

La expansión de la Base Monetaria, 1987-1990: una nueva metodología de sectorización

Mauricio Alviar R.*

I. INTRODUCCION

El presente trabajo muestra los resultados más importantes del análisis sobre el comportamiento de la Base Monetaria de Colombia en el período 1987-1990, a la luz de una nueva metodología de sectorización de la Base desarrollada por FEDESARROLLO¹.

En este artículo se presenta la contribución de cada uno de los sectores institucionales a la expansión o contracción de la Base, esto es, sector público, Banco de la República y sector privado. Es importante señalar que hasta hace poco no se podía desarrollar tal sectorización debido a que no se disponía de una desagregación por sector de las

variaciones de reservas internacionales, componente fundamental de los activos del Banco generados por el sector público y privado.

El trabajo de Jorge Armando Rodríguez² permite desagregar la balanza de pagos de cada uno de los sectores institucionales, permitiendo conocer el cambio en las reservas y posibilitando el análisis de la contribución neta de cada uno de ellos sobre los cambios de la Base Monetaria.

En síntesis, se muestra la participación neta del sector público, del Banco de la República y del sector privado en la expansión o contracción de la Base, obteniendo resultados bien diferentes a los observados con la antigua metodología de sectorización empleada por FEDESARROLLO³, cuando no se disponía de la variación de reservas internacionales por sectores.

* El autor agradece los comentarios y sugerencias de Patricia Correa, Catalina Crane y Eduardo Lora sin los cuales este trabajo habría quedado incompleto, aunque la responsabilidad sobre las opiniones aquí expresadas es del autor.

¹ Correa Patricia y Mauricio Alviar (1991), Metodología de sectorización de la Base Monetaria, Mimeo, FEDESARROLLO. Algunos de estos resultados fueron publicados en Correa (1991). "El impacto monetario del déficit fiscal", *Banca y Finanzas*, abril-junio.

² Rodríguez, Jorge Armando (1991), La Balanza de Pagos del Sector Público, Mimeo, FEDESARROLLO.

³ Ver sección de indicadores monetarios en diversos números de *Coyuntura Económica* desde 1989.

La información utilizada para desarrollar este ejercicio se obtuvo de los Memorandos a la Junta Directiva del Banco de la República.

II. METODOLOGIA

En primer lugar, es importante hablar de los criterios para la sectorización de la Base. El objetivo de tal sectorización es el de conocer la contribución de cada sector a la expansión primaria. En este sentido, existen varios puntos de vista para interpretar esa contribución. Uno puede ser el de la contribución del sector en donde se produce la decisión de afectar la Base; otro, la del sector que entrega o recibe directamente dinero del Banco de la República.

En el primer caso, para sectorizar la Base, se toma en cuenta el sector en el cual se genera la decisión de afectarla, independientemente de cuál sector entrega o recibe dinero del Banco de la República. Así por ejemplo, una operación de colocación de títulos en el mercado financiero privado genera una contracción de la Base y en la medida en que obedece a una decisión de política monetaria del Gobierno, sería una contracción explicada por el sector público.

En el segundo caso, que fue el adoptado en este trabajo, se clasifican las operaciones del Emisor según quién o qué sector recibe o entrega dinero al Banco. Así, la sectorización se hace de acuerdo con el destino de las operaciones que efectúa el Banco. Las operaciones de mercado abierto y el correspondiente pago de intereses, así sean una decisión que surge del sector público, afectan el crédito neto con el sector privado y por lo tanto se clasifican dentro de éste.

En segundo lugar, como es bien sabido, todas las operaciones del Banco de la República quedan registradas en su balance financiero. Este balance nos puede dar una idea de cómo se forman las obligaciones monetarias del Emisor o base monetaria. En una forma muy resumida se sabe que los

activos del Banco están conformados por las reservas internacionales (RI) y el crédito interno (CI), y los pasivos están conformados por los monetarios (PM) y los no monetarios (PNM). Los cambios en las reservas internacionales (RI) y en el crédito neto (CN) definen los cambios de la Base, aunque dichos cambios pueden ser neutralizados. Por ejemplo, un aumento en las reservas internacionales genera un aumento en la Base pero ese aumento se puede "esterilizar" por medio de la emisión de un pasivo no monetario que disminuye el crédito neto y en consecuencia la Base no aumenta.

Con la nueva metodología desarrollada en Correa y Alviar (1991) se puede analizar la estructura de las operaciones que se realizan entre el Banco de la República y los sectores institucionales, y clasificar dichas operaciones en los siguientes grupos:

- El sector privado, que se subdivide en financiero y no financiero.
- El sector público sin Banco de la República, que incluye Gobierno Central, Administraciones Públicas, Empresas industriales y comerciales del Estado y establecimientos financieros.
- El Banco de la República.

De esta manera se hace una separación de cada cuenta activa y pasiva según sea de naturaleza pública o privada.

A. Operaciones con el sector privado

Las cuentas activas con el sector privado incluyen las reservas internacionales generadas en las transacciones con el exterior por el mismo sector y el crédito neto. Este último se obtiene sumando los préstamos concedidos por el Banco al sector financiero y a algunas entidades del sector privado no financiero más los intereses pagados sobre las OMAS y deduciendo los pasivos que son en su mayoría operaciones con títulos del Emisor y se hacen a través del sistema financiero.

B. Operaciones con el sector público

Se han agrupado en tres grandes títulos. 1) La Moneda de Tesorería⁴. 2) Las Reservas Internacionales generadas por el sector público bien sea como resultado de operaciones corrientes o de capital con el exterior y 3) EL Crédito Neto que se obtiene a su vez de los préstamos concedidos a la Tesorería y al resto del sector público, más los traslados de la Cuenta Especial de Cambios (CEC) al Gobierno, más el pago de intereses sobre títulos con el sector público, deduciendo todos los pasivos que tiene el Banco con el sector oficial.

C. Operaciones del Banco de la República

En primer lugar, se tienen las cuentas externas que son de carácter activo que incluyen un rubro que hemos denominado "Devaluación" y que, como su nombre lo dice, recoge todo el efecto de la devaluación⁵ (ver Cuadro1). También se incluyen las reservas internacionales generadas en las operaciones del Banco con el exterior que generalmente son de carácter financiero como la contratación y servicio de líneas externas de crédito o las operaciones de inversión de reservas internacionales del país que también son ingresos de la CEC. Por otro lado, los pasivos del Banco constituidos por las Obligaciones externas de largo plazo, Resto de cuentas CEC, un rubro que hemos denominado "efecto precio de la devaluación sobre la valorización de los pasivos denominados en moneda extranjera del Banco de la República" (EVPME) y el rubro de "Otros pasivos" donde se han incluido los pasivos no especificados en otra parte y se toma como una cuenta de ajuste.

⁴ La Moneda de Tesorería realmente es un pasivo de la Tesorería General de la Nación, pero, por razones de contabilidad monetaria se entiende como una obligación del Banco de la República que tiene su contrapartida en una cuenta activa.

⁵ Es decir, el efecto de mayor valoración de las reservas en pesos por obra de la devaluación.

III. RESULTADOS DEL EJERCICIO

En términos generales puede decirse que el sector público ha sido expansionista de la Base en todo el período de estudio, aún si se excluye el Banco de la República. En efecto, el Cuadro 1 muestra los stocks y las variaciones de cada una de las cuentas en las cuales se ha desagregado la Base Monetaria por sector institucional. Así, si se consideran las operaciones de ambos sectores, público y privado, de manera consolidada, se observa que el sector público explica la totalidad de la expansión de la Base, en tanto que el sector privado muestra un comportamiento claramente contraccionista particularmente en 1989 y 1990.

A. El sector privado

Como se dijo más arriba, el sector privado tuvo un comportamiento claramente contraccionista de la Base. Este comportamiento, a su vez, está explicado por la evolución de las reservas internacionales generadas en el sector que, con excepción de 1990, han tenido una evolución decreciente, y por los pasivos del Emisor con el sector privado, particularmente las operaciones con títulos del Banco.

La variación negativa de las reservas producidas por el sector privado llegó a representar en 1989 1.4% del PIB, lo cual explicó el 33.4% de la contracción de la Base en el mismo año. En 1990 fueron los pasivos del Banco los que explicaron el 41.8% de la contracción (véanse Cuadros 2 y 4). Los pasivos no monetarios con entidades de fomento y las OMA's fueron los rubros más importantes dentro del total de pasivos con el sector privado.

B. El sector público

En 1990 las variaciones de la Base originadas en operaciones con el sector público representaron el 1.4% del PIB distribuido entre sector público como tal (1.3%) y Banco de la República (0.3%).

Cuadro 1. BASE MONETARIA

Origen de la base monetaria (Miles de millones de pesos)	Stocks					Variaciones absolutas			
	1986	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990
I. BASE MONETARIA(IV+V)	528.6	695.1	881.9	1150.3	1417.4	166.5	186.8	268.4	267.1
II. OPERACIONES SECTOR PUB. (A+B+C)	105.9	307.9	436.9	792.9	1020.3	201.9	129.0	356.0	227.4
A. Moneda de Tesorería	10.6	15.2	22.1	22.9	28.8	4.6	6.9	0.7	5.9
B. Reservas Internacionales	0.0	-25.5	83.2	256.8	294.4	-25.5	108.7	173.6	37.6
C. Crédito Neto (1+2+3+4)	95.3	318.1	331.5	513.2	697.1	222.8	13.4	181.7	183.9
1. Créditos	409.2	515.9	601.6	652.3	686.9	106.7	85.7	50.7	34.6
Tesorería	373.8	430.1	478.1	466.2	478.1	56.3	48.0	-11.9	11.9
Resto Sector Público	35.3	85.8	123.5	186.1	208.8	50.4	37.7	62.6	22.7
Acuerdos FODEX	35.3	85.8	123.5	186.1	208.8	50.4	37.7	62.6	22.7
Préstamos y Desc.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Traslados CEC	-2.0	-2.7	-2.7	84.3	194.3	-0.7	0.0	87.0	110.0
3. Intereses Tit. Canjeables	26.4	54.4	145.6	257.0	310.4	28.0	91.2	111.4	53.4
4. Pasivos	-338.3	-249.5	-413.0	-480.4	-494.5	88.8	-163.5	-67.4	-14.1
T.R.E.C.	87.3	89.9	59.9	57.8	69.9	2.6	-30.0	-2.1	12.1
T.R.E.N.	0.0	25.7	78.7	155.9	173.8	25.7	53.0	77.1	18.0
Ecopetrol	20.5	22.4	0.3	0.0	0.0	1.9	-22.1	-0.3	0.0
Títulos Partic. FNC	31.0	8.2	22.9	34.8	39.9	-22.8	14.7	11.9	5.1
Exceso liquidez FNC	0.0	0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.0	0.1
Títulos Canjeab. Res 23 y 71/84 J.M.	56.5	6.9	-9.5	34.5	-17.5	-49.6	-16.4	44.0	-52.0
Otros Títulos Participación	12.2	11.1	11.2	3.0	30.7	-1.1	0.1	-8.2	27.7
Disponibilidades Tesorería	130.8	85.1	34.4	45.4	79.5	-45.7	-50.7	11.0	34.1
Títulos Tesorería	0.0	0.0	215.1	149.0	118.1	0.0	215.1	-66.1	-30.9
III. OPERACIONES BCO. DE LA REPUB.	483.3	440.3	497.5	546.4	608.0	-43.0	57.2	48.9	61.6
A. Devaluación	675.6	843.7	1038.9	1356.6	1819.5	168.1	195.2	317.7	462.9
B. Reservas Internacionales (BP)	0.0	49.6	68.9	132.2	220.4	49.6	19.3	63.3	88.2
C. Oblig. externas largo plazo	-92.4	-122.1	-150.0	-187.1	-272.7	-29.7	-27.9	-37.1	-85.6
D. Resto cuentas CEC	-43.9	-125.0	-281.8	-487.4	-742.8	-81.1	-156.8	-205.6	-255.4
E. E.V.P.M.E*	0.0	-33.1	-48.3	-127.6	-239.1	-33.1	-15.2	-79.3	-111.5
F. Otros Pasivos B.R. (cuentas CEC)	-56.0 19.5	-172.8 73.4	-130.2 138.9	-140.3 146.2	-177.4 238.1	-116.8 53.9	42.6 65.5	-10.1 7.3	-37.0 91.9
IV. OPERACIONES SEC. PUB. TOTAL (II+III)	589.3	748.2	934.4	1339.3	1628.2	158.9	186.2	404.9	288.9

* Efecto precio de la devaluación sobre la valoración de los pasivos denominados en moneda extranjera del Banco de la República.

Entre 1988 y 1989 se produce un aumento significativo en la variación de las operaciones con el sector público. Este aumento, que en términos del PIB significó un cambio de 1.6% a 2.7%, se debió fundamentalmente al aumento en el Crédito Neto que pasó de \$13.4 a \$181.7 miles de millones, explicado a su

vez por los traslados de la CEC y el pago de intereses sobre títulos. Si se observan las operaciones del Banco de la República también se registra un aumento muy significativo tanto en la cuenta denominada Devaluación como en las propias reservas generadas por el Emisor (véase Cuadro 1).

Origen de la base monetaria (Miles de millones de pesos)	Stocks					Variaciones absolutas			
	1986	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990
V. OPERACIONES SECTOR PRIVADO	-60.6	-53.1	-52.5	-189.0	-210.8	7.5	0.6	-136.5	-21.9
A. Reservas Internacionales (BP)	0.0	-30.9	-51.2	-266.2	-73.4	-30.9	-20.3	-215.0	192.8
B. Crédito Neto	-60.6	-22.2	-1.3	77.2	-137.4	38.4	20.9	78.5	-214.7
1. Activos	304.0	363.9	434.0	515.6	558.0	59.9	70.1	81.6	42.4
SECTOR FINANCIERO	296.7	356.8	424.0	503.6	548.4	60.1	67.3	79.6	44.7
-Bancos	56.5	54.3	55.7	42.7	33.0	-2.1	1.4	-13.0	-9.7
-FAVI	35.6	44.2	31.4	46.6	8.6	8.6	-12.8	15.2	-38.0
-Entidades de Fomento	73.0	100.7	130.7	147.1	167.5	27.6	30.0	16.5	20.4
Corp. Financ	10.2	10.5	11.8	10.7	3.4	0.3	1.3	-1.1	-7.3
B.C.H	3.6	8.0	8.5	8.4	8.3	4.4	0.5	-0.1	-0.1
Fondo Garant. Sist. Finan.	29.4	36.3	45.9	52.9	64.4	7.0	9.5	7.1	11.5
Líneas externas	29.9	45.9	64.5	75.0	91.3	16.0	18.5	10.6	16.2
-Fondos Financieros	131.6	157.6	206.2	267.2	339.2	26.0	48.7	60.9	72.1
SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO	7.3	7.1	10.0	12.0	9.6	-0.2	2.8	2.0	-2.3
2. Intereses OMAS	21.8	66.4	74.4	100.9	207.0	44.6	8.0	26.5	106.1
3. Pasivos	-386.5	-452.5	-509.7	-539.3	-902.4	-66.0	-57.2	-29.6	-363.1
SECTOR FINANCIERO	176.0	210.6	261.2	299.6	421.8	34.6	50.6	38.4	122.2
Oblig. M.E Bancos	1.1	1.8	2.5	2.0	3.2	0.7	0.7	-0.5	1.2
Títulos R.28 y R.60/84	36.4	40.6	41.5	43.8	43.7	4.2	0.9	2.3	-0.2
Depósitos Entid Fomento	1.7	1.2	1.4	1.2	1.9	-0.4	0.2	-0.2	0.8
Pasivos no monet. entid.foment	115.6	146.2	182.8	231.3	300.1	30.6	36.5	48.5	68.8
Disponibilidades (FAVI)	21.2	20.7	33.0	21.4	73.0	-0.5	12.3	-11.6	51.6
Depósitos de Giro	61.9	84.5	125.3	128.7	157.8	22.6	40.8	3.3	29.2
Títulos del Banco de la República	148.6	152.1	116.9	102.5	311.7	3.5	-35.2	-14.4	209.2
Certificados de Cambio	34.8	19.6	24.2	41.7	61.1	-15.2	4.6	17.5	19.4
Tit. de Participación (OMAS)	37.0	107.2	62.3	43.2	253.6	70.2	-44.9	-19.1	210.4
Tit.Canjeables (OMAS)	70.8	20.7	25.1	11.1	-11.4	-50.1	4.4	-14.0	-22.5
Otros Canjeables	6.0	4.6	5.3	6.5	8.4	-1.4	0.7	1.2	1.9
OTROS PASIVOS S.PRIVADO									
NO FINANCIERO	0.0	5.3	6.3	8.5	11.1	5.3	1.0	2.2	2.6

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Antes de continuar con los resultados del ejercicio, es importante detenerse un poco en dos cuentas, que por sus efectos sobre la Base Monetaria y por su complejidad, merecen algunos comentarios. En primer lugar, hablamos de los traslados de la CEC. Como es bien sabido, la CEC desde su creación por medio del Decreto 444 de 1967, tenía por objetivo orientar recursos fiscales para atender las pérdidas cambiarias cuando se presentaran dificultades externas y las utilidades de esta cuenta eran incorporadas al Presupuesto como ingresos corrientes. A partir de 1974 los montos de

las utilidades fueron cada vez más grandes haciendo, no solo más vulnerables los ingresos corrientes sino más dependientes el manejo monetario de las condiciones externas. En 1983 se introdujo el primer cambio a la CEC prohibiéndose el traslado automático de los recursos de esta cuenta al Gobierno y se establecieron dos fondos administrados por el Banco, el FIP y el FEC cuyos ingresos provienen de las utilidades de la CEC y pasan a ser recursos de endeudamiento. En 1989 el nuevo Estatuto Orgánico del Presupuesto (Ley 38 de 1989) estableció que los traslados de la CEC al Gobierno

Cuadro 2. BASE MONETARIA (Variaciones)

Fuentes de expansión	Miles de millones de pesos				Porcentajes del PIB			
	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990
I. BASE MONETARIA BASE MONETARIA	166.5	186.8	268.4	267.1	1.9	1.6	1.8	1.3
II. OPERACIONES SECTOR PUBLICO (A+B+C)	201.9	129.0	356.0	227.4	2.3	1.1	2.4	1.1
A. Moneda Tesorería	4.6	6.9	0.7	5.9	0.1	0.1	0.0	0.0
B. Reservas Internacionales(BP)	-25.5	108.7	173.6	37.6	-0.3	0.9	1.2	0.2
C. Crédito Neto (1+2+3+4)	222.8	13.4	181.7	183.9	2.5	0.1	1.2	0.9
1. Créditos	106.7	85.7	50.7	34.6	1.2	0.7	0.3	0.2
2. Traslados CEC a/	-0.7	0.0	87.0	110.0	0.0	0.0	0.6	0.5
3. Intereses Tit. Canjeables	28.0	91.2	111.4	53.4	0.3	0.8	0.7	0.3
4. Pasivos	88.8	-163.5	-67.4	-14.1	1.0	-1.4	-0.4	-0.1
III. OPERACIONES BANCO REPUBLICA	-43.0	57.2	48.9	61.6	-0.5	0.5	0.3	0.3
A. Devaluación	168.1	195.2	317.7	462.9	1.9	1.7	2.1	2.2
B. Reservas Internacionales (BP)	49.6	19.3	63.3	88.2	0.6	0.2	0.4	0.4
C. Oblig. externas de largo plazo	-29.7	-27.9	-37.1	-85.6	-0.3	-0.2	-0.2	-0.4
D. Resto cuentas CEC b/	-81.1	-156.8	-205.6	-255.4	-0.9	-1.3	-1.4	-1.2
E. E.V.P.M.E*	-33.1	-15.2	-79.3	-111.5	-0.4	-0.1	-0.5	-0.5
F. Otros Pasivos B.R	-116.8	42.6	-10.1	-37.0	-1.3	0.4	-0.1	-0.2
IV. OPER. SECT. PUBLICO TOTAL (II +III)	158.9	186.2	404.9	288.9	1.8	1.6	2.7	1.4
V. OPERACIONES SECTOR PRIVADO (A+B)	7.5	0.6	-136.5	-21.9	0.1	0.0	-0.9	-0.1
A. Reservas Internacionales (BP)	-30.9	-20.3	-215.0	192.8	-0.4	-0.2	-1.4	0.9
B. Crédito Neto	38.4	20.9	78.5	-214.7	0.4	0.2	0.5	-1.0
1. Activos B.R.	59.9	70.1	81.6	42.4	0.7	0.6	0.5	0.2
2. Intereses OMAS	44.6	8.0	26.5	106.1	0.5	0.1	0.2	0.5
3. Pasivos B.R.	-66.0	-57.2	-29.6	-363.1	-0.7	-0.5	-0.2	-1.8

* Efecto precio de la devaluación sobre la valoración de los pasivos denominados en moneda extranjera del Banco de la República. a/ Pagos a la Tesorería sobre el saldo de la CEC.

b/ Variaciones del saldo FIP y FEC más traslados al gobierno, más intereses sobre títulos canjeables.

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

serían recursos de capital en el porcentaje que determine la Junta Monetaria. Dos efectos de esta última disposición se pueden observar en el Cuadro 2 donde efectivamente en 1989 y 1990 se registraron traslados considerables de la CEC al Gobierno.

En segundo lugar, se tiene el pago de intereses sobre Títulos emitidos por el Banco tanto al sector público como al privado. EL pago de estos intereses se hace con cargo a la CEC.

En el ejercicio se puede observar claramente

(véanse Cuadros 1 y 2) el impacto que las dos cuentas que se acaban de mencionar han tenido sobre la expansión de la Base. Si bien es cierto que los créditos a la Tesorería y al Resto del sector público han presentado una disminución en los últimos cuatro años advirtiendo un manejo cauteloso de la política monetaria y fiscal en cuanto a que no se ha agravado el financiamiento del déficit fiscal con emisión, también es cierto que los traslados de la CEC y el pago de intereses, que realmente son pura emisión, han explicado en 1989 y 1990 más del 20% de toda la expansión y casi la totalidad de la variación neta de la Base.

Por el contrario, los créditos a la Tesorería y al resto del sector público solo participan con el 5.5% y el 3.05% de la expansión en 1989 y 1990 respectivamente.

Aunque el manejo monetario no se ha visto perturbado por exigencias de emisión para financiar el déficit fiscal, preocupa que los montos de pagos de intereses sobre títulos se constituyan en una forma encubierta de emisión.

C. El Banco de la República

Es importante hacer algunos comentarios sobre la cuenta que se ha denominado Devaluación. Para

comenzar vale la pena recordar que las reservas internacionales en pesos aumentan por el efecto que hemos llamado "valoración", es decir el efecto de la devaluación del tipo de cambio sobre las reservas en dólares. Una parte de este efecto valoración es generado en las ganancias por la compra-venta de divisas, las cuales conforman parte de los ingresos de la CEC. En principio, esto no debe causar expansión monetaria porque estos activos tienen como contrapartida pasivos no monetarios por el mismo monto. El efecto de la devaluación explicó aproximadamente el 30% de la expansión de la Base entre 1987 y 1989. En 1990 su contribución llegó al 41% (véanse Cuadros 3 y 4).

Cuadro 3. BASE MONETARIA (Miles de millones de pesos)

Fuentes de expansión y contracción:	1987		1988		1989		1990	
	E	C	E	C	E	C	E	C
I. OPERACIONES SECTOR PUBLICO (A+B+C)								
A. Moneda Tesorería	4.60		6.90		0.70		5.90	
B. Reservas Internacionales		25.50	108.70		173.60	37.60		
C. Crédito Neto (1+2+3+4)								
1. Créditos	106.70		85.70		50.70		34.60	
2. Traslados CEC a/		0.80			87.00		110.00	
3. Intereses Tit. Canjeables	27.90		91.30		111.40		53.50	
4. Pasivos	88.80			163.50		67.40		14.10
II. OPERACIONES BANCO REPUBLICA								
A. Devaluación	168.10		195.20		317.70		462.90	
B. Reservas Internacionales (BP)	49.60		19.30		63.30		88.20	
C. Oblig. externas de largo plazo		29.70		27.90		37.10		85.50
D. Resto cuentas CEC b/		81.10		156.80		205.60		255.40
		33.1		15.2		79.3		111.5
E. Otros pasivos B.R.		116.80	42.60			10.10		37.00
III. OPER. SECT. PUBLICO TOTAL (I +II)								
IV. OPERACIONES SECTOR PRIVADO (A+B)								
A. Reservas Internacionales (BP)		30.90		20.30		215.00	192.80	
B. Crédito Neto								
1. Activos B.R.	59.90		70.10		81.60		42.40	
2. Intereses OMAs	44.60		7.90		26.50		106.00	
3. Pasivos B.R.		66.00		57.20		29.60		363.10
V. TOTAL	550.2	383.9	627.7	440.9	912.5	644.1	1133.9	867
	E-C=	166.3	E-C=	186.8	E-C=	268.4	E-C=	267.3

E: Expansión C: Contracción

Fuente: Cuadro 1.

Cuadro 4. BASE MONETARIA (Participación %)

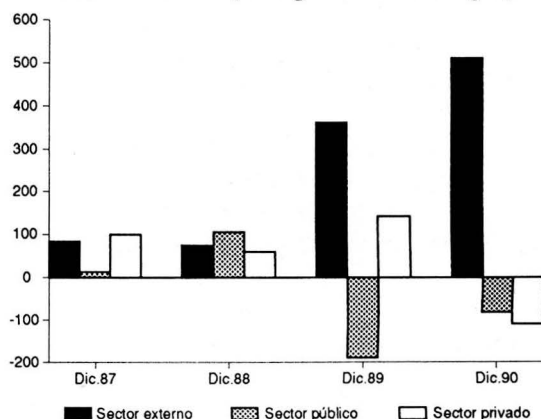
Fuentes de expansión y contracción:	1987		1988		1989		1990	
	E	C	E	C	E	C	E	C
I. OPERACIONES SECTOR PUBLICO (A+B+C)								
A. Moneda Tesorería	0.84		1.10		0.08		0.52	
B. Reservas Internacionales		6.64	17.32		19.02		3.32	
C. Crédito Neto (1+2+3+4)								
1. Créditos	19.39		13.65		5.56		3.05	
2. Traslados CEC		0.21			9.53		9.70	
3. Intereses Tit. Canjeables	5.07		14.55		12.21		4.72	
4. Pasivos	16.14			37.08		10.46		1.63
II. OPERACIONES BANCO REPUBLICA								
A. Devaluación	30.55		31.10		34.82		40.82	
B. Reservas Internacionales (BP)	9.01		3.07		6.94		7.78	
C. Oblig. externas de largo plazo		7.75		6.33		5.76		9.86
D. Resto cuentas CEC		21.16		35.56		31.92		29.46
E. E.V.P.M.E*		8.64		3.45		12.31		12.86
F. Otros Pasivos B.R		30.47		6.79		1.57		4.27
III. OPER. SECT. PUBLICO TOTAL (I + II)								
IV. OPERACIONES SECTOR PRIVADO (A+B)								
A. Reservas Internacionales (BP)		8.06		4.60		33.38		17.00
B. Crédito Neto								
1. Activos B.R.	10.89		11.17		8.94		3.74	
2. Intereses OMAs	8.12		1.26		2.90		9.35	
3. Pasivos B.R.		17.22		12.97		4.60		41.88
V. TOTAL	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

E: Expansión C: Contracción

Fuente: Cuadro 3.

Por el lado de los pasivos del Banco, el Resto de Cuentas CEC participó en 1990 con el 29.5% de la contracción de la Base. En 1988 había logrado la mayor contribución con un 35%. Las Obligaciones externas de largo plazo del Banco volvieron a ser importantes en 1990 al explicar el 9.8% de la contracción de la Base luego de mostrar una tendencia decreciente en los años anteriores.

En el Cuadro 5 y los Gráficos 1 y 2 se puede observar la diferencia de los resultados cuando se miran los cambios de la Base con metodologías diferentes. En efecto, cuando no se disponía de la desagregación de las reservas por sector institucional, el comportamiento del sector públi-

Gráfico 1. FUENTES DE EXPANSION DE LA BASE MONETARIA (Antigua metodología)

Cuadro 5. BASE MONETARIA (Antigua metodología)

Origen de las variaciones (Miles de millones)	1987		1988		1989		1990	
	Jun	Dic	Jun	Dic	Jun	Dic	Jun	Dic
A. Moneda tesorería	1.06	3.54	3.24	3.67	0.66	0.06	2.30	3.60
B. Sector externo	32.67	83.12	220.38	74.95	-40.35	364.20	200.65	510.02
C. Sector público	114.49	13.14	-255.12	106.87	104.07	-190.73	-73.26	-80.90
D. Sector financiero	-80.90	106.36	-17.17	33.87	-95.87	137.05	-92.76	15.27
E. Sector privado no financiero	-46.00	-4.83	-40.52	26.41	-39.15	5.41	-146.44	-125.59
F. Otros activos y pasivos del B de la R	-33.05	-23.11	83.00	-52.82	6.28	16.81	1.26	52.93
Total sector privado	-126.89	101.526	-57.697	60.282	-135.02	142.461	-239.21	-110.32

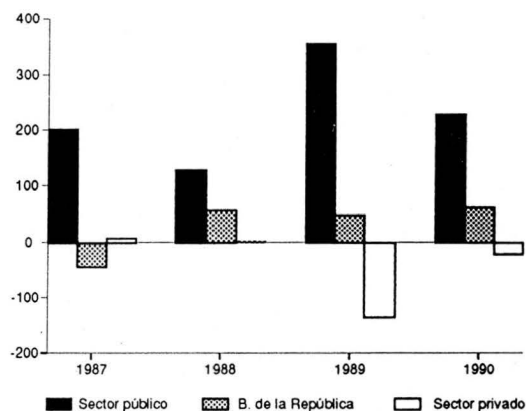
Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

co y privado en términos de la contribución a los cambios de la Base es bien distinto. El Gráfico 1 muestra cómo el sector público era aparentemente contraccionista de la Base en 1989 y 1990 mientras que con la nueva metodología resulta claro que su comportamiento es en realidad expansionista. Este cambio se debe a que en la nueva metodología las reservas internacionales hacen parte de las cuentas activas y por lo tanto tienen en cuenta la contribución neta de cada uno de los sectores institucionales. Del mismo modo, en el sector privado, con la antigua metodología se tenía un comportamiento expansionista de la Base en 1989. Si se observa la nueva metodología, la variación negativa de las reservas generadas en el sector privado más que compensa esa expansión y por lo tanto se convierte en un efecto contraccionista de la Base Monetaria.

IV. CONSIDERACION FINAL

En primer lugar, la sectorización de la Base Monetaria, con la nueva metodología, permite conocer la contribución neta de cada uno de los sectores a la expansión o contracción de la Base, permitiendo, a su vez, la posibilidad de desarrollar análisis más acertados del comportamiento de los cambios en la Base y de la política monetaria.

Los resultados del ejercicio desarrollado para el

Gráfico 2. FUENTES DE EXPANSION DE LA BASE MONETARIA (Nueva metodología)

período comprendido entre 1987 y 1990, corroboran la importancia de la sectorización de la Base según sea el sector público o privado quien genere los cambios en ésta. Las diferencias entre la metodología tradicional y la nueva sectorización de la Base que se ilustran en los Gráficos 1 y 2, muestran las bondades de la nueva metodología para analizar los cambios en la Base Monetaria. Como se pudo observar, las reservas internacionales generadas en el sector privado hicieron que la contribución neta de este sector a los cambios en la Base fuera realmente contraccionista entre 1987 y 1989 y no expansionista como aparecía con la antigua metodología.

De otro lado, resulta interesante disponer del mayor nivel de desagregación de las operaciones que realiza el Banco de la República con los diferentes sectores, porque se puede analizar el comportamiento de distintas cuentas cuyos montos y evolución deben poner alerta a las autoridades moneta-

rias ya que algunas de ellas resultan ser formas encubiertas de emisión primaria y obviamente van en contravía de la política antiinflacionaria como es el pago de intereses sobre Títulos con cargo a la CEC.