comprendida la fórmula de señoreaje y con el fin de analizar variables relevantes nos remontamos a la fórmula inicial de señoreaje y la dividimos por la Renta real de la siguiente manera,

$$\frac{\text{Señoreaje}}{Y} = \frac{\Delta M}{M} * \frac{M/P}{Y} \quad (8)$$

Ahora bien realizar un cambio en esta fórmula es de gran utilidad para analizar la importancia relativa del señoreaje dentro de las finanzas públicas al establecerla como proporción de los *IngC* de la nación de la siguiente forma:

$$\frac{\text{Señoreaje}}{\text{IngC}} = \frac{\Delta M}{M} * \frac{M/P}{\text{IngC}} \quad (9)$$

(Blanchard, 2012) Los Gobiernos financian su déficit a través de endeudamiento y de monetizar su deuda, consiste en el escenario donde el gobierno emite bonos de deuda y solicita al Banco Central que los adquiera

Es de principal importancia citar que el señoreaje se puede desagregar en señoreaje primario donde el señoreaje primario es aquel creado por el emisor, y el secundario es creado por la banca comercial, donde el señoreaje primario utilizando la definición planteada por (Villar, 2004). De la siguiente forma:

$$SM_{pr} = SF + SM_{RI} + SM_{OMA} + SM_{SF} + SM_{BR} \quad (10)$$

El señoreaje primario (SM_{pr}) y sus 5 componentes: el señoreaje fiscal (SF), el señoreaje usado para compra neta de reservas internacionales (SM_{RI}), el señoreaje usado para operaciones de mercado abierto (SM_{OMA}), el señoreaje primario asignado mediante crédito al sistema financiero (SM_{SF}), y el señoreaje usado para

funcionamiento y acumulación patrimonial del Banco de la República (SM_{BR}). El Señoreaje Fiscal (SF) que es la proporción que le trasladan los bancos centrales al gobierno, se define de la siguiente forma:

$$SF = (UT + \Delta CNG - rCNG)/P \quad (11)$$

Otro elemento que hace variar el señoreaje es el encaje bancario (Huber, 2000); en el cual, hay dos participantes: Banca Central y Banca Comercial; éste consiste en el porcentaje de dinero que fija la banca central a la banca comercial, para ser inmovilizado como garantía de disponibilidad económica en caso de ser requerida por los clientes; esta operación hace que el encaje funcione como una válvula, pues si la medida del encaje es baja el flotador sube y la banca comercial otorga más préstamo aumentando su señoreaje, pero en este caso esta ganancia ocasional solo afecta a la banca central, razón por la cual el presente trabajo no se ocupara de ello.

La política monetaria es el conjunto de medidas adoptadas por el Emisor encaminadas a obtener la estabilidad del dinero y en Colombia se rige por mantener una tasa de inflación baja y estable, alcanzando un crecimiento económico mediante estabilidad de precios, esquema de inflación objetivo como otra responsabilidad del Banco Central.

Con ésta política, se busca estabilizar el valor del dinero y controlar los desequilibrios que se presentan en la economía como la variación en los volúmenes de dinero que se encuentran en el país tanto en poder público como en la banca.

Es importante conocer que una vez creada la independencia del Banco de la República tras la constitución de 1991, la política monetaria en Colombia fluctuó de manera drástica, constituyéndose el señoreaje en una de los factores con influencia sobre ella y acerca del cual se ha profundizado poco en los últimos años.

El lector encontrará elementos del señoreaje como una variable fundamental en los análisis de la política monetaria, los cuales son fuente importante de financiación para el

Gobierno, debido a la participación del Banco de la República como institución independiente.

Al estar definido el señoreaje como el poder de compra que adquiere el Banco Central y los bancos comerciales, sobre todo en momentos de expansión monetaria dependen de los saldos reales de dinero demandados los cuales generan ingresos por parte del emisor, y esa utilidad debe transferirse al presupuesto nacional, a reservas patrimoniales y/o financiamiento de inversión cultural. Por lo anterior, el Gobierno Nacional financia el gasto público; adicionalmente lo puede hacer con operaciones de mercado abierto (OMAS), las cuales se describen más adelante.

Es importante conocer las decisiones sobre el señoreaje como conductor de mayores utilidades para el emisor mediante el crecimiento de los agregados monetarios (M3), y el ciclo de emisión de títulos de deuda por parte del gobierno central en el mercado financiero doméstico, la participación del sector privado en la compra de los mismos, hasta la rentabilidad que estos generan, tienen un efecto relevante en los cambios económicos durante el periodo de estudio, ya que tiene como objetivo reducir la deuda pública por medio de la inflación, bien sea alta o baja logrando estabilidad en las finanzas públicas del país.

El señoreaje total se presenta cuando el Banco de la Republica emite OMAS de expansión e incrementa la base monetaria, ese dinero es señoreaje. También podríamos decir que, la política monetaria drena recursos a las finanzas públicas a través del señoreaje, esto por no haber un vínculo directo entre política monetaria y finanzas públicas.

Las decisiones de política monetaria, las cuales son tomadas por el Banco de la Republica, están enfocadas en controlar la inflación y la cantidad de dinero en la economía; sí el señoreaje aumenta considerablemente, significa que los agregados monetarios M3 y la base monetaria controlada están aumentado y esto generaría que el Banco deba intervenir nuevamente en la economía para ajustar estos incrementos; la

relación existente parece ser de doble vía. Por otro lado, el Banco de la República debe velar por las reservas internacionales, rubro importante para la política monetaria y por ende para el señoreaje.

3. SEÑOREAJE Y FINANZAS PÚBLICAS

3.1 ANÁLISIS DEL SEÑOREAJE TOTAL

El objeto de estudio de esta investigación es el de analizar el comportamiento del Señoreaje Total durante el periodo 1999-2014, como opción de ingreso del gobierno, con el cual puede financiar su desbalance financiero, de la misma manera que lo hace por medio de impuestos o vendiendo bonos del Estado al público. Para este desarrollo, se toma como referencia de investigación los informes de la Junta Directiva del Banco de la República, herramienta para analizar el señoreaje primario, a partir de la toma decisiones del Banco de la República sobre política monetaria, resultados de la inflación, otorgamiento de créditos por la participación del sector financiero, la suma de dinero en circulación, reservas internacionales, depósito a plazos fijos inferiores a dos años, y otros elementos de la oferta monetaria que se encuentran disponibles en el mercado como bonos y títulos TES, todo esto con el fin de determinar el comportamiento de la economía en cada uno de éstos años.

También se analiza cuál es el porcentaje de ingresos corriente de la nación, que se perciben por concepto de señoreaje y de esta forma se establece su afectación a las finanzas públicas. Ahora bien para desarrollar los objetivos, se aplica el proceso metodológico que a continuación se describe;

Utilizando la fórmula del señoreaje total presentada por (Blanchard, 2012). Y recurriendo al agregado monetario M3 se tendrá como resultado el señoreaje total de la economía para analizar el comportamiento de esta variable durante el periodo en estudio.

$$\text{Señoreaje} = \frac{\Delta M3}{M3} * \frac{M3}{P} \quad (12)$$

En la siguiente cronología se presenta un análisis detallado del señoreaje total, su vínculo con los movimientos de la economía y la dinámica del señoreaje total durante los periodos que a continuación se detallan durante tres periodos bien diferenciados.

El primero va desde el año 1999 al 2007, el cual presenta un aumento del Señoreaje Total. En el año 1999, el Banco de la Republica ha seguido la estrategia denominada inflación objetivo, la cual consiste en la estabilidad de precios y suavización del ciclo económico, así pues para mantener la inflación cerca de la meta que plantea el Banco, una de sus posturas es: ser restrictiva en periodos de auge y expansiva en periodos de recesión. Teóricamente cuando la economía sufre alguna recesión, esta conlleva a altos niveles de desempleo y disminución de ingresos de los agentes, y en los periodos expansionistas, sino son vigilados atentamente por el Banco, se pueden acumular vulnerabilidades significativas, por ejemplo, sobreendeudamiento desmedido y desbalances en la economía, precisamente por la situación de auge económico; vulnerabilidades que a la postre alimentarían las mismas recesiones, por estos motivos la postura en cuanto política monetaria que el Banco de la Republica decide tomar, está enfocada a estabilizar este ciclo económico.

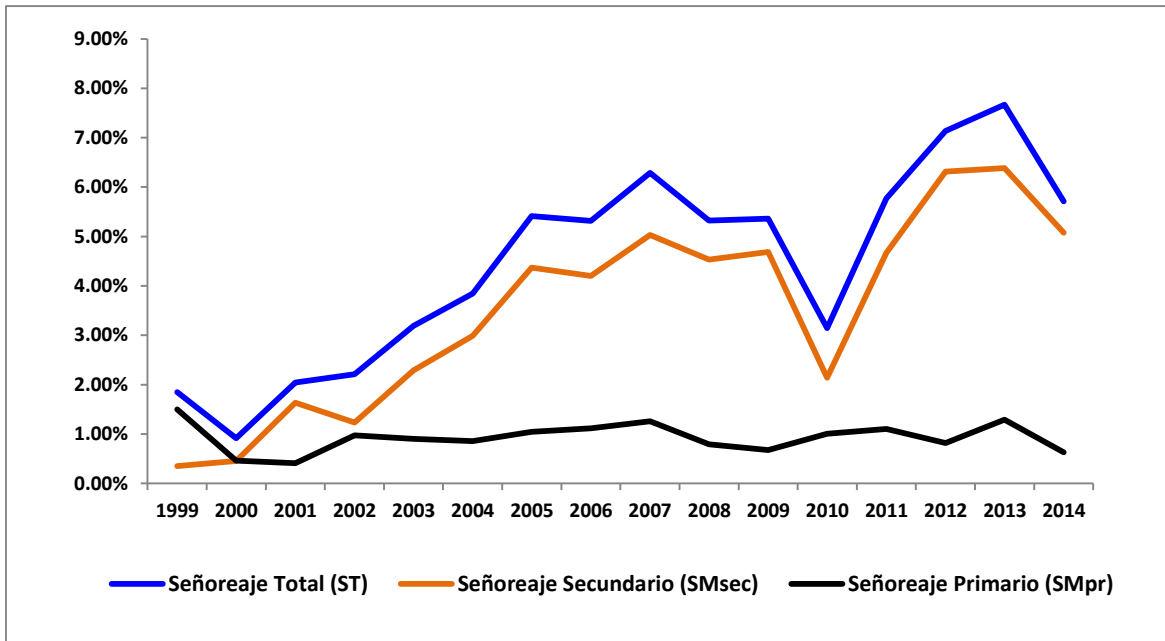
Al analizar el señoreaje total de la economía (*ST*) a partir del año 2000 y hasta el 2007, el cual es calculado con el agregado monetario M3, presentó un ascenso continuo (Grafica 1); el inicio de esta tendencia está asociado a diferentes condiciones que se dieron en la economía, por ejemplo, en los años previos al análisis de esta investigación, la creación del Gravamen a los Movimientos Financieros denominado actualmente Cuatro por Mil en el año 1998, generó que la demanda de dinero tuviese un incremento significativo.

A finales del año 2000 y hasta el 2006, se presentó un movimiento en la política monetaria, descrito de la siguiente forma: Aumento del agregado monetario M3, debido al crecimiento del sector financiero este incremento se mantendría hasta el año 2006; entre el año 2000 y 2005 el Emisor disminuyo las tasas de interés para flexibilizar la política monetaria e incentivar de esta forma la economía, todo lo anterior se tradujo en

aumento del señoreaje total durante este periodo, llegando a ser el 5,32% del PIB en el año 2006,(Tabla 1).

Grafica 1.

Distribución del Señoreaje como porcentaje del PIB



Fuente: Cálculos de los Autores a partir de los Balances del Banco de la República

Tabla1.

Señoreaje Total como porcentaje del PIB

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Señoreaje Total (ST)	1.85%	0.92%	2.04%	2.21%	3.19%	3.84%	5.41%	5.32%	6.29%	5.32%	5.36%	3.14%	5.77%	7.13%	7.67%	5.71%
Señoreaje Secundario (SMsec)	0.35%	0.45%	1.63%	1.23%	2.29%	2.99%	4.37%	4.20%	5.03%	4.53%	4.68%	2.14%	4.67%	6.32%	6.38%	5.08%
Señoreaje Primario (SMpr)	1.50%	0.46%	0.41%	0.98%	0.90%	0.85%	1.04%	1.11%	1.26%	0.79%	0.68%	1.00%	1.10%	0.82%	1.29%	0.63%

Fuente: Cálculos de los Autores a partir de los Balances del Banco de la República
Pib Base 2005

Para el 2006 el Banco de la República, aumenta las tasas de interés de intervención. Los datos económicos indican que la economía colombiana tenía un buen comportamiento y que no era necesario mantener bajas tasas de interés, como estímulo monetario.

Durante el 2007, la autoridad monetaria continuó con su política de incremento de tasas de interés que inicio en abril del 2006, con el fin de moderar la expansión de la demanda agregada y obtener un ritmo de crecimiento compatible con las metas trazadas.

El crecimiento anual de los Pasivos Sujetos a Encaje (PSE) aumentó lo que permitió que el agregado monetario M3 también lo hiciera, por estos motivos el señoreaje total de la economía aumento siendo 6.39% del PIB, el más alto desde el 1999 (Tabla 1), debido a que el sector financiero incrementara captación de recursos que necesitan menos encaje como el caso de los CDT.

En el segundo periodo, hay una disminución del Señoreaje Total, comprendida en el periodo 2008 a 2010. En el 2008 la crisis generó un gran impacto en la economía mundial y fuertes restricciones al crédito alrededor del mundo, aunque la crisis se sintió sobre todo en las economías emergentes de Europa y Asia; en menor medida para América Latina; bajo este escenario y como lo reitera el Banco, la política fue la inflación objetivo.

En este año el Banco de la Republica, identificó diferentes riesgos que sugerían que era el momento de actuar y practicar una política monetaria más restrictiva; así pues desde el 2006 hasta el 2008, la postura de política monetaria del Banco estuvo encaminada a contener las presiones inflacionarias (Banco de la República, 2008).

Durante el 2008, los agregados monetarios presentaron una leve variación, por ejemplo la base monetaria se vio influenciada por la baja demanda de efectivo y el mayor crecimiento de la reserva bancaria, la disminución de la base monetaria coincide con la política monetaria, los incrementos en la tasa de interés del Banco de la República y el

aumento de la inflación; esta desaceleración tiene como resultado una disminución del señoreaje total, (Grafica 1).

En el año 2009 el Banco de la República decidió reducir la tasa de interés, esta decisión fue fundamentada porque la inflación continuaba disminuyendo de forma sostenida, debido a menores presiones inflacionarias de oferta y demanda interna, las cuales, se debilitaron por la coyuntura económica donde las empresas y los hogares no estaban demandando lo suficiente, lo cual disminuye la demanda de efectivo y por ende el señoreaje total de la economía, (Grafica 1).

La menor liquidez del Emisor otorgada al sector financiero, en particular los saldos en REPOS y los depósitos no remunerados sujetos a encaje, disminuyeron en lo que puede traducirse en la disminución de señoreaje total de la economía. La cartera y la expansión del crédito aumentó del 2005 al 2007; ya en 2008, la cartera disminuyó su crecimiento y esto explica la disminución del señoreaje en estos años. En 2009 la cartera en moneda nacional del consumo y el comercio sufrieron una desaceleración, tanto nominalmente como en términos reales, probablemente por la menor actividad económica.

El tercer periodo comprendido entre el 2010 – 2014, refleja volatilidad en el señoreaje total. Al inicio del año 2010, el Banco de la Republica disminuyó la tasa de intervención, manteniendo una política monetaria expansiva; el Emisor realizo ventas definitivas de TES reduciendo sus saldos en estos títulos, lo cual provoco una disminución considerable del señoreaje total, el cual para el 2009 estuvo en 5.36% del PIB y en el 2010 cerró con 3.14%, (Tabla 1). El agregado monetario M3 aumentó en menor proporción a años anteriores, debido que el sector financiero mantuvo estable el crecimiento de los pasivos sujetos a encaje.

Para el 2011, el sector financiero tuvo un aumento de la cartera permitiendo que aumentara el señoreaje total (Grafica 1). Así mismo hubo una mejora de los indicadores

de riesgo en este sector y se observa que está recibiendo mayor solicitud de créditos, congruente con aumento del señoreaje.

Debido a los buenos resultados presentados por la economía colombiana, el Banco de la República en línea con su política de inflación objetivo, decidió a partir de febrero del 2011, retirar paulatinamente el estímulo monetario, aumentando la tasa de interés; éste aumento de tasas, se transmitió paulatinamente en la economía, si analizamos la tasa de endeudamiento, a finales del 2011 empezó a disminuir como resultado de la política del Banco; porque en el 2011, los niveles de crédito aumentaron y esto se observa en el aumento del señoreaje. Al existir mayores saldos en las cuentas de ahorro y de CDTs, el comportamiento de los PSE permitió un crecimiento de M3. Simultáneamente hubo un aumento de la base monetaria por el incremento del efectivo en poder del público.

En términos generales en el 2012 la base monetaria aumento pero en menor medida que en el 2011 y el agregado monetario M3 aumento (Banco de la República, 2013), sabiendo que el destino más importante del sector financiero sigue siendo los desembolsos de crédito nacional los cuales aumentan la base y esto se ve reflejado en el valor del señoreaje monetario total siendo el 7.13% del PIB.

En 2013, la coyuntura económica general cambió, los países desarrollados empezaron a repuntar y los países emergentes comenzaron a tener un desarrollo más lento comparado con el periodo 2010-2012, lo cual explica el aumento del señoreaje total siendo 7.63% del PIB. Durante el inicio del 2013 la política monetaria redujo la tasa de interés de referencia desde 4.25% de Dic. 2012 a 3.25%, esto fue en marzo 2013, esta decisión fue determinada por el banco debido a que existían indicios de desaceleración en la economía y se reflejó en el valor del señoreaje total del 2014 siendo 5.71%.

Respecto a los agregados monetarios, en 2014 el crecimiento de los PSE se desacelero, M3 creció pero también acorde con la desaceleración que venía presentado

desde el 2013, valor que refleja en la disminución del señoreaje total para el 2014 (Grafica 1).

3.2. SEÑOREAJE PRIMARIO

El Señoreaje Primario es el beneficio que obtiene el Banco Central por la capacidad de emitir dinero y se calcula utilizando la base monetaria (Posada, 2000).

De esta manera el señoreaje primario (SM_{pr}) y sus 5 componentes: el señoreaje fiscal (SF), el señoreaje usado para compra neta de reservas internacionales (SM_{RI}), el señoreaje usado para operaciones de mercado abierto (SM_{OMA}), el señoreaje primario asignado mediante crédito al sistema financiero (SM_{SF}), y el señoreaje usado para funcionamiento y acumulación patrimonial del Banco de la República (SM_{BR}) (Villar, 2004).

Como primera medida es importante establecer que los cálculos realizados de las variables (SM_{RI}) el (SM_{OMA}) siguen la metodología utilizada por (Villar, 2004) y que su magnitud negativa en algunos años se explica tal como lo dice Villar, 2004, p.76).

“En algunos de estos años puede haberse presentado acumulación de reservas por el rendimiento de las mismas, pero no hubo compra neta de divisas. Por lo tanto, tampoco hubo utilización de señoreaje monetario para ese propósito”

Sin embargo es de aclarar que los saldos en reservas internacionales aumentaron en términos absolutos tal como se presenta en la (Tabla 2).

Tabla 2**Reservas Internacionales Brutas**

Año	USD	COP	Variacion
1999	8.103	15.171	-
2000	9.006	19.689	29,8%
2001	10.245	23.635	20,0%
2002	10.844	30.525	29,2%
2003	10.921	30.658	0,4%
2004	13.540	32.357	5,5%
2005	14.957	34.165	5,6%
2006	15.440	34.568	1,2%
2007	20.955	42.219	22,1%
2008	24.041	53.938	27,8%
2009	25.365	51.852	-3,9%
2010	28.464	54.479	5,1%
2011	32.303	62.755	15,2%
2012	37.474	66.263	5,6%
2013	43.639	84.086	26,9%
2014	47.328	113.230	34,7%

Fuente: Estadísticas Banrep Sector Externo
COP: Datos Expresados en Miles de Millones

El señoreaje primario como proporción del PIB estuvo entre un rango de 1.5% y 0.41% entre el periodo de estudio 1999-2014, (Tabla 3); el análisis inicia desde el año 1999 donde existe un punto de partida alto siendo $e(SM_{pr})$ 1.55% como proporción del PIB, dato congruente con los estudios previos sobre este tema, fundamentados por el impacto de la crisis económica colombiana en el 1998 y 1999, al igual que la inflación de dos dígitos que se manejó en la década del 90; una vez el Banco estableció su política inflación objetivo, se observa una disminución del valor del señoreaje primario a partir del año 2000, logrado por una estabilidad en la Política Monetaria implementada por el Banco de la República.

El señoreaje primario tuvo bastante variabilidad desde 1999, pues se observa una disminución de uno sus componentes: el Señoreaje utilizado en operaciones de mercado abierto e inversiones (SM_{OMA}); siendo este un rubro de bastante peso en el señoreaje primario.

En los años 2000 y 2001, la Junta del Banco decidió suspender la compra de TES y las operaciones realizadas con las entidades financieras, (Banco de la República, 2001); esta decisión provocó disminución de esos dos rubros y como consecuencia una disminución del señoreaje primario, reflejando el porcentaje más bajo del periodo de estudio 0.46% y 0.41% del PIB respectivamente, (Tabla 3). En concordancia con el proceso de estabilización económica liderado por el Banco de la Republica que venía presentando la economía colombiana tras la crisis del 1999.

A partir del 2002 y hasta el 2014 el señoreaje Primario (SM_{pr}) se mantiene en un promedio de 0.96% del PIB. A continuación se observa el comportamiento del señoreaje primario durante esos periodos, con especial énfasis en los rubros de mayor relevancia como (SM_{RI}) el (SM_{OMA})

Durante el 2002 y el 2003 el porcentaje de señoreaje de reservas internacionales (SM_{RI}) como proporción del PIB, disminuye debido a las fuertes presiones de devaluación que impactaron en los principales indicadores de inflación del país; lo anterior conllevó a que el Banco de la República aumentara las tasas de intervención en el mercado cambiario a través de la venta y desacumulación de reservas internacionales, con el fin de corregir la tendencia de la tasa de cambio, y contener el aumento de la liquidez (Banco de la República, 2004). Esta tendencia se mantuvo para el año 2004 donde el Banco de la República decidió continuar con la compra de divisas, generando el aumento de este componente (SM_{RI}) de 1.88% como porcentaje del PIB, con respecto a los años 2002 y 2003 donde se venía reflejando un valor negativo de (-0.17%) y (-0.40%) como porcentaje del PIB respectivamente, (Tabla 3).

En Colombia se realizó una acumulación de reservas internacionales significativa, después de la crisis de 1999 hasta el 2003; situación que se reflejó en el señoreaje de acumulación de reservas (SM_{RI}) que para el 2005 fue el 0.90% del PIB.

(Banco de la República, 2006). Como consecuencia de la compras netas de TES durante el año 2005 el señoreaje utilizado para operaciones monetarias (SM_{OMA}) como parte del portafolio de inversiones del Banco de la República registra un aumento, siendo 0.42% en 2005 comparado con -0.38% del 2004. Estos rubros que son utilizados por el Gobierno para cubrir sus necesidades de financiamiento y pagar deuda externa.

Tabla 3.

Distribución del Señoreaje Primario como porcentaje del PIB

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Total Señoreaje Primario (SMpr)	1.50%	0.46%	0.41%	0.98%	0.90%	0.85%	1.04%	1.11%
I. Señoreaje Fiscal (SF)	1.25%	0.41%	-0.02%	0.58%	0.74%	-0.89%	-0.38%	0.44%
A. Utdistr	0.66%	0.25%	0.63%	0.49%	0.53%	0.26%	0.13%	0.21%
B. ^CNG	0.76%	0.36%	-0.52%	0.17%	0.33%	-1.04%	-0.33%	0.28%
C. rCNG	0.18%	0.19%	0.13%	0.08%	0.13%	0.11%	0.18%	0.05%
Compra neta de Reservas Internacionales (SMRI)	-0.68%	0.43%	0.72%	-0.17%	-0.40%	1.88%	0.90%	-0.22%
III. Señoreaje usado en operaciones monetarias (SMOMA)	0.69%	-0.35%	-0.34%	0.44%	0.50%	-0.38%	0.42%	0.60%
IV. Señoreaje Asignado mediante el sistema financiero (SMSF)	0.11%	-0.18%	-0.05%	0.03%	0.03%	0.09%	0.12%	0.10%
V. Señoreaje usado para funcionamiento del Banrep (SMBR)	0.13%	0.16%	0.10%	0.11%	0.04%	0.15%	-0.02%	0.19%
A. Gastos netos de funcionamiento	0.13%	0.09%	0.07%	0.10%	0.04%	0.02%	0.02%	0.08%
B. Gasto neto por moneda de tesorería	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%	0.02%	0.04%	0.03%
C. Diferencia en cambio no incluidas en otros rubros	-0.06%	-0.05%	-0.01%	-0.08%	0.00%	0.05%	0.01%	0.01%
D. Variación otros activos y pasivos del Banrep	0.08%	0.16%	0.20%	0.13%	-0.03%	0.05%	-0.09%	0.08%
E. Utilidades no distribuidas y netas de cambio en reservas	-0.03%	-0.06%	-0.18%	-0.06%	-0.02%	0.00%	0.01%	-0.01%
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total Señoreaje Primario (SMpr)	1.26%	0.79%	0.68%	1.00%	1.10%	0.82%	1.29%	0.63%
I. Señoreaje Fiscal (SF)	-0.47%	0.52%	0.87%	-0.50%	-0.29%	-0.10%	0.45%	-0.60%
A. Utdistr	0.28%	0.30%	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.04%	-0.17%
B. ^CNG	-0.84%	0.07%	0.65%	-0.54%	-0.37%	-0.22%	0.28%	-0.43%
C. rCNG	-0.10%	-0.15%	-0.06%	-0.04%	-0.08%	-0.12%	-0.21%	0.01%
Compra neta de Reservas Internacionales (SMRI)	2.13%	0.79%	0.37%	1.01%	1.15%	1.38%	1.74%	1.09%
III. Señoreaje usado en operaciones monetarias (SMOMA)	-0.34%	-0.86%	-0.24%	0.38%	0.17%	-0.57%	-0.97%	-0.06%
IV. Señoreaje Asignado mediante el sistema financiero (SMSF)	0.02%	0.03%	0.00%	-0.01%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.20%
V. Señoreaje usado para funcionamiento del Banrep (SMBR)	-0.09%	0.31%	-0.32%	0.12%	0.08%	0.10%	0.06%	0.01%
A. Gastos netos de funcionamiento	0.06%	0.05%	0.03%	0.05%	0.05%	0.03%	0.07%	0.04%
B. Gasto neto por moneda de tesorería	0.03%	0.02%	-0.12%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	-0.01%
C. Diferencia en cambio no incluidas en otros rubros	0.03%	-0.03%	0.02%	0.02%	0.00%	0.01%	-0.01%	-0.06%
D. Variación otros activos y pasivos del Banrep	-0.22%	0.29%	-0.25%	0.05%	0.01%	0.07%	0.01%	0.04%
E. Utilidades no distribuidas y netas de cambio en reservas	0.00%	-0.02%	0.00%	-0.01%	0.00%	-0.02%	-0.01%	-0.02%

Fuente: Cálculos de los Autores a partir de los Balances del Banco de la República
PIB Base 2005

Las operaciones REPO que son utilizadas por el banco para dar liquidez al mercado incrementaron con relación al año anterior, valor reflejado en el señoreaje utilizado para operaciones monetarias el cual fue de 0.42% en 2005 y 0.60% en 2006 como porcentaje del PIB, (Tabla 3).

En el 2007 el señoreaje destinado a las reservas internacionales aumentó considerablemente siendo 2.13% como porcentaje del PIB, esto coincide con el entorno económico favorable durante los periodos anteriores; este incremento según el Banco de la República estuvo asociado con el mayor rendimiento de las reserva internacionales. Lo anterior fue contrarrestado por los menores ingresos por la valorización de TES explicado por la venta de títulos y por el aumento de las tasas de los mismos, situación que reduce el precio de los TES en poder del Banco de la Republica lo cual es reflejado en el señoreaje destinado a operaciones monetarias (SM_{OMA}), su disminución se situó en el -0.34% del PIB para el 2007.

Para el 2008 el rendimiento de las reservas internacionales tuvo un comportamiento favorable a pesar de la crisis mundial; para este año el señoreaje monetario en reservas internacionales (SM_{RI}) fue el 0.79% del PIB. Por otra parte, el señoreaje asignado por sistema financiero (SM_{SF}), fue bajo, siendo 0.03% del PIB, en sintonía con lo informado por el Banco de la República donde resolvió en los últimos años no realizar apoyos del liquidez a los establecimientos de crédito.

En el 2009 la disminución del señoreaje en reservas internacionales (SM_{RI}) es evidente, siendo el 0.37% del PIB y en el 2008 fue 0.79%, debido a la posición optada por el Banco de la República y acorde con la coyuntura de la crisis económica de 2008, es explicado porque el portafolio de reservas internacionales se ha tornado más conservador, reflejándose en los niveles de rendimientos y por tal motivo la disminución de señoreaje por este rubro; estas decisiones disminuyeron el riesgo del portafolio de inversiones permitiendo garantizar que el país cuente con liquidez para afrontar crisis externas, además los bajos niveles que registran los bancos centrales implican menores rendimientos.

En el 2009 se presentó una situación particular donde la Junta Directiva del Banco de la Republica dispuso que no se entregara utilidades al gobierno. En este año los ingresos en reserva internacionales, y los ingresos por operaciones de liquidez fueron menores; principalmente por la reducción en las tasa de intervención del emisor, también hubo importantes gastos por pago de intereses como la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional, gastos de contracción monetaria y las operaciones repo para otorgar liquidez, las cuales disminuyeron.

En el 2010 las reservas internacionales aumentaron con relación al 2009, (Tabla 2) principalmente por compras de divisas por parte del banco, por el rendimiento de intereses de las reservas, la valoración por precios de mercado de estas, y el diferencial cambiario, lo anterior podría explicar el aumento simultáneo del señoreaje primario por este rubro.

Para el 2011 las reservas internacionales obtuvieron un mayor resultado que en el 2010, aumentaron por las compras de divisas realizadas por el Banco de la Republica, incrementando el valor en pesos de las reservas internacionales; otro factor es el ajuste de cambio resultado de la depreciación del peso con respecto al dólar, esto se evidencia en el señoreaje de reservas internacionales que es 1.15% del PIB. También se sabe que las operaciones repo aumentaron en el 2011 con respecto al 2010.

Al cierre de 2012 el señoreaje por reservas internacionales, fue superior respecto al 2011, siendo 1.38% del PIB debido a: las compras de divisas realizadas por el Banco y los rendimientos de intereses. En el 2012, se generaron resultados negativos para el Banco principalmente por: las bajas tasas de interés externas que afectan la rentabilidad de las reservas internacionales, el costo de la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario y la remuneración al Gobierno por depósitos que mantiene el Banco de la Republica, (Banco de la República, 2013).

En 2013 el señoreaje por reservas internacionales netas (SM_{RI}) ascendió, siendo el 1.74% del PIB (Tabla 3), las reservas internacionales netas para el 2014 fueron

superiores comparadas con las del 2013, aunque la rentabilidad continuo disminuyendo debido a las bajas tasas de interés externas de los mercados. Los gastos del Banco aumentaron debido a la remuneración de los depósitos de control monetario que el banco debió pagar.

3.3 SEÑOREAJE PRIMARIO FISCAL

El señoreaje primario fiscal (SF) es la porción del señoreaje que se transfiere directamente al Gobierno.

El señoreaje primario fiscal, está conformado por: Primero: las utilidades o pérdidas transferidas (UT), estas transferencias, en términos nominales fueron positivas desde el año 1999 hasta el 2009, resultado del buen manejo y solidez del Emisor; Segundo: el crédito neto otorgado por el Banco de la República al Gobierno (ΔCNG) y Tercero: los intereses recibidos del Gobierno por estos créditos ($rCNG$).

En el año 2008, con la crisis financiera global, las actividades del Banco de la República en temas de política monetaria se prolongaran en el tiempo y de alguna u otra forma se incrementó el costo, todo esto en pro de la salud de las finanzas del país, pero generando pérdidas o lo que en el balance del Banco de la República se presenta en el ítem transferencias al Gobierno en cero (0) o nulas, como se ve en la (Tabla 3) en la variable (UT); esta situación se presentó desde el 2010 y hasta el 2012.

Durante los años 2013 y 2014, no solamente no hubo ganancia, sino por el contrario pérdidas, las cuales se transfirieron al Gobierno esto se ve reflejado en la (Tabla 3) en la variable (UT); hecho preponderante pues hacía mucho tiempo que no se presentaba, teniendo lugar por última vez en los años 1994 y 1995 calculado por (Villar, 2004, p.74).

El señoreaje Primario fiscal (SF) tuvo su valor más alto para 1999, 1,25% del PIB, siendo este el año en el que el Banco inicio con la política de inflación objetivo y las

medidas en pro de mejora de la situación monetaria del país. El (SF) se mantuvo positivo hasta el 2003, excepto en el año 2001; en el 2003 fue el 0.74% del PIB. Es importante notar la relación aparentemente existente entre el señoreaje Primario Fiscal (SF) y el señoreaje por operación en reservas internacionales (SM_{RI}); cuando el señoreaje primario fiscal fue negativo, el señoreaje por reservas internacionales fue positivo; esta relación inversa hizo, que el señoreaje primario (SM_{pr}) siempre estuviera cercano a un 1% del PIB.

Entre el 2008 y el 2009, el señoreaje primario fiscal (SF) fue positivo 0.52% y 0.87% PIB, es importante resaltar esto, ya que estaba en medio de una crisis financiera, pero los datos colombianos parecían no estar tan impactados por la situación de los mercados internacionales.

A partir del 2010 el señoreaje primario fiscal (SF) nuevamente toma valores negativos, observando como el señoreaje por reservas internacionales aumenta. Por tanto si observamos en detalle podremos afirmar que el (SF) puede verse afectado negativamente en la medida en que una porción mayor del señoreaje primario se destine a la compra de divisas para acumulación de reservas internacionales.

El señoreaje primario fiscal toma valores negativos porque el componente: (UT), sufre pérdidas desde el 2010, principalmente por la caída del precio del oro y la depreciación de las monedas frente al dólar, esto se presenta porque el Banco ha incrementado la compra de divisas significativamente y esto ha generado costos adicionales para el Banco que afectan sus balances y dan pérdidas.

Por otra parte es determinante analizar los Créditos Neto al Sector Público (ΔCNG), que son las inversiones en deuda pública, realizadas por el Banco de la República y que como se ha mencionado antes, corresponden a la forma indirecta donde el Banco de la República compra los títulos de deuda emitida por el Gobierno en el mercado secundario y quedan en poder del Emisor, esto se presenta porque el mercado de TES

ha sido muy dinámico a partir del 1999, de allí una de las razones, por la que este documento analiza el periodo 1999 hasta el 2014.

El Banco de la Republica siempre genera señoreaje primario, incluso su comportamiento es estable a lo largo del tiempo, por lo menos así lo vemos reflejado en el periodo de estudio y también en estudios previos como el realizado por (Villar 2004); lo relevante es la forma, en la que el Banco utiliza cada uno de los componentes del señoreaje primario, acomodándose a las necesidades y condiciones de la economía; mientras que, para el señoreaje primario fiscal, depende del resultado arrojado por el Emisor, en su papel de entidad que produce beneficios o perdidas en su ejercicio.

3.4. FINANZAS PÚBLICAS

En cuanto a las Finanzas públicas que son el manejo de los ingresos, gastos y deuda del Gobierno. Se presenta el comportamiento del señoreaje Primario y la inversión en TES por parte del Banco de la República frente a los Ingresos Corrientes de la Nación, es decir esta grafica plasma la incidencia del señoreaje primario fiscal en las finanzas públicas, (Tabla 4).

Gráficamente, la tendencia de los TES de liquidez adquiridos por el Banco de la República como proporción de los ingresos corrientes, la cual mantiene una tendencia a la disminución; iniciando en 1999: con un 12.2% de los ingresos corrientes; para el 2006: disminuye a un 4.67 % de los INGC y para el año 2014: con un 0.002% de los ingresos corrientes de la Nación, (Tabla 4). Al comparar estos porcentajes con el señoreaje fiscal, tienen un comportamiento similar, aunque éste ha tenido un comportamiento más volátil, mantiene la misma tendencia decreciente. Esto permite concluir que a partir de 1999 la financiación del Gobierno por medio de sus dos herramientas ha disminuido su efecto en las finanzas públicas de manera considerable.

Tabla 4

Datos Finanzas Públicas y Señoreaje Primario

Año	TES de Liquidez (1.)	Ingresos Corrientes de la Nación (2.)	PIB (3.)	Tes Liq % Ing C	Señoreaje Fiscal	Señoreaje Fiscal % Ing C	Señoreaje Fiscal % PIB	Señoreaje Operaciones Monetarias (SMOMA)	Señoreaje (SMOMA) % IngC
1999	2958.9	24241.7	277824.0	12.21%	3458.9	14.3%	1.25%	1293.6	5.34%
2000	3253.5	27306.5	284761.0	11.91%	1173.7	4.3%	0.41%	-741.4111	-2.72%
2001	2180.7	31732.5	289539.0	6.87%	-72.3	-0.2%	-0.02%	-769.7979	-2.43%
2002	2537.2	32269.4	296789.0	7.86%	1716.0	5.3%	0.58%	1099.94	3.41%
2003	3382.0	34932.1	308418.0	9.68%	2279.6	6.5%	0.74%	1396.17	4.00%
2004	973.0	38730.4	324866.0	2.51%	-2880.0	-7.4%	-0.89%	-1179.83	-3.05%
2005	2550.5	42517.9	340156.0	6.00%	-1290.9	-3.0%	-0.38%	1423.19	3.35%
2006	2302.0	49323.2	362938.0	4.67%	1602.2	3.2%	0.44%	2281.81	4.63%
2007	1183.1	52748.9	387983.0	2.24%	-1808.1	-3.4%	-0.47%	-1452.45	-2.75%
2008	728.8	54665.1	401744.0	1.33%	2069.9	3.8%	0.52%	-4099.33	-7.50%
2009	2952.0	54137.4	408379.0	5.45%	3565.8	6.6%	0.87%	-1205.02	-2.23%
2010	1055.5	53871.3	424599.0	1.96%	-2127.5	-3.9%	-0.50%	2029.07	3.77%
2011	889.0	65010.7	452578.0	1.37%	-1319.1	-2.0%	-0.29%	998.65	1.54%
2012	676.1	72459.1	470880.0	0.93%	-477.6	-0.7%	-0.10%	-3539.11	-4.88%
2013	95.8	75086.8	494124.0	0.13%	2229.9	3.0%	0.45%	-6475.56	-8.62%
2014	1.9	77558.8	516619.0	0.00%	-3107.9	-4.0%	-0.60%	-406.13	-0.52%

Fuente: Cálculos Propios

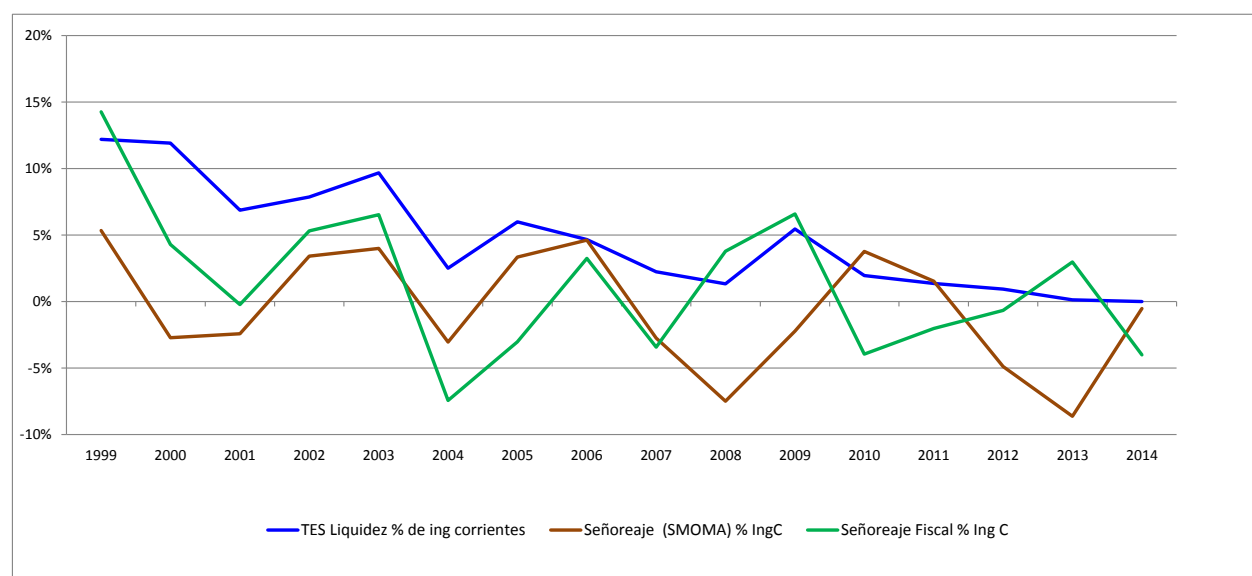
(1.) Estadísticas Banrep Agregados Monetarios Base 2005

(2.) Estadísticas Banrep Finanzas Públicas Base 2005

(3.) Estadísticas Banrep PIB Base 2005

Grafica 2.

TES, Señoreaje Operaciones Monetarias y Señoreaje Fiscal como porcentaje de los Ingresos Corrientes de la Nación



Fuente: Cálculos de los Autores a partir de los Balances del Banco de la República

A lo largo del presente trabajo, se ha demostrado que el señoreaje fiscal no solo es parte importante de las finanzas públicas, sino que también ha incidido de manera positiva y negativa, en los diferentes periodos y movimientos económicos.

Al inicio de esta investigación el objetivo principal era cuantificar la proporción del señoreaje primario fiscal, el cual, parecía tener una injerencia notoria en las finanzas públicas, pero los resultados obtenidos demuestran que no siempre es así.

Las finanzas públicas no siempre fueron las acreedoras de este beneficio, cuando el mismo se obtuvo, y no fue siempre, debido a la fluctuación en la economía, el Banco de la República, cubrió sus gastos y en muchas oportunidades no alcanzo y su saldo fue negativo, teniendo que soportarlo el Gobierno, afectando las finanzas públicas de manera negativa.

4. CONCLUSIONES

Con la presente investigación, se concluye el comportamiento del señoreaje primario creado por el Banco de la Republica, y el señoreaje fiscal como el beneficio apropiado para el Gobierno Nacional el cual fue en promedio del 0,12% como porcentaje del PIB, menor de lo esperado. A partir de esto se determinan la importancia y los efectos del señoreaje primario fiscal en las Finanzas Públicas

El señoreaje primario como proporción del PIB estuvo entre un rango de 1.5% y 0.41% entre el periodo de estudio 1999-2014; el análisis inicia desde el año 1999 donde existe un punto de partida alto siendo el (SM_{pr}) 1.55% como proporción del PIB, dato congruente con los estudios previos sobre este tema, fundamentados por el impacto de la crisis económica colombiana en el 1998 y 1999.

Una política clara y definida del Banco de la Republica y el comportamiento de la economía en general durante los primeros años hasta el 2007 generó un aumento del señoreaje total de la economía llegando a ser 6.29% del PIB; otorgando un beneficio en las finanzas públicas de la Nación. Sin embargo, posterior a ello, la crisis económica global afecto la economía y disminuyo el señoreaje total a 3.14% del PIB y aunque la crisis no afectó dramáticamente a Latinoamérica, en Colombia se disminuyó el señoreaje total.

A partir del año 2010, una vez empiezan a pasar los momentos de las crisis, las economías desarrolladas se estabilizan, pero las economías emergentes, como la colombiana, empiezan a sufrir mayor inestabilidad, el efecto es volátil en el señoreaje total siendo 6.79% del PIB para ese año.

La tendencia del señoreaje primario a lo largo del periodo de estudio es estable manteniéndose en un 1% en promedio lo que permite concluir que el Banco de la Republica mantiene su beneficio por Señoreaje; el secundario tiene mayor fluctuación,

sin embargo para el señoreaje primario fiscal su comportamiento está asociado a factores de política monetaria como la compra y manejo de Reservas internacionales. El señoreaje Primario fiscal (SF) tuvo su valor más alto para 1999, 1,25% del PIB, siendo este el año en el que el Banco inicio con la política de inflación objetivo y las medidas en pro de mejora de la situación monetaria del país. El (SF) se mantuvo positivo hasta el 2003, excepto en el año 2001; en el 2003 fue el 0.74% del PIB. Es importante notar la relación aparentemente existente entre el señoreaje Primario Fiscal (SF) y el señoreaje por operación en reservas internacionales (SM_{RI}); cuando el señoreaje primario fiscal fue negativo, el señoreaje por reservas internacionales fue positivo; esta relación inversa hizo, que el señoreaje primario (SM_{pr}) siempre estuviera cercano a un 1% del PIB

En Colombia se realizó una acumulación de reservas internacionales significativa, después de la crisis de 1999 hasta el 2003; situación que se reflejó en el señoreaje de acumulación de reservas (SM_{RI}) que para el 2005 fue el 0.90% del PIB.

En el trabajo se encontró que el señoreaje fiscal contrario a lo que se pensaba encontrar en la investigación, no fue significativo entre el periodo de estudio incluso negativo en algunos años; entre (2010-2014) por necesidades del Banco de la Republica de distribuir el señoreaje primario, fue en promedio (-0.21%) del PIB.

En este estudio se observa que el señoreaje fiscal no refleja un valor significativo en los ingresos corrientes de la nación siendo en promedio 1,36% con tendencia decreciente a lo largo del periodo de estudio, debido a las volatilidades que sufrió la economía, efectos en las reservas internacionales y a la baja inflación, pues en la medida que disminuyó el costo de la deuda del Gobierno el señoreaje también lo hizo.

A partir de 1999 la financiación del Gobierno por medio de sus dos herramientas Señoreaje Primario Fiscal y TES adquiridos por el Banco de la República ha disminuido su participación en las finanzas públicas de manera considerable inicio en 12.21% de

los Ingresos Corrientes de la Nación, para 1999; y llegando a ser 0.002% de los Ingresos Corrientes para 2014.

REFERENCIAS CONSULTADAS

- Bain, Keith. Howells, Peter. (2003). *Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis*. New York, USA, Palgrave Macmillan
- Banco de la Republica, (2004) Marzo. *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica*. PP 32
- Banco de la Republica, (2006) Marzo. *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica*. PP 92
- Banco de la Republica, (2013) Marzo. *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la Republica*. PP 68,132
- Bernal Garzón, Manuel (2015). Evolución del señoreaje en un periodo de profundas transformaciones económicas. *Equidad Desarrollo*. ISSN 1692-7311 • N.º 23: 187-222 • enero-junio del 2015.
- Huber, Joseph. (2000). *Funding Basic Income by Seigniorage*. Berlin
- 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 GIDEEIUSC, N.º. 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, No . 140.

Stiglitz, Joseph E (2000 Tercera Edición). *Economía del sector público*. Barcelona-España.

Villar, Leonardo. (2004). *Inflación y Finanzas Publicas*. Bogotá. Banco de la Republica, Borradores de Economía No. 291.

Schobert, Franziska (2002). *Seigniorage an Argument for a National Currency?*. CEPS Reserch Report, No 28.

Zuleta, Hernando (1995). Impuesto inflacionario y señoreaje Banco de la República, Borradores de Economía, No . 38.

Zuluaga, Blanca. (2004). *La Política Monetaria: Teoría y Caso Colombiano*. Apuntes de Economía. Universidad ICESI.

BIBLIOGRAFIA

Avella, M. (2007). *El encaje bancario en Colombia*. Perspectiva general. Bogotá: Banco de la República, Borrador de Economía No. 470.

Banco de la Republica, (2015) Marzo. *Informes de la Junta Directiva al Congreso de la Republica*.

Blanchard, Oliver., Amighini, Alesia. & Giavazzi, Francesco. (2012 5ta Edición). *Macroeconomía*. Madrid - España: Pearson Education S.A

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

Bofinger, Peter, (2001). *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, Oxford University.

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

Constitución Política de Colombia de 1991.

Ize, Alain. (2006). *Spending Seigniorage: Do Central Banks Have a Governance Problem?*. International Monetary Fund}

Haslag, Joseph H, (1998). *Seigniorage Revenue and Monetary Policy*. *Economic Review*. Federal Reserve Bank of Dallas.

Mankiw, N. Gregory (1987). *The Optimal Collection of Seigniorage*. *Journal of Monetary Economics*. Harvard University.

Parada, Jairo., Albor, Cristina. (30 de noviembre 2012). *La Financiación del déficit del Gobierno Central; sus Costos Económicos y la Independencia del Banco Central en Colombia desde 1991*. Revista Panorama Económico. (19), pp. 13 – 52.

ANEXO 1 DESCOMPOSICIÓN DEL SEÑOREAJE PRIMARIO

La Composición del Señoreaje Primario es presentada en términos de porcentaje del PIB en el texto principal, esta misma información se presenta en la Tabla A1 Distribución del Señoreaje Primario en términos corrientes y en las notas se explica sus equivalencias, realizadas a partir de la tabla A2, en dicha tabla se muestra el análisis de los balances y estados de resultados del Banco de la Republica siendo las fuentes básicas de información utilizada para la descomposición del señoreaje, La tabla A2 se deriva a partir de las Tabla A3 y A4, tal como se explican en las notas de cada cuadro, la metodología de cálculo es la usada por (Villar, 2004).