
ESTADÍSTICAS MONETARIAS

JORGE MARSHALL SILVA

1. INTRODUCCION

Todo individuo, empresa, sector económico o país tiene diferencias entre sus ingresos y consumo o entre su producción y gastos. Esto da origen a la necesidad de obtener financiamiento o de disponer de alguna manera de los excedentes. Estas últimas decisiones no son independientes de las de producción y de gastos o de las de obtener ingresos y consumir. De modo que las decisiones de carácter financiero influyen sobre las que afectan al sector real y la mayor parte de las veces se toman conjuntamente. La unidad económica de decisión determina una forma ideal de composición de activos y pasivos y hacia allá dirige su actividad. Cuando tratamos de agregados, como lo haremos aquí, no estamos refiriendo a la resultante de un sinnúmero de decisiones de unidades económicas, y así podremos, para cada sector en que hayamos dividido la economía, establecer si tiene exceso de ahorro sobre inversión o viceversa. En el primer caso será un oferente neto de recursos financieros y en el otro un demandante neto de los mismos.

Los cuadros de fuentes y usos de fondos —que contienen una cierta sectorización de la economía— nos indican el monto de esos excedentes para cada sector y a qué otro sector financian o de qué otro sector reciben financiamiento. Esto se indica no solamente por las cantidades globales, sino que también por la forma que toma el financiamiento o la manera en que se realiza la inversión financiera (depósito bancario, bono o acción, título hipotecario o del gobierno, préstamos, monedas o títulos extranjeros, etc.). De este modo se puede tener un panorama de las más importantes transacciones financieras que ocurren entre los distintos sectores, identificar qué sectores requieren y cuáles pueden proveer financiamiento, y, además, de los instrumentos o forma que las unidades o sectores económicos prefieren que estos financiamientos tengan.

Si las cuentas se presentan en forma abierta y no las posiciones acreedoras netas, es posible ver que las unidades económicas mantienen posiciones mezcladas y que son al mismo tiempo acreedores y deudores, a veces del mismo sector, como el cliente de un banco que tiene deudas y depósitos a la vista y a plazo en la misma institución. Un conocimiento detallado de todas estas relaciones que sería enormemente útil para propósitos

de política y para que las instituciones que constituyen el mercado de capitales conozcan cuáles son las formas de títulos financieros que deben ofrecer a los ahorrantes y los financiados que requieren los deudores, es generalmente difícil y costoso de obtener, porque solamente algunas instituciones proporcionan balances completos de sus actividades que indiquen la composición de sus activos y pasivos y de los deudores o acreedores respectivos. Es por este motivo que solamente unos pocos países desarrollados disponen de estas estadísticas en forma continuada y pronta, de modo que pueda ser útil para objetivos de política.

Debemos también hacer una observación que conviene que tengan presente los usuarios de estas estadísticas. Ella se aplica igual a las fuentes y usos de fondos como a las estadísticas bancarias, que discutiremos más adelante. Los cambios en las posiciones de activos y pasivos de un sector respecto a otro no coinciden necesariamente con qué sector está financiado y a cuál se está proporcionando el financiamiento. El sector industrial para obtener recursos financieros puede vender al sector bancario, títulos emitidos por el gobierno y que adquirió con anterioridad. Esto altera la posición de activos del sistema bancario respecto del gobierno, sin que necesariamente haya ocurrido en dicho período ningún financiamiento al gobierno. De modo que la utilización de los cambios en los activos y pasivos de los sectores debe usarse con cautela para decidir qué sector está proporcionando financiamiento a cuál.

Las estadísticas monetarias y bancarias, que forman parte propiamente de un cuadro de fuentes y usos de fondos, son parte muy importante del total del sector financiero. En muchos países, probablemente fuera de los sectores informales, el sistema bancario es el principal y tal vez el único componente del sector financiero. Este se encuentra sujeto a regulación estatal y tiene que elaborar informes financieros y balances periódicos de todas sus actividades. Es el sector que crea en la economía el dinero concebido como medio de pago. No es del caso entrar aquí a reseñar la evolución histórica del dinero, pero en casi todas las sociedades actuales, el dinero es un pasivo bancario. Pasivo del Banco Central, en la parte en que está constituido por billetes y monedas de circulación y pasivos de los bancos comerciales, en la parte que el dinero está formado por depósitos que se transfieren mediante el giro de cheques. Es posible pensar que al sector monetario, así definido, se agreguen otras instituciones financieras, cuyos pasivos no son medios de pagos, pero son suficientemente líquidos como para quedar incluidos dentro de los conceptos de cuasidinero y constituir así agregados M_2 , M_3 , etc.

Al pensar en las estadísticas de carácter más restringido que desarrollaremos a continuación, uno puede visualizar la industria bancaria como una propia de intermediación, que transforma obligaciones o deudas que no son medios de pago por sus propias deudas, que sí son medios de pagos, y por esta transformación cobra una remuneración en la forma de interés o de diferencial de interés, si se abonan intereses a los depósitos en cuenta corriente. Pero, como los pasivos del sistema monetario constituyen dinero o cuasi-dinero, la expansión de este sector no puede ser ilimitada, ya que de otro modo produciría o acentuaría presiones de carácter inflacionario. Los gobiernos de todos los países han creado instituciones de carácter oficial o semioficial, cuyo objeto es regular los medios de pagos, sus cantidades y/o costo, con el objeto de mantener la estabilidad del poder de compra del dinero.

En lo que sigue a continuación seguiremos el plan siguiente. Desarrollaremos dos modelos estadísticos de carácter abstracto para explicar la estructura de las cuentas del

sistema monetario y los procesos mediante los cuales se generan el dinero y los demás agregados monetarios. El primero será de carácter general y el segundo contendrá las clasificaciones y terminología en uso en nuestro país. En seguida haremos un breve recuento de la racionalidad de la clasificación de las estadísticas monetarias elaboradas por el Fondo Monetario y algunos de los problemas que ellos presentan. Por último aplicaremos un modelo del Fondo para presentar las cuentas de las autoridades monetarias (Banco Central), de los bancos creadores de dinero (Bancos comerciales, del Estado y Bancos extranjeros); y una consolidación de todas estas instituciones en un Panorama Monetario, que contenga las diferentes definiciones del dinero (como pasivos del sistema consolidado) y las operaciones, activos que le dan origen. Un paso más, nos llevará a incluir, en un esquema similar, a las demás instituciones financieras¹, y proceder a una consolidación con el sistema monetario para presentar un "Panorama financiero" como lo hacen las Estadísticas Financieras Internacionales² del F.M.I. cuando es posible obtener las informaciones pertinentes. Se tratará de desarrollar esto en un capítulo que contenga cuentas de fuentes y usos de fondos para todos los sectores de la economía, de los cuales tanto el sector monetario, como el resto del sector financiero, serán integrantes. La separación de los dos sectores no es fácil porque muchas instituciones financieras tienen algunos depósitos a la vista (la existencia de estos pasivos como parte importante de los pasivos totales, es lo que hace clasificar a una institución como banco creador de dinero) y porque en el caso de muchos países (Chile, por ejemplo) los pasivos en la forma de depósitos a plazo, de ahorro, certificados de depósito, superan al monto de los depósitos a la vista.

2. MODELO DE LAS CUENTAS DEL SECTOR MONETARIO²

El siguiente es un modelo que puede utilizarse para conocer la estructura de las estadísticas monetarias, la derivación de los multiplicadores del dinero y para proyectar (bajo ciertos supuestos) la variación de los distintos componentes del sistema monetario.

Se supondrá que hay una autoridad monetaria (el Banco Central) y un conjunto de bancos creadores de dinero (que tienen una parte importante o significativa de sus pasivos como parte de los medios de pago). También se supondrá que en el sistema hay dos clases de depósitos (a la vista y a plazo) sujetos a diferentes tasas de encaje. El banco Central solamente tiene pasivos sobre el exterior y ellos son todos de corto plazo, de modo que activos menos pasivos externos son iguales a las Reservas Internacionales Netas (y la variación en un período igual al superávit o déficit de la Balanza de Pagos).

A continuación se indican los símbolos utilizados:

¹ Ellas comprenden entidades especializadas de crédito, bancos hipotecarios y de Fomento, instituciones de ahorro y préstamo, financieras, fondos de pensiones, seguro, fondos mutuos, etc.

² Desarrollado en un curso en 1975 con el Dr. Ignacio Tandeciarz para los funcionarios del Departamento Técnico del Banco Central del Ecuador.

B	=	billetes y monedas fuera de los bancos	+ ME (especies monetarias en circulación)
D'	=	depósitos a la vista	
D''	=	depósitos a plazo	
T	=	relación de D'' a D'	$D'' = \tau D'$
X	=	relación de B a D'	$B = X D'$
R _v	=	reserva que los bancos mantienen contra depósitos a la vista	
β'	=	coeficiente de encaje de depósitos a la vista	
R _p	=	reserva que los bancos mantienen contra depósitos a plazo	
β''	=	coeficiente de encaje sobre depósitos a plazo	
R _e	=	excedente de reservas o de encaje	
E	=	Pasivos monetarios del Banco Central (Emisión o Base monetaria)	
M	=	dinero	
M ₀	=	Oferta monetaria = (B + D')	
CI	=	Crédito interno total (Bco. Central más Bcos. Comerciales)	
CI'	=	Crédito interno del Banco Central	
CI''	=	Crédito interno de los bancos comerciales	
Cg	=	Crédito al gobierno	
Dg	=	Depósitos del gobierno	
RIN	=	Reservas internacionales netas (Activos menos pasivos ³ sobre el exterior)	

El modelo se desarrollará en términos de variaciones de los componentes de los balances de un período determinado, digamos un año.

Existen 4 relaciones:

- 1) $\Delta R_v = \beta' \Delta D'$ Variación de las reservas sobre depósitos a la vista.
- 2) $\Delta R_p = \beta'' \Delta D''$ Variación de las reservas sobre los depósitos a plazo.
- 3) $\Delta B = X \Delta D'$ Relación de billetes a depósitos en el dinero.
- 4) $\Delta D'' = \tau \Delta D'$ Relación de depósitos a plazo a depósitos a la vista.

De los coeficientes anteriores β' y β'' son conocidos, ya que los determina la ley o la autoridad monetaria; X lo determina el público, pero la autoridad monetaria puede establecer con bastante precisión su valor probable, ya que no experimenta cambios bruscos en períodos cortos de tiempo. τ en cambio, puede exhibir mucha variabilidad; y en lugar de confiar en estimaciones basadas en datos históricos, a veces habrá que recurrir al conocimiento apriorístico de los economistas familiarizados con las variables monetarias.

Tenemos, también, dos definiciones

$$5) \Delta E = \Delta B + \Delta R_v + \Delta R_p + \Delta R_e$$

La variación en la emisión es la suma de las variaciones de los billetes y monedas fuera de los bancos más el cambio de efectivo o reservas (obligaciones monetarias del Banco Central) en poder de los bancos creadores de dinero.

³ De corto plazo o con respecto al Fondo Monetario Internacional.

Para simplificar los desarrollos, podemos suponer que $Re = \Delta Re = 0$, es decir, que los bancos no mantienen exceso de reservas. Y

$$6) \Delta Mo = \Delta B + \Delta D'$$

Esta es la definición de la variación de la oferta monetaria, en sentido estricto, M_1 . Existen, además, dos igualdades de balance:

$$7) \Delta E = \Delta RIN + \Delta CI' - \Delta Dg$$

$$8) \Delta D' + \Delta D'' = \Delta CI'' + \Delta Rv + \Delta Rp$$

Estas ecuaciones señalan las variaciones en los balances del Banco Central y, la segunda, las de los bancos comerciales.

Los depósitos del gobierno se han colocado en forma separada aunque generalmente el crédito al gobierno se computa en forma neta, crédito menos depósitos.

Hay ocho variables endógenas

$$\Delta Rv, \Delta Rp, \Delta D', \Delta D'', \Delta B, \Delta Mo, \Delta CI'' \text{ y } \Delta E$$

Se supone que

$$\Delta RIN$$

$$\Delta CI'$$

$$\text{y } \Delta Dg$$

están dados exógenamente.

ΔRIN se puede obtener independientemente de una proyección de la balanza de pagos

ΔDg es resultado de la realización del presupuesto fiscal y

$\Delta CI'$ es una variable instrumental de la política del Banco Central.

El crédito interno del Banco Central y el de los Bancos Comerciales puede obtenerse de las ecuaciones 7) y 8).

$$\Delta CI' = \Delta E - \Delta RIN + Dg$$

$$\Delta CI'' = \Delta D' + \Delta D'' - \Delta Rv - \Delta Rp$$

El crédito interno total es

$$\Delta CI = \Delta CI' + \Delta CI''$$

y recordando la definición de la emisión, según (5)

$$\Delta E = \Delta B + \Delta Rv + \Delta Rp + \Delta Re$$

en que hemos supuesto que $\Delta Re = 0$ se pueden sumar las dos variables del crédito que resultan de las ecuaciones anteriores y tendremos $\Delta CI = \Delta CI' + \Delta CI'' = \Delta B + \Delta Rv + \Delta Rp - \Delta RIN + \Delta Dg + \Delta D' + \Delta D'' - \Delta Rv - \Delta Rp$

y

$$(9) \Delta CI = \Delta B + \Delta D' + \Delta D'' - \Delta RIN + \Delta Dg$$

(9) expresa los cambios del crédito interno en el balance consolidado del Banco Central y de los bancos comerciales.

De la ecuación (5) y de las relaciones definidas (1), (2), (3) y (4), se tiene

$$\begin{aligned}\Delta E &= X\Delta D' + \beta'\Delta D' + \tau\beta''\Delta D' \\ \Delta E &= (X + \beta' + \tau\beta'')\Delta D'\end{aligned}$$

$$\text{y } \Delta D' = \frac{1}{X + \beta' + \tau\beta''} \Delta E$$

$$\text{Si hacemos } (X + \beta' + \tau\beta'') = \alpha$$

y de la ecuación (7) que da el valor de la variación de la emisión,

$$\Delta E = \Delta RIN + \Delta CI' - \Delta Dg$$

y llamamos a esta variación con la letra A

$$\Delta E = A$$

$$\Delta D' = \frac{1}{\alpha} A \text{ De las demás relaciones resultan de inmediato}$$

$$\Delta D'' = \frac{\tau}{\alpha} A$$

$$\Delta R_v = \frac{\beta'}{\alpha} A$$

$$\Delta R_p = \frac{\beta''\tau}{\alpha} A$$

$$\Delta B = \frac{X}{\alpha} A$$

$$\Delta M_o = \frac{1+X}{\alpha} A$$

$$\text{De la ecuación (9) tenemos que } \Delta CI = \frac{1+X+\tau}{\alpha} A - \Delta RIN + \Delta Dg$$

$$\text{y } \Delta CI'' = \Delta CI - \Delta CI'$$

$$\Delta CI'' = \frac{1+X+\tau}{\alpha} A - \Delta RIN + \Delta Dg - \underbrace{(A - \Delta RIN + \Delta Dg)}_{\Delta CI'}$$

$$\Delta CI'' = \left(\frac{1+X+\tau}{\alpha} - 1 \right) A$$

De este modo se determinan las 8 variables endógenas.

Podemos ver, ahora, algunos multiplicadores

$$\text{a) } \frac{\Delta M_o}{\Delta E} = \frac{1+X}{\alpha} = \frac{1+X}{(X+\beta'+\tau\beta'')}$$

$$b) \frac{\Delta Mo}{\Delta CI'} = \frac{\frac{1+X}{\alpha} A}{\Delta CI'} = \frac{1+X}{\alpha} \frac{\Delta RIN - \Delta Dg + \Delta CI'}{\Delta CI'}$$

en que el numerador en la fracción dentro del paréntesis cuadrado es igual a $A = \Delta E$.

El impacto del crédito interno del Banco Central sobre la oferta monetaria depende de la posición de la balanza de pagos y de los depósitos del gobierno. Además de los coeficientes X , β' , β'' y τ que están incluidos en α . Por lo general se puede esperar que

$$\frac{1+X}{\alpha} > 1$$

A esto se reduce el multiplicador del crédito interno del Banco Central si $\Delta RIN = \Delta Dg = 0$.

c) Multiplicador del crédito total

$$\frac{\Delta CI}{\Delta CI'} = \frac{\frac{1+X+\tau}{\alpha} A - \Delta RIN - \Delta Dg}{\Delta CI'}$$

$$\frac{\Delta CI}{\Delta CI'} = \frac{1+X+\tau}{\alpha} \frac{\Delta RIN - \Delta Dg + 1}{\Delta CI'} - \frac{\Delta RIN + \Delta Dg}{\Delta CI'}$$

Si $\Delta RIN = \Delta Dg = 0$

$$\frac{\Delta CI}{\Delta CI'} = \frac{1+X+\tau}{\alpha}$$

El multiplicador del crédito es mayor que el multiplicador monetario.

$$\frac{\Delta CI}{\Delta CI'} = \frac{1+X+\tau}{\alpha} > \frac{1+X}{\alpha} = \frac{\Delta Mo}{\Delta CI'}$$

El modelo anterior se puede sintetizar en sus elementos cuantitativos en los dos balances esquemáticos que siguen y en su consolidación en el tercer balance del Sistema Monetario.

Las partidas R_v , R_p y R_e que están en los pasivos del Banco Central y en los activos de los bancos comerciales deben desaparecer en la consolidación.

Desde los activos del Banco Central se ha colocado una línea hacia los pasivos de los bancos comerciales que une (CI_R) incluido en CI' y que es el crédito del Banco Central al sistema bancario con ($Ad \cdot Bc \cdot C$) adeudado al Banco Central. Estas partidas que desaparecen en la consolidación (están entre paréntesis) no aparecen, ni han sido discutidas en el modelo.

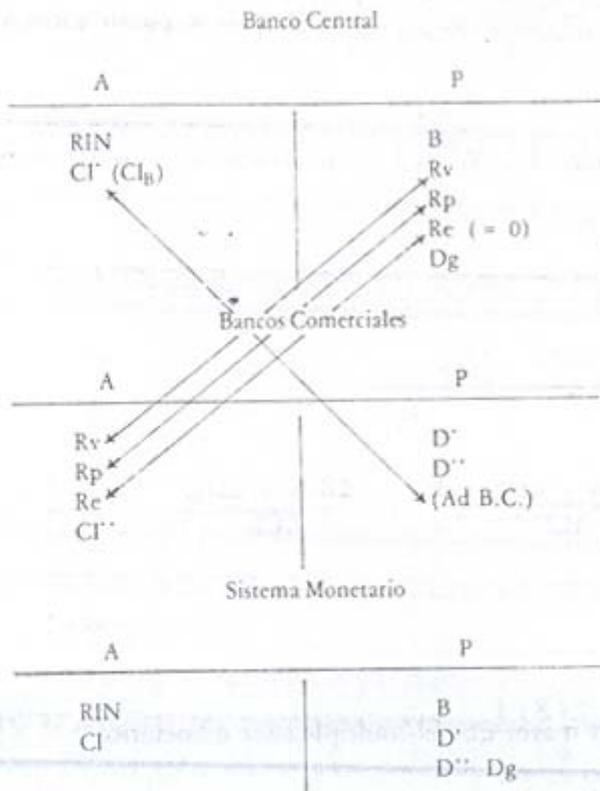
Dijimos que lo más probable es que la fracción $\frac{1+X}{\alpha} > 1$

Si los billetes y monedas fuera de los bancos son un 40% del total de M_1 , el valor de

$X = B/D \approx 0,66$ y $1 + X = 1,66$. En cuanto al denominador, supongamos que B' sea 20% y $\beta'' = 8\%$. Con un incremento de los depósitos a plazo 3 veces los de los depósitos a la vista, $\tau = 3$, tendríamos

$$\frac{1 + X}{\alpha} = \frac{1,66}{0,66 + 0,20 + 3 \times 0,08} = \frac{1,66}{1,10} = 1,51$$

Si τ fuera igual a 2, el multiplicador sería igual a 1,6.



Otro modelo⁴, que se desarrolla a continuación, tiene la ventaja de que las variables son más consonantes con las estadísticas monetarias chilenas.

La siguiente presentación buscará de un modo sintético presentar el sistema monetario a través de cuentas T. Un agente monetario cualquiera tendrá activos y pasivos nacionales y extranjeros, en moneda nacional e internacional. Deberá cumplirse con la regla contable de igualdad de débitos y créditos.

⁴ Esta parte ha sido desarrollada por un Seminario de Tesis y está basada en un trabajo de Hugo Mena, ex-funcionario del Banco Central.

1) Tomando en primer término al Banco Central, cuyo balance refleja sus operaciones como autoridad monetaria, es decir: crédito interno y operaciones con el exterior, es decir, operaciones con los no residentes, las que deben distinguirse de las operaciones documentadas en moneda extranjera con residentes.

Banco Central

AE	PE
CI	C
PBC	R
OA	OP
	K

- | | | | | | |
|-----|---|--|----|---|---|
| AE | : | activos externos | PE | : | pasivos externos |
| CI | : | crédito interno al sector no financiero | C | : | circulante |
| OA | : | otros activos | R | : | Encaje de Bancos Comerciales (voluntario y obligatorio) |
| PBC | : | préstamos del Bco. Central al sistema bancario | K | : | capital |
| OP | : | otros pasivos | | | |

Se dará entonces que:

$$a) AE + CI + PBC + OA = PE + C + R + OP + K$$

2) El segundo agente monetario analizado será el Sistema Bancario, que incluye a los Bancos Comerciales, al Banco del Estado y las Financieras⁵. En el caso del Banco del Estado se le considera separado de las otras instituciones para la evaluación de medidas de política, no así en este análisis contable.

Balance Sistema Bancario

AE'	PE'
CR	D _i
	D _g
R	Q
	OP'
OA'	PBC
	K'

⁵ Se las considerará en el caso chileno como creadoras de dinero.

- AE' : activos externos sistema bancario
- PE' : pasivos externos sistema bancario
- CR : créditos otorgados por el sistema bancario
- D_l : cuentas corrientes
- D_g : depósitos gobierno
- R : encaje o reservas
- Q : cuasidinero o depósitos con un menor grado de liquidez
- OA' : otros activos sistema bancario
- OP' : otros pasivos sistema bancario
- PBC : préstamos otorgados por el Bco. Central al sistema bancario
- K' : capital sistema bancario

También se cumplirá que:

$$b) AE' + CR + R + OA' = PE' + D_l + D_g + Q + PBC + OP' + K'$$

Es necesario recordar que también existen las operaciones interbancarias, es decir depósitos y colocaciones interbancarias, que se anulan al consolidar el sistema porque representan activos y pasivos en forma simultánea.

3) El tercer punto mostrará el sistema monetario, que es un ente que consolida a la autoridad monetaria, a los bancos comerciales y a las financieras.

Sistema Monetario	
AE''	PE''
CR	C
CI	D _l
OA''	D _g
	Q
	OP''
	K''

$$c) AE'' + CR + CI + OA'' = PE'' + C + K'' + D_l + D_g + Q + OP''$$

Se elimina PBC y R porque constituyen activos y pasivos a la vez.

- AE'' : activo externo sistema monetario
- CI - CR : créditos otorgados por el sistema monetario
- PE'' : pasivo externo sistema monetario
- OA'' : otros activos sistema monetario
- OP'' : otros pasivos sistema monetario
- K'' : capital sistema monetario

Ahora tomaremos los resultados de las igualdades contables de los balances del Banco Central y sistema monetario para obtener algunos conceptos y relaciones básicas.

$$a') C + R = AE - PE + CI + OA + PBC - OP - K$$

Primero, del Balance del Banco Central, según la ecuación a') podemos obtener la siguiente relación:

$$C + R = E$$

E = emisión o base monetaria

E, estará afectada por las diferentes operaciones. La emisión crecerá por aumentos en Activos Externos, por los créditos que otorgue el Banco Central al sector no financiero, por ejemplo al Fisco, o también los créditos a los bancos comerciales (PBC) que podrían reflejarse a través de operaciones de redescuento, por ejemplo.

En segundo lugar, de la ecuación c) del balance monetario podemos determinar un concepto de oferta monetaria, que surge de los activos y pasivos del sistema monetario.

Primero, se tomará la oferta de dinero como $M_1 = C + D_1$, conocida como la definición de dinero privado en sentido estricto y sobre la cual existe un cierto consenso. Esta no es la única definición de oferta, habrá también otras.

$$d) C + D_1 = AE'' - PE'' + CI + CR + OA'' - Dg - Q - OP'' - K''$$

M_1 , representa la oferta de dinero de mayor liquidez, es decir, es posible encontrar otros conceptos de oferta en la medida que se agreguen instrumentos menos líquidos al circulante y los depósitos en cuenta corriente, con el único requisito que sean un pasivo del sistema monetario y un activo del sector no financiero, sea éste público o privado.

En cuanto a las operaciones que afectan a la oferta monetaria según la definición de M_1 , además de las que afectan a la base monetaria, tenemos las que efectúan los bancos, es decir, la creación secundaria de dinero que se realiza mediante el otorgamiento de créditos a los diferentes agentes.

Del análisis contable podemos concluir que en él se reflejan las diferentes operaciones financieras provenientes de los flujos entre los diferentes sectores de la economía, entre ellas las operaciones entre el sector real y el monetario. La información del primero proviene de las cuentas nacionales.

Por la importancia que posee el sector público dentro del sector real y el sector externo representado a través del Saldo de la Balanza de Pagos, será bueno analizar las partidas del sistema monetario que están ligadas a estos dos sectores.

En primer término se analizará al sector público que está representado por variados instrumentos, por ej. Dg , que está afectando negativamente a M_1 . Consideremos ahora, el presupuesto fiscal, que muestra las fuentes y usos de los ingresos fiscales. Además de la fuente de financiamiento corriente como los impuestos, pueden haber otras fuentes no habituales como créditos otorgados por el sistema monetario al gobierno o una emisión de bonos, letras u otro tipo de instrumentos del Estado y que se estiman como una creación de deuda por parte del Fisco. Esta operación permitiría al sector privado tener un nuevo medio de pago, por cierto, con una menor liquidez y al ser una nueva forma de sustituto cercano del dinero en manos privadas, estaría afectando a la demanda de dinero en sentido estricto.

Por otro lado y volviendo un poco atrás, si el Banco Central hace préstamos al Fisco, hará crecer la emisión de dinero. Otro punto importante de resaltar se refiere al tamaño de los recursos que posee el sector fiscal. Los volúmenes de los depósitos fiscales son muy grandes, lo cual en teoría puede inducir a una creación secundaria desproporcionada de acuerdo a la necesidad de medio de pago que existan. Es por esto que el encaje exigido por la autoridad monetaria sobre estos depósitos puede ser más alto que el sobre un depósito privado. En el fondo se procurará que las políticas monetarias no resulten en una

creación excesiva de dinero, obviamente la autoridad monetaria también ve el lado opuesto, es decir, en el momento que haya un traspaso masivo de recursos del sector privado al sector público como es lo que ocurre en los períodos de pago de impuestos. Este hecho hace disminuir la oferta monetaria, ante lo cual el Banco Central posee líneas de redescuento a los bancos para suplir esta falta de liquidez momentánea hasta que el Fisco comience a traspasar nuevamente estos recursos al sector privado (a través de sus gastos).

En el caso del sector externo, la relación con el sector monetario se da a través del Saldo en la Balanza de Pagos, que se refleja básicamente en los activos y pasivos externos del Banco Central, con algunos ajustes.

La Balanza de Pagos se ha referido ya en otro capítulo y contablemente su saldo es la suma del saldo de la cuenta de capitales.

Al tomar la igualdad ingreso-gasto en una economía abierta, se tiene:

$$(1) Y = C + I + G + X - M$$

Y = producto

C = consumo

I = inversión

G = gastos de gobierno

X = exportaciones

M = importaciones

donde $(X - M)$ es el saldo en Cuenta Corriente, porque sólo incluye las transacciones corrientes con el exterior (las de bienes y servicios, transferencias y pagos sectoriales de la economía, incorporando ingresos fiscales, es decir, los impuestos T. Deduciendo T⁶ a cada lado de la ecuación (1), se llega a la siguiente igualdad:

$$(2) Y - T = C + I + G - T + X - M$$

En que $(Y - T)$ es el ingreso disponible y $(Y - T - C)$ es el ahorro privado de la economía (S).

Reordenando (2):

$$(3) (S - I) = (G - T) + (X - M)$$

En (3) el exceso de ahorro sobre la inversión es igual al déficit fiscal más el superávit en cuenta corriente⁷. Si juntamos al sector privado más el sector público se llega a la siguiente identidad:

$$(4) (S - I) + (T - G) = (X - M)$$

⁶ Se ignoran las transferencias del Gobierno al sector privado, que constituyen una fuente de egresos y un aumento del ingreso disponible.

⁷ Esta es sólo una igualdad contable; no quiere decir que existe una relación causal entre los saldos.

$(T - G)$, es ahora el superávit del presupuesto fiscal o ahorro fiscal. El lado derecho de la ecuación (4) se define como el *Ahorro Neto de la Economía o Incremento del Saldo Acreedor de la Economía con el Exterior* (ISA_E). Además, se puede deducir la siguiente relación de la definición del Saldo en Balanza de Pagos.

En ISA_E están incluidos todos los sectores de la economía. Si queremos conectar al ISA_E con el sector monetario, lo haremos a través del Banco Central, tomando un ISA_E^{BC} , que está relacionado con las reservas internacionales de esa entidad.

Retomando el Balance del Banco Central, teníamos que:

$$(5) (AE - PE) = \text{ACTIVOS EXTERNOS NETOS DEL BANCO CENTRAL}$$

Luego un cambio en (5) será igual al ISA_E^{BC} . Por lo tanto, el objetivo será hallar un concepto de Balanza de Pagos a través de (5). Para ello, primero detallaremos los activos y pasivos externos del Banco Central y posteriormente tomaremos una definición de reservas internacionales (RI) del Banco Central que se asemeje al Saldo de Balanza de Pagos.

Composición de la parte externa del Balance del Banco Central:

Activos Externos	Pasivos Externos
— Oro	— Con el FMI (iii)
— Divisas	— de corto plazo
— DEG (i)	— de mediano y largo plazo
Saldo convenio	
Crédito recíproco (ii)	

- (i) DEG: Moneda internacional creada por el FMI, que puede cambiarse por divisas en la medida en que el país tenga un problema de balanza de pagos o en sus reservas externas.
- (ii) Es una cuenta que refleja operaciones de crédito hechas entre las instituciones autorizadas de cada uno de los países miembros de ALADI. Sus movimientos se deben básicamente a importaciones y exportaciones chilenas con países de ALADI. La cuenta refleja el saldo neto del Banco Central de Chile con los otros Bancos Centrales de los países de ALADI.
- (iii) Cuenta que refleja el estado de las líneas de crédito que otorga el FMI al país básicamente para problemas de Balanza de Pagos. Son, en general, créditos de corto y mediano plazo.

El conocer la composición de los activos y pasivos externos del Banco Central permitirá tener un concepto de RI.

Primero tomando la definición de ISA_E^{BC} , se tiene:

$$(5) \begin{aligned} ISA_E^{BC} &= \text{ACTIVOS EXTERNOS} - \text{PASIVOS EXTERNOS} \\ &= (AE - PE) \end{aligned}$$

y en segundo término definiremos a RI como tenencias:

(6) RI = ACTIVOS INTERNACIONALES DEL BANCO CENTRAL - PASIVOS CON EL FMI.

Para efectos de la Balanza de Pagos, tomaremos la definición (6), que corresponde a la definición de tenencias del Banco Central y se le agregan tres tipos de ajustes para llegar a una aproximación del Saldo de Balanza de Pagos.

Luego el Saldo de Balanza de Pagos =

RI \pm Ajuste por revalorizaciones (1)
 \pm Ajuste por monetización o desmonetización oro (2)
 \pm Ajuste por asignación o cancelación de DEG (3)

- (1) Refleja el cambio en valoraciones del oro y de las divisas que se dan entre las tenencias del Banco Central y el saldo de la Balanza de Pagos. Dichas fluctuaciones se refieren a cambios de precios, en el caso del oro, y a los tipos de cambio, en el caso de las divisas.
- (2) El problema planteado aquí corresponde a que en la Balanza de Pagos sólo se registran transacciones en oro entre autoridades monetarias (Bancos Centrales o antiguamente con el FMI), en cambio en las mediciones de reservas internacionales del Banco Central da lo mismo con quien dicho Banco efectuó la transacción, todos afectan las RI.
- (3) La asignación o cancelación de DEG no se considera como transacción de Balanza de Pagos, en cambio en las RI del Banco Central ellas alteran el stock de activos internacionales. Esto es por recomendación del FMI que desea que la asignación de DEG implique una mejora de las RI netas del país.

El siguiente paso, es definir el rol de las operaciones en moneda extranjera con el exterior y con residentes, sobre la emisión o base monetaria.

Del Balance del Banco Central, teníamos que:

$$a') E = C + R = AE - PE + CI + OA - OP - K$$

Si incluimos en el crédito interno los tres últimos componentes del lado derecho de (a'), la emisión quedará como:

$$a') E = (AE - PE) + CI$$

$$e) E = ISA_{E}^{BC} + CI$$

De e) se desprende que la emisión tiene un componente internacional ISA_{E}^{BC} y que a diferencia de la definición tomada para RI anteriormente, se están restando todos los pasivos con el exterior. Un segundo problema interesante es ver la relación que existe entre las operaciones de cambio del Banco Central y los activos netos sobre el exterior ISA_{E}^{BC} .

Si tomamos las operaciones netas de cambio (ONC) del Banco Central, y haciendo una separación entre crédito interno emitido en moneda nacional y el emitido en moneda extranjera, tenemos:

$$ONC = ISA_E^{BC} + CI_{ME}$$

$$\text{luego f) } E = ONC + CI_{MN}$$

La ecuación f) nos indica que para que se produzcan variaciones en la emisión por cambios en el componente de crédito interno, denominado en moneda extranjera, deben alterarse las ONC del Banco Central.

Ej.: altera la emisión un crédito interno otorgado en moneda nacional, pero documentado en moneda extranjera, que cambia la emisión, sin cambiar la ISA_E^{BC} .

Para concluir el análisis contable, tomaremos la definición de dinero privado⁸, y se comparará con las definiciones de los agregados monetarios privados que tiene el Banco Central en su Síntesis Monetaria Financiera. Se tomará la definición de M7 y se desagregará hasta llegar a M1⁹.

M7 = M6 + DEP M/E, a través de un proceso iterativo llegamos a que:

$$g) \quad M7 = C + DI + Dv + Dp + DA + \text{Doc. B.C.} + P \text{ del T} + Lcred + DEP M/E$$

Ir de M1 a M7 refleja el grado de liquidez, de una mayor a una menor liquidez, evolución que se va desarrollando al agregar nuevos pasivos a la definición de dinero que se vaya tomando. Los agregados privados se refieren a los instrumentos líquidos mantenidos por el sector privado, excluyendo al resto de los sectores, básicamente el sector público y el sector financiero no monetario.

Reordenando g)

$$M1 = M7 - (Dv + Dp + DA + \text{Doc. B.C.} + P \text{ del T.} + Lcred + DEP M/E)$$

Tomando la definición de M1 de la ecuación d) del Balance Monetario:

$$d) \quad M1 = AE'' - PE'' + CI + CR + OA'' - (Dg + Q + OP'' + K'')$$

¿Será igual el M1 de d) y el de g)?

Sí lo son, pero son dos formas diferentes de ver el mismo problema. Trataremos de compatibilizarlas como forma de aproximar la teoría a las mediciones verdaderas.

Analicemos g). Todos los componentes que van restando al M7 son pasivos del sistema monetario y activos del sector privado no financiero y en rigor corresponderían a las diferentes formas de cuasidinero en moneda nacional como extranjera y por lo tanto corresponde a Q de la ecuación d). El resto de las variables de d) estarían incluidas en el M7.

Pero Q incluye a todos los sectores, por lo tanto existe un Q_{PR} , cuasidinero en manos privadas. Definamos

⁸ Definición del Balance del Sistema Monetario.

⁹ Ver en el Apéndice definiciones de dinero.

$$Q_{PR} = k \cdot Q \quad 0 < k < 1$$

Luego $(1 - k) \cdot Q$ es el cuasidineró mantenido por el resto de los sectores. Reescribiendo d)

$$M1 = \underbrace{(AE'' - PE'') + (CI + CR + OA'' - Dg + OP'' + (1-k)Q)}_Z - Q_{PR}$$

Z sería M7 de g) y Q_{PR} sería el resto de los componentes de g). Z mide las operaciones del total de los sectores en todo lo que no sea cuasidineró y las operaciones en cuasidineró del sector público y del sector financiero no monetario.

De aquí se desprende, por ejemplo, que el sector público no sólo interactúa con los Dg en el sector monetario, sino también con otros instrumentos como son los pagarés de la Tesorería, por ejemplo, y variadas formas de cuasidineró.

3. PANORAMAS MONETARIO Y FINANCIERO

El sistema bancario (Bancos Centrales y Bancos Creadores de dinero (comerciales)) producen en forma automática las estadísticas monetarias, ya que en casi todos los países deben efectuarse balances que contienen los datos de sus activos, pasivos, patrimonio y una cuenta de los resultados de sus operaciones en cada período. En ello deben seguir las instrucciones de las autoridades monetarias (Banco Central, Superintendencia de Bancos u otras instituciones similares), para garantizar al público que está entregando su dinero a instituciones confiables.

El problema fundamental es el de organizar las cifras de modo que ellas den la mejor visión posible del rol que el dinero juega en la economía, de la manera cómo el sistema opera y el origen y efectos de sus movimientos expansivos y contractivos. Buenas y oportunas estadísticas monetarias son indispensables para ver las consecuencias de estos movimientos sobre las tasas de interés, los precios y la actividad económica real, el tipo de cambio y la balanza de pagos, todas ellas variables que tienen una importancia macroeconómica fundamental.

La organización de las estadísticas monetarias también debe servir el propósito de poder ensamblarlas con otras estadísticas macroeconómicas importantes, como son las de fuentes y usos de fondos, las estadísticas fiscales y las de balanza de pagos. Es necesaria la consistencia entre todas ellas y poder explicar la razón de las discrepancias, cuando se presenten.

La valuación de las partidas en las estadísticas monetarias pareciera de menor importancia, ya que ellas se refieren a dinero. Sin embargo, como se verá en el modelo de las estadísticas monetarias chilenas la existencia de un mercado libre y un precio oficial para el oro, el hecho de que las monedas de los principales países industriales (dólar, DM, yen,) fluctúan en el mercado y que ellas son la forma principal de mantener reservas en divisas, plantea problemas de valuación de las partidas expresadas en moneda

extranjera¹⁰. También tiene el mismo efecto la existencia del DEG, que aunque cuantitativamente no sea muy importante también tiene un valor variable. Problemas de valuación presentan también los países que están variando continuamente su tipo de cambio en relación a su moneda de intervención, especialmente cuando se desean examinar las variaciones de los componentes de las estadísticas monetarias en un período determinado.

El Fondo ha propuesto, y la mayor parte de los países miembros de la institución han adoptado, un sistema de presentación de estadísticas monetarias que consolida las cuentas de la autoridad monetaria (generalmente el Banco Central, más alguna otra institución oficial que desempeña funciones de Banco Central, en especial el mantenimiento de activos y pasivos sobre el exterior, en cuyo caso las cuentas de todas estas instituciones se consolidan en una sola) con los denominados bancos creadores de dinero. Estos últimos se distinguen del resto de las instituciones financieras en que los pasivos de los bancos creadores de dinero tienen partidas importantes en sus pasivos que son depósitos a la vista, que se utilizan como medios de pago, generalmente mediante el giro de cheques.

Tal vez valdría la pena indicar la forma de hacer esta consolidación en el denominado Panorama monetario para ver la forma de estructuración de las cuentas que se han consolidado. Naturalmente las cuentas de la autoridad monetaria y de los bancos creadores de dinero siguen una pauta similar, en la medida en que la información es pertinente¹¹. La aplicación concreta de este esquema al caso de Chile en 1986 se hará más adelante (o sea se presentará escuetamente en el Apéndice estadístico a este capítulo).

Panorama monetario

Activos

- | | |
|-------|---|
| I. | Activos netos sobre el exterior |
| | Activos sobre el exterior de autoridades monetarias |
| Más | Activos sobre el exterior de bancos creadores de dinero |
| Menos | Pasivos externos ¹² de autoridades monetarias y de los bancos creadores de dinero. |

¹⁰ Además de la existencia de activos y pasivos internos, denominados en monedas extranjeras, principalmente dólares.

¹¹ Esta información aparece en Instituto del F.M.I. Programación financiera aplicada. El caso de Colombia, Washington, D.C., 1984.

¹² Qué pasivos se incluyen en este renglón puede ser una cuestión discutible, tanto desde el punto de vista del acreedor como del plazo.

- II Crédito interno o doméstico
 - A. Crédito de autoridades monetarias y de los bancos creadores de dinero al gobierno
 - Menos Depósitos del Gobierno en poder de las autoridades monetarias y de los bancos creadores de dinero.
 - B. Crédito a entidades oficiales
 - C. Crédito al sector privado
 - 1) Crédito de autoridades monetarias al sector privado
 - Más 2) Crédito de autoridades monetarias a otras instituciones financieras.
 - Más 3) Crédito de bancos creadores de dinero al sector privado (y a otras instituciones financieras).

Pasivos

- I. **Dinero**
 - 1) Billetes y monedas fuera de los bancos creadores de dinero.
 - Más 2) Depósitos del sector privado con las autoridades monetarias.
 - Más 3) Depósitos de entidades oficiales
 - Más 4) Depósitos a la vista en Bancos creadores de dinero
- II. **Cuasidineró**
 - 1) Depósitos a plazo y de ahorro con las entidades monetarias
 - Más 2) Depósitos a plazo y de ahorro con los bancos creadores de dinero.
 - Más 3) Depósitos en divisas de residentes en poder de las autoridades monetarias y en bancos creadores de dinero.
- III. Depósitos previos de importación
- IV. Fondos de contrapartida
- V. Pasivos externos a largo plazo
- VI. Otras partidas (neto)¹³
 - 1) Cuentas de capital
 - Más 2) Utilidades retenidas y otras cuentas.
 - Más 3) Otros activos y pasivos de la autoridad monetaria y de los bancos creadores de dinero.

Como puede verse el criterio para clasificar activos y pasivos en las cuentas monetarias es dicotómico.

¹³ Este renglón contiene una partida de carácter residual.

Los activos se clasifican principalmente por sectores: externo e interno. Y en este último se distinguen diferentes actividades económicas, bancarias, financieras, instituciones fiscales, sector privado (y aquí también podrían desglosarse sus principales componentes). Los pasivos se distinguen fundamentalmente por la clase o calidad de los pasivos de que se trate y de acuerdo con su mayor o menor liquidez. Podemos agregar pasivos de ciertos tenedores (gobierno o no residentes para subrayar el carácter no monetario de estos depósitos) o el de entidades oficiales para diferenciarlas del gobierno propiamente tal.

Los activos contienen dos categorías principales, los activos netos sobre el exterior, que constituyen las reservas internacionales del país, su poder de compra sobre el exterior o su capacidad de sostener un determinado tipo de cambio, sin recurrir a restricciones cambiarias de carácter cuantitativo. En seguida, tenemos el crédito interno o doméstico que está clasificado, de acuerdo con los sectores económicos que son deudores del sistema monetario. El crédito al gobierno es neto de sus depósitos y el crédito a los demás sectores, entidades oficiales, instituciones financieras (que no son bancos creadores de dinero) y al sector privado (negocios y personas) se registra en forma bruta.

Esta sectorización de los activos condujo en una época a la nomenclatura de una división del dinero de origen externo e interno, según que la causa¹⁴ de su creación hubiese sido un superávit de la balanza de pagos (aumento de las reservas internacionales netas) o una expansión del crédito interno o doméstico. Además, en este último factor de expansión era posible distinguir a favor de qué sector (público, privado y dentro de éste podrá también distinguirse la agricultura, la industria, el comercio, etc.), se había producido la expansión y relativamente la creación de dinero.

En cuanto a los activos netos sobre el exterior había que tener presente las siguientes observaciones:

- a) Activos externos tienen que ser obligaciones de no residentes. Si existe un crédito con respecto a un residente, aunque esté expresado en moneda extranjera, éste forma parte del crédito interno o doméstico.
- b) Activos sobre el exterior que no son convertibles y que sirven solamente para pagar en un solo país (como los saldos en convenios de pagos bilaterales, no convertibles) no se computan en las reservas externas. Al contrario los saldos de convenios de créditos recíprocos (por ejemplo, en ALADI) que se convierten en divisas, al cabo de cierto tiempo, sí se computan.
- c) En los pasivos externos de las autoridades monetarias (Banco Central) se incluyen todas las obligaciones con el Fondo Monetario Internacional, aunque la recompra¹⁵ inicialmente no haya debido realizarse hasta pasados los dos años.
- d) Algunos países incluyen en los pasivos externos de las autoridades monetarias, que no sean con el Fondo Monetario, obligaciones de plazos hasta 1 ó 2 años, según los casos.

¹⁴ Siempre hay que ser cauteloso para conclusiones causales de estadísticas puramente contables, sin tomar en cuenta otros factores. También puede ser peligroso parear activos con pasivos determinados.

¹⁵ "Recompra" en la jerga del F.M.I. significa "pago".

e) Aunque las tenencias de Derechos Especiales de Giro, forman parte de los activos externos (reserva monetaria) el pasivo correspondiente, se computa en "Otras partidas (neto)". Ello por recomendación del Fondo Monetario Internacional, que ha querido que las asignaciones de DEG's incrementen las reservas externas netas del país.

El crédito interno o doméstico se contabiliza en forma bruta, salvo el crédito a favor del gobierno. La distribución entre el Gobierno y las entidades oficiales a veces puede presentar problemas y estos problemas es posible que se resuelvan en forma diferente entre distintos países.

Las partidas del pasivo no presentan dificultades, salvo que en muchos países (tal vez la mayoría de ellos) no encontraremos depósitos del sector privado con las autoridades monetarias (partida I, 2 de los pasivos).

También es posible que haya que considerar en el cuasi-dinero otros pasivos no señalados explícitamente, tales como certificados de depósitos, bonos de estabilización, si estos documentos poseen adecuada liquidez. Si ella es muy baja, como ocurre con los certificados de ahorro reajustables (CAR) que el Banco Central emitió en la década de los 60's habría que abrir una partida especial, después del cuasi-dinero, para ellos.

Los depósitos previos de importación existen en algunos países, como un medio de restringir las importaciones y/o de absorber liquidez del sector privado. Aunque los depósitos se devuelven después de un período determinado o cuando se materializa la importación, si las regulaciones sobre % de depósitos y período de mantención no varían, ni tampoco lo hacen las importaciones, el monto de los depósitos constituirá una masa de liquidez, esterilizada, que no estará disponible para el gasto.

Los Fondos de contrapartida existen en algunos países principalmente aquellos que han recibido préstamos de largo plazo en la forma de bienes (excedentes agrícolas, por ejemplo) y cuyo valor en moneda local está disponible para gastos en proyectos de desarrollo convenidos entre el gobierno del país prestatario y el Gobierno local.

Los pasivos externos a largo plazo son aquellos que no se tienen con el Fondo Monetario y cuyo plazo original de vencimiento es superior a 1 ó 2 años. Una buena parte de este renglón está constituido por obligaciones externas que han sido consecuencia de renegociaciones de deuda externa (especialmente los pasivos de las autoridades monetarias).

Algunas otras observaciones sobre las cuentas monetarias parecen apropiadas.

Como ya se dijo, la distinción entre Gobierno propiamente dicho y las instituciones públicas puede presentar problemas y tal vez no se resuelvan en todos los casos de la misma manera. Antes en el "gobierno" se incluían los Gobiernos estatales, provinciales y comunales. Ahora se le limita el gobierno central, las empresas públicas, bajo su control directo y los fondos de seguro social. El trato de las empresas públicas se basa en criterios de propiedad y control, el grado en que se rijan por consideraciones comerciales y si producen principalmente para el sector gobierno o el sector privado. En el rubro "entidades oficiales" aparecen los gobiernos locales o comunales y las empresas públicas autónomas no financieras. Las financieras (Banco del Estado, por ejemplo) se incluyen en "otras instituciones financieras".

Es de mucho interés que tanto en las estadísticas monetarias, como en otras macroeconómicas (Balanza de pagos, finanzas públicas, cuentas nacionales) se apliquen crite-

rios iguales para distinguir al "gobierno" de las "entidades oficiales". Las estadísticas del F.M.I. que se presentan en el Boletín Mensual "Estadísticas Financieras Internacionales" no han logrado alcanzar un criterio uniforme para todos los países.

Un renglón importante de las estadísticas monetarias está constituido por las reservas de los bancos o el encaje como también se las denomina. El está constituido por efectivo (billetes y monedas emitidos por el Banco Central) en las bóvedas de los bancos creadores de dinero más los depósitos de estos mismos bancos en el Banco Central.

A veces existen dificultades para diferenciar las instituciones financieras monetarias de las no monetarias. La práctica de las estadísticas del F.M.I. es clasificar como Bancos creadores de dinero, aquellas instituciones, cuyos pasivos por depósitos a la vista representan una parte importante de su pasivo total y tratar como "otras instituciones financieras" a aquellas cuyos pasivos por depósitos a la vista son relativamente menos importantes. La aplicación de este criterio puede dejar muchos casos dudosos.

La consolidación de las cuentas de las "autoridades monetarias" con las de "bancos creadores de dinero" para dar el "panorama monetario" que se esbozó un poco más arriba debe eliminar los saldos de compensación y todas las cuentas entre las entidades que se consolidan (es decir, activos de unos que son pasivos de otros).

La expresión "crédito", y esto vale para todas las cuentas, comprende no solamente los préstamos, descuentos, redescuentos, anticipos, etc., sino que también las inversiones en valores (tanto emisiones nuevas, como adquisiciones de tenedores anteriores).

Panorama financiero

El "panorama financiero" va un paso más adelante del "panorama monetario" porque incluye, además, aquellos intermediarios financieros que son importantes en la economía y que en años recientes han incrementado notablemente su magnitud.

No es posible en todos los países construir el "panorama financiero" que hemos indicado, por falta de información, y en otros casos, los datos estadísticos se obtienen con tal considerable retraso, que los resultados, una vez consolidados, no tienen utilidad para formular políticas.

En el apéndice de este capítulo presentaremos la consolidación del Panorama Monetario, que constituye la esencia de las estadísticas monetarias. El panorama financiero será dejado para la presentación de las estadísticas de fuentes y usos de fondos donde más propiamente pertenece.

APENDICE A

DESCRIPCION Y COMPOSICION DEL SECTOR MONETARIO

1. Composición

En Chile la cobertura del sistema monetario, tomando como base las estadísticas financieras del Fondo Monetario Internacional, está integrado por las autoridades monetarias y los bancos creadores de dinero. Un tercer tipo de entidades pertenecientes al mercado de capitales lo conforma el sector financiero no monetario¹⁶, que emite otra clase de instrumentos de inversión no considerados dentro del sector monetario, pero no menos importante como fuente de fondos para la financiación de proyectos.

a) Autoridad Monetaria: Banco Central de Chile

El Banco Central es un organismo autónomo, de rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida. Según su ley orgánica, el Banco Central tendrá por objeto velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Sus atribuciones son las siguientes:

- Regulación de la cantidad de dinero y de crédito.
- Ejecución de operaciones de crédito y cambios internacionales.
- Dictación de normas en materia monetaria, crediticia, financiera y de cambios internacionales.

El Banco Central podrá otorgar financiamiento sólo a bancos e instituciones financieras y, por último, tiene la potestad exclusiva de emitir billetes y acuñar moneda. Es el ente regulador del sistema monetario. Es quien implementa las políticas monetarias para cumplir con las metas de los programas macroeconómicos. Estas políticas se dirigen a la emisión o base monetaria, a la creación secundaria de los bancos y a la política cambiaria para el logro, entre otras cosas, de metas de inflación, de balanza de pagos y de crecimiento del producto. A pesar de ser autónomo en algunas estadísticas se le considera dentro del sector estatal, como en las cuentas nacionales cuya medición se basa en una metodología de las Naciones Unidas. En el balance del Banco Central figura como activo la cartera vencida de los bancos comerciales, que puede describirse como una operación de apoyo dada al sistema financiero a través del Banco Central, a raíz de la crisis de 1983.

¹⁶ Financieras, Fondos Mutuos, Agencias de Valores, Compañías de Valores, Fondos de Inversión (con capital extranjero), APP's, Cías. de Seguros.

b) Bancos Creadores de Dinero

i) Banco del Estado de Chile

ii) Bancos Comerciales

i) El Banco del Estado de Chile, es una empresa autónoma del Estado y cuya propiedad pertenece en un 100% al Fisco de Chile y su patrimonio está conformado por un aporte único expresado en pesos chilenos. Su objetivo, según se declara en su Ley Orgánica, es el de prestar servicios bancarios y financieros con el fin de favorecer el desarrollo de las actividades económicas nacionales. Objetivo que buscará según las funciones y operaciones que las leyes generales o especiales le autoricen o por resoluciones que sean impartidas por la autoridad monetaria.

La separación del Banco del Estado del resto de las instituciones financieras se debe por un lado, al enorme volumen de recursos que maneja, que lo transforma en el banco más grande del país y por su importante conexión con el sector fiscal, ya que a través de él, el estado canaliza y recibe gran cantidad de recursos por medio de la Cuenta Única Fiscal (CUF)¹⁷. Lo cual da la posibilidad al Fisco de tener un adecuado instrumento de política en el Banco del Estado.

ii) En nuestra clasificación de bancos comerciales se incluye a todo el resto del sector monetario cuyo control está en manos privadas y extranjeras, que se rigen por las normas del Banco Central y de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Este sector está integrado por los bancos comerciales y los bancos de fomento. Su gestión se ciñe en lo fundamental por la Ley General de Bancos y por la ley Orgánica de la Superintendencia respectiva¹⁸.

En cuanto a las operaciones permitidas a los bancos, a pesar de ser empresas privadas no es aplicable el principio de Derecho Privado, en cuanto a poder realizar todo lo que no esté prohibido por la ley. Sólo puede efectuar lo que les está expresamente autorizado. Esto es así, ya que los bancos operan, no con fondos propios, sino que con fondos pertenecientes a los depositantes. No obstante, siendo las operaciones más importantes las del tipo crediticio, existen las llamadas operaciones "underwriting" o de garantía, con las cuales se les permite participar en el mercado de valores¹⁹, pero sólo con valores de renta fija, vale decir, letras de créditos, bonos, pagarés de largo plazo, etc. El "underwriting" de acciones no está permitido, entendiéndose por tal la obligación de los bancos de garantizar la emisión, colocación y el servicio de estos documentos. La regla general es que los bancos no pueden adquirir acciones²⁰.

¹⁷ Cuenta Corriente del Fisco (no es la única conexión del Gobierno con el sistema monetario).

¹⁸ También aplicables al Banco del Estado de Chile.

¹⁹ Art. 83, N° 15 Ley General de Bancos.

²⁰ Una operación alternativa en instrumentos de renta fija se establece en el N° 1, art. 84, Ley General de Bancos.

Además los bancos tienen limitación de inversiones con el objeto de resguardar los recursos de los depositantes e impedir que los bancos financien proyectos que pueden ser sólo una "aventura". En general los bancos buscarán prestar servicios bancarios y financieros, ya que el exceso de ahorro que en algún momento experimente la economía va a generar una abundancia de recursos que serán la fuente de financiamiento de proyectos de inversión y sólo en la medida que exista un rol intermediador eficiente e instrumentos financieros idóneos y ágiles se podrá lograr que los recursos fluyan intersectorialmente lográndose una asignación lo más adecuada posible²¹.

APENDICE B

1. Definiciones de Dinero en Chile

Al tomar los agregados monetarios privados, existen las siguientes relaciones y definiciones de dinero, desde M1 a M7, que reflejan el grado de liquidez de los instrumentos de mayor a menor liquidez.

$$M1 = C + D1$$

$$M1A = M1 + D4$$

$$M2A = M1A + Dp$$

$$M3 = M2A + Da$$

$$M4 = M3 + \text{Documentos del Banco Central}$$

$$M5 = M4 + P, \text{ de T.}$$

$$M6 = M5 + \text{Letras de Crédito}$$

$$M7 = M6 + \text{Dep. M/E}$$

Simbología:

C = Circulante

D1 = Dinero giral sector privado (cuentas corrientes).

D4 = Otros depósitos a menos de 30 días del sector privado

Dp = Depósitos a plazo del sector privado

Da = Depósitos ahorro vista a plazo y vivienda

P. de T. = Pagarés reajustables y descontables de Tesorería

M/E = Moneda extranjera

²¹ En la actualidad en Chile operan 35 bancos de origen nacional y extranjero más el Banco del Estado.

2. Definición agregados monetarios privados

- 1) D1 = Cuentas corrientes - canje bancario
- 2) Dv = Depósitos a menos de 30 días
Sector privado - vale vista - letras de crédito
- 3) Dp = Depósitos a más de 30 días y eventualmente infinito
documentos de contrato con bancos: en UF, en \$, US\$ fijados al tipo de cambio para transformarlos a moneda nacional
- 4) DA = sólo libretas de ahorro, el principal captador es el Banco del Estado, son de 3 tipos y su diferencia está en la cantidad de giros que se pueden hacer:
 - a la vista: no existe restricción de giros
 - a plazo: giros 4 a 6 veces al año
 - de vivienda: no se puede girar
- 5) Doc. Banco Central: se compone de los instrumentos emitidos por el Banco Central en manos privadas
 - P.D.B.C. (pagaré desc. Bco. Central)
 - P.R.B.C. (pagaré reajutable Bco. Central)
 - P.D.P. (pagaré dólar preferencial)
 - P.D.E. (pagaré en dólares de USA)
 - Pagares tasa flotante
 - Saldos CAR (certificado de ahorro reajutable)
- 6) Pagares de tesorería: sólo en manos del sector privado y no bancos.
- 7) Letras de créditos: emitidos por el Banco Central y resto de los bancos. Son en general para financiar compras de viviendas (en un 90%). Sólo toma en cuenta las que están en manos privadas. El resto de las letras las mantiene el Banco Central o el resto de los bancos como inversión.
- 8) Depósitos en moneda extranjera: lo componen los depósitos en moneda extranjera a diferentes plazos y tasas, generalmente en dólares.

APENDICE C

ESTADISTICAS MONETARIAS RESUMIDAS: CHILE 1986

Activos y pasivos internacionales del Banco Central y del sistema bancario, 1986
(Millones de US\$)

	DIC. 1985	DIC. 1986
Banco Central		
I. Total reservas (A-B)	1.866,7	1.778,3
A. Activos	2.952,2	3.106,2
B. Uso del crédito del F.M.I.	1.085,5	1.327,9
II. Otros activos externos de mediano plazo	14,6	18,7
III. Otros pasivos del Banco Central (A+B)	-4.404,5	-4.423,5
A. De corto plazo	- 325,0	-
B. De mediano plazo	-4.079,5	-4.423,5
Bancos comerciales		
I. Activos y pasivos internacionales (A-B)	- 252,0(1)	- 390,1(1)
A. Activos	341,4	424,3
B. Pasivos de corto plazo	593,4	814,4
II. Otros activos internacionales de mediano plazo	70,4	55,3
III. Pasivos de mediano plazo	5.976,7	5.406,2

1986
ACTIVOS MONETARIOS

(Miles de millones de pesos)
(Fin de período)

Activos externos (netos)	247,0	}	1.000
Créditos al gobierno (neto)	1.414,4		
Crédito al sector privado	26,6		
Crédito a bancos (?)			
Base monetaria	379,9	}	7.000
Billetes y monedas	(108,6)		
Depósitos de Bancos	(265,3)		
Endeudamiento de mediano y largo plazo	752,5		
Otros activos y pasivos (netos)	561,6		

1986 (FIN DE PERIODO)

(Miles de millones de pesos)
Resto del sistema financiero

Activos externos netos	-85,1	}	2.640,1
Créditos al gobierno	153,4		
Crédito al sector privado	2.571,8		
Pasivos al sector privado	1.116,7	}	2.640,1
P. de T.	67		
Préstamos externos de mediano y largo plazo	1.108,9		
Otros activos y pasivos netos	347,5		

1986 (FIN DE PERIODO)
PANORAMA MONETARIO

(Miles de millones de pesos)

Activos externos (netos)	161,9
Crédito interno	4.166,2
Sector público no financiero (neto)	(1.567,8)
Sector privado no financiero	(2.598,4)
Dinero (M1)	181,7
Cuasidinero	1.375,9
Pasivos externos a largo plazo	1.861,4
Otras cuentas (neto)	909,1

APENDICE D

RESERVAS NETAS INTERNACIONALES DEL SISTEMA BANCARIO 1987-86 (Millones de US\$ al final del período)

	1985	1986	Variación
Banco Central			
Activos	2.508,3	2.513,4	5,6
Oro ¹	74,7	75,7	1,1
DEG's ²	0,3	-98,5	-98,5
Divisas	2.449,6	2.439,2	-10,4
Convenios de créditos recíprocos (ALADI) neto	-16,3	88,2	102,4
Otros	-	-	-
Posición de reserva en FM	-	-	-
Pasivos (-)	-1.410,5	-1.328,5	82,6
Pasivos de corto plazo	-325,0	-82,6	-242,4
Pasivos con el FMI	-1.085,5	-1.245,9	-146,5
Bancos comerciales³	-264,7	-192,4	72,3
Activos	330,9	330,9	-
Oro	5,6	72,3	72,3
Divisas	325,3	258,6	-218,8
Pasivos (-)	-595,6	-462,2	-233,4
Préstamos de corto plazo	-576,8	-562,2	14,6
Depósitos de bancos extranjeros	-18,8	-	-
Sistema bancario	833,1	779,1	-58,3
Activos	2.839,2	2.843,3	77,9
Pasivos	-2.006,1	-2.064,5	-136,2

¹ Valorado a US\$ 42,22 por onza.

² DEG's se han tomado al valor de fin de período, respecto del US\$.

³ Incluye el Banco del Estado.

CUENTAS RESUMIDAS DEL BANCO CENTRAL, 1985-86
(Miles de millones de chil. \$)
(US\$ 1 = Ch \$ 201,46)

	1985	1986	Variación
Reservas internacionales netas (en US\$ millones)	221,1 (1.097,8)	238,9 (1.186,0)	17,8 (88,2)
Activos internos (domésticos) netos^{EL8,9}	1.033,9	185,0	
Crédito neto al sector público no financiero ¹	64,3	37,3	-27,0
SINAP ²	128,4	146,4	18,0
Crédito neto a los intermediarios financieros	-69,5	-62,6	6,9
Crédito al sector privado	18,6	26,6	8,0
Capital y reservas	-200,5	-233,8	-33,3
Otros	907,6	1.120,0	212,4
Pasivos externos netos de medio y largo plazo³ (En US\$ millones)	802,9 (3.985,2)	887,5 (4.404,8)	84,6 (419,6)
Pasivos con el sector privado	267,1	385,3	118,2
Billetes y monedas	79,5	108,6	29,1
Otros ⁴	187,6	276,7	89,1

¹ Pagarés del Tesoro para capitalizar al Banco Central, 1983-86, están incluidas en "otros activos".

² Sistema Nacional de Ahorro y Préstamos (para financiar vivienda).

³ Incluye pasivos con el exterior por depósitos del sector privado en el Banco Central con el contexto de los acuerdos de reprogramación con bancos comerciales extranjeros.

⁴ Incluye pagarés de plazo mediano para financiar el subsidio del tipo de cambio preferencial.

Fuente: Banco Central.

CUENTAS RESUMIDAS DEL SISTEMA FINANCIERO 1985-86
(En billones de Chil. \$)
(US\$ 1 = Chil \$ 201,46)

	1985	1986	Variación
Reservas internacionales netas	167,0	156,1	-11,8
Banco Central	221,1	238,9	17,8
Resto del sistema financiero (doméstico)	154,8	82,9	-29,6
Activos internos netos¹	2.947,5	3.309,9	362,7
Sector público no financiero (neto)	83,4	42,0	-41,4
Sector privado	2.148,7	2.592,7	444,0
Otros activos (netos)	715,4	675,2	-39,9
Pasivos externos de mediano y largo plazo (netos)	1.393,0	1.366,9	-28,1
Banco Central ²	804,0	887,5	84,6
Resto del sistema financiero	1.192,1	1.079,5	-112,6
Pasivos con el sector privado	1.120,1	1.489,1	379,0
Dinero	128,6	181,7	53,1
Otros pasivos ³	991,5	1.317,4	325,9

¹ Pagars del Tesoro para capitalización del Banco Central en 1985-86 aparecen en otros activos.

² Incluye pasivos por depósitos de empresas en el contexto de renegociación de la deuda con bancos comerciales extranjeros.

³ Incluye depósitos a plazo, de ahorro, bonos hipotecarios y bonos del Banco Central.

Fuente: Fondo Monetario.

BIBLIOGRAFIA

- Banco Central. Síntesis monetaria y financiera.
- Hugo Mena. Operaciones de cambio, reservas internacionales, balanza de pagos, base monetaria y agregados monetarios. Publicaciones del Banco Central. (Documento interno mimeografiado)
- Instituto del F.M.I. Programación financiera aplicada. El caso de Colombia. Washington D.C. 1984.
- Oswaldo Cabrera. Estadísticas básicas del sistema monetario y financiero. Seminario de capacitación hecho bajo la guía de Jorge Marshall y Lucía Pardo, 1990.