

Universidad de La Habana

Facultad de Economía



Tesis de Diploma

**“Nuevas herramientas analíticas para el
monitoreo de la emisión monetaria en Cuba”**

Autora:

Adriana Heredia Sánchez

Tutoras:

Dra. Yordanka Cribeiro Díaz

Lic. Yaliana Calzado Torres

Junio, 2015.

Dedicatoria

A mi mamá

Por apoyarme, incluso discrepando con mis decisiones

Por siempre hacerme ver el vaso medio lleno

Por escucharme repetir lo mismo una y otra vez

Por siempre tener la palabra oportuna para el momento indicado

Por ayudarme a levantarme cuando caigo y regocijarse conmigo cuando triunfo

Por enseñarme a caminar sola por la vida y a luchar por lo que quiero

Y sobre todo, por ser mi paradigma.

Agradecimientos

A mis tutoras Yordanka y Yaliana por el cariño, el inmenso interés, el tiempo dedicado y los infinitos comentarios.

A mi mamá por el entusiasmo y las acertadas sugerencias.

A mi papá, quien finalmente comenzará a ver los frutos de su inversión.

A papi y a Diana por demostrarme constantemente lo orgullosos que están de su nieta.

A mi abuela Nelly quien siempre ha estado presente en los momentos más significativos de mi vida estudiantil: desde la pañoleta hasta las pruebas de ingreso a la universidad.

A mi tata y a Mavy por darle algo de color y estética a esta tesis.

A mi tía María Elena, Vitico y a la family de Suecia por estar continuamente pendientes.

A Jasmany por el apoyo incondicional, por el pasado, por el presente y por el futuro.

A mis amigas, especialmente Annia, Anabel, Claudia y Nadia por soportar estoicamente mi pesimismo y mis diatribas sobre la emisión monetaria y el BCC.

A los chicos del local de la FEU y del CDR 6 por demostrarme que la vida universitaria va más allá de los libros, por las innumerables aventuras, las múltiples experiencias y sobre todo por la amistad.

A los especialistas de la Dirección de Política Monetaria por incluirme en la familia, por la alegría y la disposición. Especialmente a Carlitos por introducirme al tema y hacer que una simple tabla se convirtiera en algo fascinante para mí.

A todos los profesores que a lo largo de estos 5 años han contribuido a que me enamore de mi carrera.

A todos mis compañeros de aula por las risas y tensiones compartidas.

A todas las personas que me ven en los pasillos y se interesan por el tema de mi tesis, aunque ante mi explicación me miren con cara de susto y me digan: pero tú estás loca???

En general, a todos los que han estado pendiente del desarrollo de esta investigación.

Resumen

En la presente investigación se diseña una propuesta metodológica para la confección de los Panoramas y Balances Monetarios para Cuba en un contexto de unificación monetaria.

En un primer momento se abordan los principales elementos teóricos, conceptuales y metodológicos referentes a la emisión monetaria y las herramientas que se emplean para su monitoreo, ilustrándose algunas experiencias internacionales. A partir de las mismas se constató que si bien en el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del Fondo Monetario Internacional se define la metodología a seguir para confeccionar los Panoramas y Balances Monetarios, la estructura de dichas herramientas está en función del nivel de profundidad y complejidad del sistema financiero de cada economía.

Posteriormente, se determinan empíricamente las ventajas que se pueden derivar de la utilización de los Balances Monetarios a partir del estudio de la experiencia de Uruguay. Ello requirió la construcción del balance a partir de los Panoramas publicados por el Banco Central de Uruguay en el primer y tercer trimestre de 2013, y la interpretación del mismo. Además se efectuó un análisis de tendencia y estacionalidad para conocer el comportamiento de las principales fuentes de emisión en cada trimestre del año.

Finalmente, se formaliza una propuesta metodológica para la confección de los Panoramas y el Balance Monetario, coherente con las particularidades del sistema monetario y financiero cubano y las nuevas transformaciones derivadas del proceso de actualización del modelo económico. En función de esto se realizó un ejercicio práctico para Cuba, que a pesar de su sencillez evidenció la superioridad de los Balances Monetarios con respecto a los instrumentos actuales del Banco Central.

Abstract

The objective of this research is to design a methodological structure for the Panoramas and Monetary Balances for Cuba in a context of monetary unification.

In the first moment there are tackled the main theoretical, conceptual and methodological elements regarding to the monetary emission and the tools that are used for its monitoring, illustrating some international experiences. From the same ones it was stated that even though the Financial and Monetary Statistics Manual of the International Monetary Fund defines the methodology to make the Panoramas and Monetary Balances, the structure of the above mentioned tools is according to the level of depth and complexity of the financial system of every economy.

In the second chapter it is determined empirically the advantages that can stem from the use of the Monetary Balances taking into consideration the Uruguay's experience. It needed the construction of the balance from the Panoramas published by the Central Bank of Uruguay in the first and third trimester of 2013, and its interpretation. Also there was developed an analysis of tendency and seasonal nature to know the behavior of the principal sources of emission in every trimester of the year.

Finally, a methodological proposal is presented for the structure of the Panoramas and the Monetary Balance, considering the peculiarities of the Cuban monetary and financial system and the new transformations resulting from the process of economic model updating. Departing from this a practical exercise was made for Cuba, which in spite of its simplicity, demonstrated the superiority of the Monetary Balances with regard to the current instruments of the Central Bank.

Índice

Introducción.....	1
Capítulo 1: Herramientas analíticas para el monitoreo de la emisión monetaria.....	4
1.1.- La emisión monetaria: Elementos conceptuales.	4
1.1.1.- <i>Dinero en su sentido amplio y en su sentido estricto.</i>	5
1.1.2.- <i>Creación de dinero. Fuentes de emisión o des emisión monetaria.</i>	8
1.2.- Herramientas analíticas para el control y monitoreo de la emisión monetaria.	10
1.2.1.- <i>Instrumentos básicos en el análisis de los procesos de emisión monetaria.</i>	10
1.2.2.- <i>Estructura del Balance Monetario: Principales interpretaciones.</i>	17
1.3.- Experiencias internacionales en el uso de los Panoramas propuestos por el FMI.	23
Capítulo 2: Los Balances Monetarios y el monitoreo de la emisión monetaria: El caso de Uruguay.....	30
2.1.- Principales características del entorno financiero uruguayo.	31
2.1.1.- <i>El Banco Central de Uruguay, la política monetaria y la dolarización parcial.</i>	32
2.1.2.- <i>Las estadísticas monetarias en Uruguay: balance monetario del BCU, del sistema bancario y el consolidado.</i>	36
2.1.3.- <i>Construcción de un Balance Monetario para Uruguay.</i>	39
2.2.- Monitoreo de la emisión monetaria: Una aplicación práctica.	43
2.2.1.- <i>Balance Monetario de Uruguay: Interrelaciones básicas.</i>	43
2.2.2.- <i>Algunos análisis econométricos: Tendencia y estacionalidad de las fuentes de emisión monetaria.</i>	48
Capítulo 3. Herramientas analíticas para el monitoreo de la emisión monetaria en Cuba.	53
3.1.- Particularidades del entorno monetario y financiero cubano.....	53
3.1.1.- <i>Entorno monetario cubano.</i>	53
3.1.2.- <i>La institucionalidad del sistema financiero cubano.</i>	55
3.2.- Herramientas analíticas para el monitoreo de la emisión monetaria en Cuba: Necesidad de una actualización.....	60
3.3.- Propuesta metodológica para la confección de los Panoramas como herramientas analíticas del BCC. 67	
3.4.- Construcción de un Balance Monetario para Cuba: De lo óptimo a lo posible.	75
Conclusiones.....	82
Recomendaciones	84
Bibliografía	85
Anexos.....	89

Introducción

A nivel internacional los bancos centrales consideran la estabilidad del producto, el tipo de cambio o el nivel de precios como objetivos fundamentales de la política monetaria. No obstante, existe consenso en que el control de la inflación es uno de los más importantes. Un entorno de baja inflación permite a los agentes económicos prever el futuro con menor incertidumbre y tomar mejores decisiones en aspectos económicos y financieros tales como el ahorro, la inversión y el consumo.

Por el contrario, una alta inflación distorsiona la toma de decisiones y el proceso de asignación de recursos en la economía, deteriora las funciones del dinero, genera distorsiones fiscales, entre otros. En sentido general un entorno de elevada inflación se traduce en un impuesto a la sociedad, que perjudica principalmente a aquellos que no pueden protegerse del mismo, conduciendo a una redistribución arbitraria de la riqueza y generando más desigualdad social.

A pesar de que la inflación no es un fenómeno exclusivamente monetario, la estrecha relación que existe entre la cantidad de dinero en circulación y el nivel de precios de la economía, permite que el banco central pueda incidir en ella a través del control y monitoreo de la emisión monetaria. Sin embargo, el elevado grado de volatilidad e incertidumbre que caracteriza al panorama monetario y financiero internacional le imprime un alto riesgo sistémico a los sistemas financieros, atentando contra su estabilidad, al tiempo que dificulta el diseño de política monetaria. Lo anterior se erige como un reto para los bancos centrales haciendo imprescindible el surgimiento de nuevos instrumentos para efectuar análisis monetarios así como el perfeccionamiento de los ya existentes.

Para tales fines, en múltiples bancos centrales se encuentra generalizada la elaboración de los Panoramas y el Balance Monetario, herramientas que reflejan tanto las fuentes como los usos de la emisión primaria y secundaria. De este modo, se logra un mayor grado de agregación de las estadísticas monetarias lo que brinda mayores posibilidades de realizar un análisis más profundo e integral de los procesos monetarios.

En el caso de Cuba, el Banco Central realiza el análisis de la emisión monetaria a partir de tres herramientas analíticas fundamentales: el balance general del Banco Central de Cuba, los agregados monetarios y los multiplicadores monetarios. La primera, permite la estimación de la base monetaria tanto por la vía de sus fuentes como de sus usos, mientras que el análisis de los agregados monetarios posibilita ver los usos de la emisión secundaria.

De manera general, los indicadores utilizados brindan información útil acerca de los procesos de creación de dinero en la economía, pero aún no lo suficientemente integral. Si bien los agregados muestran los usos del dinero, no brindan información acerca de las fuentes de la emisión secundaria, es decir, reflejan el pasivo de los bancos comerciales (en lo concerniente al ahorro del público no bancario) pero no sus activos.

La solución de los problemas anteriores se hace más urgente en el contexto actual de transformaciones de la economía cubana. En particular, la aprobación de la nueva política crediticia influye en la ampliación de las fuentes de emisión secundaria, lo que hace necesario la existencia de herramientas de monitoreo de la creación de dinero por parte de los bancos comerciales (emisión secundaria). Adicionalmente, la aprobación de transacciones entre el sector por cuenta propia y las empresas estatales, determina la ampliación de los vasos comunicantes entre ambos sectores y por ende el incremento de los flujos monetarios entre ellos. Esto refuerza la necesidad del empleo de herramientas que permitan monitorear la emisión, su distribución sectorial y los tipos de instrumentos más utilizados. De manera particular, se torna relevante el poder realizar análisis más integrales acerca de los flujos monetarios hacia el segmento de la población dado que es donde existen precios de mercado y por tanto resulta especialmente significativo el control de los niveles de inflación.

En función de ello, el **problema científico** de la presente investigación está constituido por la siguiente interrogante: *¿En qué medida los Panoramas y el Balance Monetario constituyen herramientas más efectivas para el monitoreo de la emisión monetaria en Cuba bajo el contexto actual de transformaciones del modelo económico de gestión?*

Para darle respuesta al problema de investigación se partió de la siguiente **hipótesis**: *La incorporación de los Panoramas y el Balance Monetario al conjunto de herramientas empleadas por el Banco Central de Cuba para monitorear la emisión monetaria permite un análisis más efectivo e integral de la misma al reflejar los determinantes de la emisión secundaria.*

En ese sentido, el **objetivo general** de esta investigación es *diseñar una estructura metodológica para la confección de los Panoramas y el Balance Monetario como herramientas analíticas para el monitoreo de la emisión monetaria en Cuba en la actualidad.*

Para ello se definieron los siguientes **objetivos específicos**:

1. Sistematizar la experiencia en el uso de los Panoramas y el Balance Monetario desde un punto de vista teórico, metodológico y práctico.

2. Determinar empíricamente las ventajas que ofrece el Balance Monetario tomando como referencia el caso de Uruguay.
3. Elaborar una propuesta metodológica de organización y desagregación de las estadísticas monetarias en Panoramas y el Balance Monetario, compatible con las particularidades del sistema monetario y financiero cubano.
4. Comparar el análisis derivado de la utilización del Balance Monetario con el que se obtiene a partir de emplear los instrumentos actuales del Banco Central de Cuba.

En este empeño, en el primer capítulo se explican los elementos teóricos y conceptuales que respaldan el proceso de emisión monetaria, así como las herramientas propuestas en el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del Fondo Monetario Internacional para el control de la emisión y los pasos a seguir para su elaboración.

Para validar empíricamente las ventajas derivadas de la utilización de dichas herramientas, en el segundo capítulo se confeccionó un Balance Monetario para Uruguay a partir del cual se analiza el comportamiento de la emisión en el período considerado. Su selección como caso de estudio se fundamentó en el predominio de fuertes bancos estatales que poseen los activos bancarios más importantes en esa economía y la ausencia de una política monetaria autónoma. En ese sentido, inicialmente se caracteriza el entorno monetario y financiero uruguayo y se presenta el balance, derivando de este todas las posibles interpretaciones. Por último, se realiza un análisis de tendencia y estacionalidad de las principales fuentes de emisión, con el objetivo de demostrar cómo a partir del Balance Monetario se pueden realizar análisis econométricos que facilitan, entre otros aspectos la programación monetaria.

Por su parte, en el capítulo 3 se analizan críticamente los instrumentos actuales de monitoreo de la emisión por parte del BCC y se propone una estructura metodológica para la confección de los Panoramas y el Balance Monetario, coherente con las particularidades del sistema monetario y financiero cubano y las nuevas transformaciones que se desarrollan en el mismo. Finalmente se ilustran las ventajas del Balance Monetario con respecto a los actuales instrumentos empleados por el BCC mediante un ejercicio práctico.

Capítulo 1: Herramientas analíticas para el monitoreo de la emisión monetaria.

El control de la inflación es considerado como uno de los objetivos esenciales de la política monetaria. Si bien la inflación no es un fenómeno exclusivamente monetario,¹ la teoría cuantitativa del dinero demuestra que existe una relación directa entre la cantidad de dinero y el nivel de precios en una economía. En este sentido, se puede esperar que una política monetaria que expanda la demanda agregada provoque un incremento en el nivel de precios², lo que justifica la necesidad del control y monitoreo de la emisión monetaria por parte de los bancos centrales.

Internacionalmente se utilizan múltiples instrumentos para garantizar el control de la emisión monetaria, así como numerosas herramientas analíticas para el monitoreo de la cantidad de dinero en la economía. Entre estas últimas figuran el Panorama del Banco Central, el de las sociedades de depósito y el Balance Monetario, los cuales contienen tanto las fuentes como los usos de la emisión primaria y secundaria, logrando así un análisis más integral de los procesos de emisión monetaria. Esta ventaja ha garantizado que se conviertan en herramientas muy empleadas por los bancos centrales en los análisis monetarios.

En función de lo anterior, en este capítulo se sistematiza la experiencia en la construcción y uso de los Panoramas y Balances Monetarios desde un punto de vista conceptual, teórico y metodológico. Desde esta perspectiva, se explican los fundamentos que respaldan el proceso de emisión monetaria y su importancia, así como las principales recomendaciones del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del Fondo Monetario Internacional, en lo concerniente al control de la emisión. Finalmente, se sintetizan los pasos a seguir para la elaboración de los Panoramas y del Balance Monetario, enfatizando las principales interrelaciones que esta última herramienta permite establecer, con el objetivo de demostrar su riqueza analítica y práctica.

1.1.- La emisión monetaria: Elementos conceptuales.

El control de la inflación exige un adecuado monitoreo de la emisión monetaria por parte de los bancos centrales. Para ello la autoridad monetaria debe establecer de antemano qué activos considerar en la definición de dinero, cuáles son los factores que pueden determinar una ampliación o reducción de la masa monetaria así como las formas de cuantificar dichas variaciones. Es por ello, que en el presente

¹ La inflación no sólo es un fenómeno monetario, sino que también puede generarse por modificaciones en las expectativas y por shocks de oferta derivados de cambios en los costos, cambios en entornos institucionales, variaciones de precios en los mercados internacionales, etc. A pesar de esto, el Banco Central puede emprender acciones para prevenir, mitigar o contrarrestar ese fenómeno.

² En una magnitud determinada por la elasticidad de la oferta agregada.

epígrafe se identificarán las generalidades del proceso de emisión monetaria, a partir de considerar todos los elementos anteriores. Además se hará referencia a la teoría cuantitativa del dinero como soporte teórico que explica la necesidad del control de dicha emisión monetaria.

1.1.1.- Dinero en su sentido amplio y en su sentido estricto.

Las diferentes características del entorno monetario de cada país imposibilitan proporcionar una definición de dinero que pueda aplicarse a todas las economías, lo que explica el intenso debate prevaleciente alrededor del tema.

Para Marx el dinero es un equivalente universal y en este sentido, le define 5 funciones: *medida de valor, medio de circulación, medio de atesoramiento, medio de pago y dinero mundial*; cada una de las cuales presupone y complementa a la anterior. Como medida de valor el dinero expresa el valor de todas las mercancías a través del precio, mientras que como medio de circulación hace de intermediario en el cambio de mercancías. Por su parte, la esencia de su función como medio de atesoramiento consiste en la conservación del valor de las mercancías acumulado en dinero (Marx, 1973).

Como medio de pago, el dinero deja de actuar como medio de compra ya que el vendedor entrega las mercancías al comprador recibiendo solo una promesa de pago en un plazo convenido. Solamente al vencer ese plazo es que el dinero está físicamente presente para realizar el precio de la mercancía. Finalmente, la esencia de su función como dinero mundial es cumplir con todas las anteriores pero a nivel internacional (Marx, 1973).

Según la economía convencional, dinero es cualquier cosa que se acepte en pago de bienes y servicios, o como reembolso de deudas. Mishkin le adjudica tres funciones fundamentales: *medio de cambio o pago de bienes y servicios, medida de valor o unidad de cuenta, y reserva de riqueza* (Mishkin, 2008). Aun cuando no sea de forma directa, la función del dinero como medida de valor siempre va a estar implícita en todas las definiciones de dinero que se formalicen, pues antes de que se produzca el cambio, deben ser determinadas las proporciones del mismo, en función de las magnitudes del valor de las mercancías (Marx, 1973).

En su función de medio de pago, el dinero se utiliza para pagar bienes y servicios, lo que no implica que la transacción se haga en el momento en que se adquieren las mercancías. De esta forma, la entrega de dinero no solo se hará para pagar por los bienes o servicios consumidos, sino también para

saldar deudas de diversos tipos³. Por su parte, como depósito de valor, el dinero funciona como reserva de poder adquisitivo a través del tiempo (Mishkin, 2008). Se debe aclarar que ésta no es una función exclusiva del dinero pues existen otros activos como títulos de valor y propiedades que también pueden cumplirla.

Atendiendo a estas funciones, la definición de dinero desarrollada por la economía convencional estaría en correspondencia con la función de medio de cambio. Sin embargo, existen definiciones más abarcadoras que, en general, consideran que el dinero comprende no solo a activos que son instantáneamente utilizables para pagos, sino también activos que están disponibles, aunque no son accesibles instantáneamente (Thorp & Turnbull, 2004). Esta perspectiva además considera el dinero en su función como reserva de riqueza.

Generalmente se establece la liquidez como criterio para distinguir ambas funciones, así como para diferenciar el dinero de otros activos financieros. Al respecto Mishkin plantea: “ (...) *la liquidez es la facilidad y velocidad relativas con que un activo se puede convertir en medio de cambio; es altamente deseable y el dinero es el activo más líquido de todos, puesto que constituye el propio medio de cambio*” (Mishkin, 2008). La importancia de este concepto radica en el hecho de que son los activos más líquidos los que pueden influir con más fuerza en los niveles de precios en la economía (Thorp & Turnbull, 2004).

A pesar de esto, la línea divisoria entre dinero y cuasidinero⁴ aparece difuminada dadas las propias diferencias existentes entre los entornos monetarios de los países. Ello explica que no existan estándares internacionales sobre cuáles activos incluir en la definición de dinero y el por qué los bancos centrales usualmente definen y dan seguimiento a varios agregados monetarios simultáneamente. Sin embargo, tres conceptos útiles internacionalmente aceptados son “*base monetaria*”, “*dinero en sentido estricto*” y “*dinero en sentido amplio*”.

La base monetaria, también conocida como emisión primaria, es el dinero emitido por el banco central (BC) en forma de billetes y monedas o en reservas de los bancos comerciales. El dinero en sentido estricto es aquel que se destina primariamente para su uso en las transacciones (Thorp & Turnbull, 2004). En el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF) del Fondo Monetario Internacional (FMI), consideran a los pasivos incluidos en M_1 como dinero en sentido estricto (FMI,

³ Bajo esta función se establecen relaciones cualitativamente nuevas pues el comprador se convierte en deudor y el vendedor en acreedor. Además demuestra que la circulación del dinero alcanza una relativa independencia de la circulación de las mercancías.

⁴ Dinero menos líquido en la economía.

2000). Por su parte, en su sentido amplio el dinero se destina no solo para realizar transacciones sino también como una reserva de riqueza.

El Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras recomienda considerar los pasivos incluidos en la definición de dinero en su sentido amplio, para elaborar los agregados monetarios. Como se puede observar en el Cuadro 1, según esta definición se considerarían desde los pasivos menos líquidos hasta los más líquidos⁵.

Cuadro 1. Pasivos en forma de dinero en sentido amplio.

❖ **Pasivos emitidos por sociedades de depósito**

1. Billetes y moneda nacional
2. Depósitos transferibles¹
 - Depósitos a la vista (transferibles por cheque, giro o medios similares)*
 - Cheques de banco (si se usan como medio de pago)*
 - Cheques de viajero (si se usan en transacciones con residentes)*
 - Depósitos utilizados comúnmente para efectuar pagos²*
3. Otros depósitos³
 - Depósitos de ahorro no transferibles*
 - Depósitos a plazo (fijo)*
 - Otros⁴*
4. Valores distintos de acciones
 - Certificados de depósito*
 - Efectos comerciales*
5. Otros⁵

❖ **Pasivos emitidos por otros sectores**

1. Moneda nacional emitida por el gobierno central
2. Moneda extranjera (en países en los que circula moneda extranjera como medio de pago)
3. Depósitos transferibles
 - Depósitos transferibles aceptados por el gobierno central o el sistema postal*
 - Cheques de viajero emitidos por entidades que no son sociedades de depósito*
 - Otros⁶*
4. Otros depósitos aceptados por el gobierno central o el sistema postal
5. Otros

¹ Pueden incluir depósitos denominados en moneda extranjera.

² Pueden incluir algunos o todos los depósitos transferibles denominados en moneda extranjera.

³ Incluyen acciones o comprobantes similares de depósitos transferibles emitidos por asociaciones de ahorro y préstamo, sociedades hipotecarias, cooperativas de crédito, etc.; cuentas de ahorro con servicios de transferencia automática mediante los cuales se transfieren saldos a cuentas de depósito transferibles para evitar sobregiros; dinero electrónico emitido por tarjetas o transferible de otra manera, y otras clases no clasificadas en otra parte.

⁴ Incluyen acciones o comprobantes similares de depósitos no transferibles emitidos por asociaciones de ahorro y préstamo, sociedades hipotecarias, cooperativas de crédito, etc.; acuerdos de recompra incluidos en la definición de dinero en sentido amplio; depósitos a la vista que son rescatables inmediatamente pero no transferibles, y otras clases.

⁵ Incluyen préstamos, derivados financieros y acciones y otras participaciones de capital incluidos en la definición de dinero en sentido amplio.

⁶ Incluyen dinero electrónico emitido por entidades que no son sociedades de depósito.

Fuente: Elaboración propia a partir de la clasificación realizada en el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del FMI, 2000.

⁵ Los pasivos más líquidos entran en la categoría de dinero en sentido estricto.

A pesar de estas recomendaciones, el FMI respeta las definiciones nacionales de dinero que adoptan cada uno de los bancos centrales, es decir, las prescripciones respecto a la definición de dinero se dejan a la discreción de las autoridades nacionales. A efectos de esta investigación, y siguiendo las recomendaciones del MEMF se considerará el dinero en su sentido amplio. De esta forma se tendrán en cuenta todos los elementos necesarios para analizar los procesos de creación y destrucción de dinero en la economía.

1.1.2.- Creación de dinero. Fuentes de emisión o des emisión monetaria.

La creación de dinero no está solamente asociada a la cantidad de billetes que imprime el banco central. De ahí que aunque dicha institución es la única que goza de la prerrogativa de la acuñación, no es la única que juega un papel activo en el proceso de creación y destrucción de dinero.

Si el dinero sale del sistema bancario hacia el público, habrá creación de dinero; si el movimiento se da en sentido inverso habrá una cancelación. Las transacciones realizadas entre los bancos, ya sea transferencia de billetes del Banco Central a los comerciales o de un comercial a otro, no crean ni cancelan dinero (Brovedani, 1961). Por el contrario, si un banco compra bienes raíces, monedas extranjeras, títulos valores, otorga un crédito o realiza alguna otra transacción con agentes no bancarios, está creando dinero pues está inyectando liquidez en la circulación.

La expansión o contracción de la oferta monetaria puede ser entendida en dos etapas que se desarrollan de forma simultánea y se influyen entre sí: **proceso de emisión primaria y proceso de emisión secundaria** (Poveda, 1972).

En la primera etapa el banco central, como entidad regente del sistema financiero, participa en la creación de la oferta monetaria a través de la emisión primaria de billetes y monedas, creando de esta forma la base monetaria. Las operaciones a través de las cuales el banco central emite o des emite dinero primario permiten el cálculo de la base según sus fuentes, usualmente, las Reservas Internacionales Netas y el Crédito Interno Neto.⁶ Por lo general, este último se refiere a las interrelaciones de la autoridad monetaria con el gobierno y el sistema financiero. Por su parte, las Reservas Internacionales Netas expresan el impacto del sector externo sobre la base monetaria y su comportamiento depende del régimen cambiario adoptado.

⁶ La mayoría de los autores consideran la base monetaria como la suma de sus usos. Ver: (Bajo & Monés, 2000) y (Mishkin, 2008). Sin embargo, en otros como (Diz, 1997) se parte de la idea que comparte este trabajo de que la base monetaria es un concepto de emisión primaria que puede ser definido tanto por la suma de sus fuentes como por la de sus usos.

Adicionalmente, la emisión primaria también puede ser calculada según sus usos, es decir, considerando el destino del dinero puesto en circulación por la autoridad monetaria a través de sus fuentes. Siguiendo este enfoque, la base monetaria es la sumatoria del efectivo que circula en la economía y las reservas que mantienen los bancos comerciales como efectivo en caja o depósitos en el banco central. Dichos depósitos pueden ser obligatorios o voluntarios. Los obligatorios se constituyen a partir del coeficiente de reservas establecido por el banco central, conocido como encaje legal; mientras que a las reservas voluntarias se les llaman fondos libres (Lage, 2011)

En la segunda etapa, se da el proceso de emisión secundaria, resultado de las operaciones de intermediación financiera de los bancos comerciales. Al captar depósitos del público para otorgar créditos a la actividad productiva, dichas instituciones generan una expansión secundaria del dinero (BCRP, 2010).

Cuando los bancos comerciales, debido a un crédito u otro instrumento expansivo del banco central, se encuentran con un exceso de reservas, lo invierten en créditos u otras inversiones. De esta forma el mecanismo de crédito amplificará la expansión primaria pues, de cada emisión del BC que llegue al público, una parte permanece en billetes y la otra vuelve a los bancos como depósitos, determinando un aumento de la liquidez bancaria.

Después de deducir la cantidad que necesariamente tiene que quedarse en caja como reserva líquida contra nuevos depósitos, los bancos vuelven a poner el dinero en circulación por medio de sus operaciones activas, empezando así otro círculo igual. El caudal se va reduciendo cada vez más por los billetes que se quedan entre el público, en forma de efectivo, o en los bancos, como reservas (Brovedani, 1961). A este proceso de creación de dinero bancario o de multiplicación del dinero primario se le conoce como efecto multiplicador y es clave en la determinación del volumen total de la oferta monetaria.

Partiendo de lo anterior, la oferta monetaria se define como la suma del dinero legal emitido por el banco central en manos del público (billetes y monedas o efectivo en circulación) y los depósitos bancarios (CEMLA, 2007). Por tanto, la base monetaria indica la acción directa del banco central sobre la oferta monetaria mientras que el multiplicador muestra los movimientos de la oferta explicados por la actividad de los bancos comerciales.

Por sí solas las variaciones en la masa de dinero no poseen particular relevancia, en comparación con otras variables reales que pueden afectar de forma directa el desempeño macroeconómico de un país.

La importancia de dicha variable nominal está determinada por el impacto que la misma puede tener sobre el nivel de inflación.

Según la teoría cuantitativa del dinero existe una relación causal entre las variaciones de la masa monetaria y los precios. Si el banco central decide expandir la oferta monetaria, serán mayores los saldos líquidos en poder de los agentes lo que generará más presión sobre la demanda de bienes y servicios y finalmente, los precios tenderán al alza, en una magnitud que estará determinada por el grado de elasticidad de la oferta en dicha economía. Esta relación implica que se puede controlar parcialmente el nivel de inflación en una economía, influyendo sobre la masa monetaria. Ello explica la utilización de herramientas analíticas para el control y monitoreo de la emisión monetaria.

1.2.- Herramientas analíticas para el control y monitoreo de la emisión monetaria.

De manera general, todas las unidades institucionales⁷ que conforman el sector financiero elaboran registros contables y administrativos con el fin de tener un resumen de la actividad realizada en el periodo y evaluar su desempeño; facilitando así la toma de decisiones (FMI, 2000). El banco central compila todas estas estadísticas y elabora indicadores más agregados de forma tal que le permitan monitorear el funcionamiento de todo el sistema financiero⁸.

La importancia del control de la cantidad de dinero en circulación, dada por su relación con el nivel de precios, ha condicionado el surgimiento de diversos instrumentos para su monitoreo. Todos estos instrumentos tienen su base en las estadísticas de las sociedades de depósitos⁹ pues son precisamente estas instituciones las únicas capaces de generar un agregado monetario, es decir, de crear o destruir dinero (BRC, 2005). En función de esto, en el presente epígrafe se presentarán algunas de las herramientas analíticas utilizadas para monitorear la emisión monetaria.

1.2.1.- Instrumentos básicos en el análisis de los procesos de emisión monetaria.

El análisis y seguimiento de las estadísticas monetarias no solo permite conocer la cantidad de dinero con la que operan los agentes económicos, sino también la forma en la que el sistema financiero

⁷ El MEMF utiliza el concepto de unidad institucional definida como una entidad económica que tiene capacidad para poseer activos, contraer pasivos y realizar una variedad de transacciones económicas (Villalobos, 2008).

⁸ Las Oficinas Nacionales de Estadística también pueden llevar acabo la recopilación de las estadísticas monetarias; sin embargo, la generalidad es que los bancos centrales se ocupen de ello dado el papel que desempeñan en el centro del sistema financiero, particularmente en la formulación y operación de la política monetaria y el mantenimiento de la estabilidad del sistema (CEMLA, 2013).

⁹ Las Sociedades de Depósito son todas aquellas instituciones financieras cuyos pasivos constituyen lo que se denomina dinero en sentido amplio o liquidez (medios de pago de la economía que comprende el circulante más los depósitos). Forman parte de las sociedades de depósito el banco central, que emite el circulante (billetes y monedas de curso legal), y todas aquellas instituciones financieras autorizadas a captar depósitos del público (BCRP, 2010).

obtiene los recursos de los sectores excedentarios para proveer de crédito a los sectores demandantes de estos fondos. De ahí que, las estadísticas monetarias constituyen una herramienta útil para analizar el comportamiento macroeconómico del sistema financiero en su doble función, de creador de medios de pago y de oferente de fondos prestables a la economía (BCRP, 2010).

El cálculo del volumen de la emisión monetaria, así como el estudio de sus fuentes y usos, tiene su base en los balances bancarios. El banco central es la institución principal de toda la estructura monetaria, por la propia importancia que revisten sus funciones para el proceso de creación de dinero así como el control de los factores monetarios fundamentales (CEMLA, 2013).

A diferencia del resto del sistema bancario, el banco central no se propone como objetivo la maximización del beneficio, sino mantener la estabilidad de la moneda así como los equilibrios macroeconómicos (CEMLA, 2013). Esto implica que su balance, más allá de reflejar su situación financiera, ofrezca información sobre el desempeño de la economía en general. Además resulta una herramienta primordial en el análisis de los procesos de emisión monetaria pues recoge el valor de la base monetaria tanto por sus fuentes como por sus usos.

Como se observa en el balance sintético del BC presentado en la Tabla 1, por sus fuentes, la emisión primaria está explicada por la variación de las Reservas Internacionales Netas y el Crédito Interno Neto, ya sea al gobierno o al sistema bancario. Aunque no queda reflejada en esta representación general, las operaciones de mercado abierto (OMA) también constituyen una fuente importante de emisión primaria pues ellas impactan directamente sobre la base monetaria.¹⁰ Por otra parte, según sus usos, es la sumatoria del efectivo en manos del público no bancario y las reservas bancarias.

Tabla 1. Balance sintético del Banco Central

Activos (Fuentes)	Pasivos (Usos)
Reservas Internacionales Crédito Neto al Gobierno Préstamos al Sector Bancario	Efectivo en manos del público no bancario Reservas bancarias
Base Monetaria (BM)	Base Monetaria (BM)

Fuente: Elaboración propia a partir de Lage, (2011).

Esta forma de presentación del balance del banco central, diferente a la elaborada por el contador, facilita la conducción de la política monetaria y permite, mediante la observación del comportamiento de sus partidas, seguir de cerca los escenarios de política que se vayan generando. Sin embargo, si

¹⁰ No se consideraron las OMA en la representación del balance sintético del banco central presentado pues se trató de ilustrar la generalidad y este instrumento no es utilizado por todos los países.

bien permite conocer la emisión primaria tanto por sus fuentes como por sus usos, no arroja información sobre la emisión secundaria, la cual es puesta en marcha por los bancos comerciales.

Para monitorear la emisión secundaria generalmente se utilizan los agregados y multiplicadores monetarios. Como su propio nombre lo indica, los agregados monetarios son indicadores que agregan los activos monetarios en manos del público no bancario según su liquidez, ordenándose de los más a los menos líquidos (Thorp & Turnbull, 2004). No existe una norma internacional para el cálculo de estos indicadores, sino que son definidos por la autoridad monetaria en función de sus intereses de política y las características de la economía y el sistema financiero en cuestión.¹¹

Por su parte, los multiplicadores explican las variaciones de la oferta monetaria que no son provocadas por la base, sino que están asociadas a la emisión secundaria a través del sistema financiero¹². Sus movimientos están determinados por aquellos incentivos que hacen a los bancos comerciales variar el nivel de reservas bancarias, pues son estas últimas la base de la multiplicación de la cantidad de dinero en circulación (Diz, 1997).

A pesar de esto, la variación del multiplicador no depende únicamente de la influencia que pueda ejercer el banco central mediante la utilización de sus instrumentos o las preferencias de los bancos comerciales a la hora de ofrecer créditos, sino también de las preferencias del público no bancario respecto a la liquidez de sus activos.

De manera general, los agregados y multiplicadores monetarios permiten conocer los usos de la emisión secundaria, es decir, la variación de la oferta monetaria explicada por la actividad de los bancos comerciales. Pese a esto, por sí solos no arrojan información sobre los factores que motivaron dicha variación, dígase las fuentes de emisión secundaria.

Con la intencionalidad de garantizar un análisis integral de la emisión monetaria, en el año 2000, el Fondo Monetario Internacional publicó el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras, el último de

¹¹ Por lo general, los agregados monetarios M_1 y M_2 agrupan los activos monetarios del público no bancario de mayor liquidez y que, por lo tanto, deben ser empleados como dinero en sentido estricto (para transacciones). Los agregados M_3 en adelante clasifican el dinero en sentido amplio (medio de riqueza), así como otras categorías de activos financieros como la liquidez en sentido amplio, que corresponden a sistemas financieros de mayor complejidad (Thorp & Turnbull, 2004).

¹² El multiplicador monetario es el cociente entre la cantidad de dinero y la base monetaria; calculándose uno para cada agregado pues la cantidad de dinero en una economía no es única.

una serie de documentos que contienen directrices internacionales sobre metodología estadística elaboradas por dicha institución.¹³

A efectos de facilitar la compilación y presentación de dichas estadísticas, la primera recomendación consiste en la sectorización de las unidades institucionales de cada país. En el manual se propone dividir las en cinco sectores fundamentales: Sociedades financieras, Sociedades no financieras, Gobierno general, Hogares e Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares; los cuales a su vez pueden clasificarse en varios subsectores (Ver Anexo 1)

Una vez realizada esta sectorización se sugiere la presentación de las estadísticas monetarias en dos niveles de compilación y presentación de datos. En el primer nivel se agregan los datos sobre saldos y flujos declarados por unidades institucionales individuales en *balances sectoriales*. En el segundo nivel, se consolidan los datos de dichos balances en *Panoramas*. Estos Panoramas reflejan el valor de la emisión monetaria tanto por sus fuentes como por sus usos, permitiendo un análisis más integral que el que se deriva del seguimiento de los agregados y multiplicadores monetarios.

El objetivo de los balances sectoriales es conocer la posición de las instituciones financieras con el sector privado, el sector público y los agentes no residentes (BCRP, 2010). Dichos balances se realizan para los subsectores de las sociedades financieras, es decir para el banco central, las otras sociedades de depósito¹⁴ y las otras sociedades financieras. Sin embargo, a efectos del análisis de la emisión monetaria, no se considerarán las otras sociedades financieras pues dichas instituciones no son partícipes de la creación secundaria de dinero.

Los datos para los balances sectoriales se obtienen de los registros contables y, en algunos casos, de los registros administrativos de las unidades institucionales dentro del subsector financiero al que se refiere el balance. Puede ser necesario obtener datos de algunas o todas las unidades de un subsector particular de otras fuentes, o puede ser necesario estimarlos (FMI, 2000). Una vez que se tiene toda la información se realizan balances agregados de acuerdo a la tipología de las sociedades de depósitos.

¹³ Este manual es el primer texto de su tipo en el campo de las estadísticas monetarias y financieras, y forma parte del conjunto de otros manuales del FMI sobre metodología estadística: el Manual de Balanza de Pagos y el Manual de estadísticas de las finanzas públicas.

¹⁴ El subsector de las otras sociedades de depósito está constituido por todas las sociedades y cuasi sociedades financieras residentes, excepto el banco central, cuya actividad principal es la intermediación financiera y que contraen pasivos incluidos en la definición nacional de dinero en sentido amplio. Tal es el caso de los bancos comerciales; bancos de inversión; cajas de ahorro, asociaciones de ahorro y préstamo, sociedades de crédito inmobiliario y bancos hipotecarios; asociaciones de crédito y cooperativas de crédito; bancos rurales y agrícolas; compañías que emiten cheques de viajero y que se dedican principalmente a actividades propias de las sociedades financieras (FMI, 2000).

En el caso del banco central no es necesaria pues es la única institución de su tipo en el ámbito nacional.¹⁵

En sentido general, las partidas de todos los balances del sistema financiero pueden ser clasificadas atendiendo a diversos criterios: según la naturaleza de la operación (bienes, préstamos, inversiones, saldos de transacciones, etc.), según la categoría del deudor o acreedor (gobierno, instituciones bancarias, privados), según la moneda de cuenta (nacional o extranjera) y según el plazo de vencimiento (Brovedani, 1961).

Pese a esto, para estructurar los balances sectoriales el MEMF recomienda clasificar los activos y pasivos financieros por instrumentos (depósitos, préstamos, valores distintos de acciones, derivados financieros, etc.) y por sectores del acreedor o el deudor; también puede resultar útil desagregarlos por fecha de vencimiento. Además se hace la distinción entre los pasivos que se incluyen en la definición nacional de dinero en sentido amplio y los que están excluidos de esa definición. Lo anterior se realiza para separar el análisis monetario del análisis del sector financiero de manera general. Una vez realizadas todas las clasificaciones, se reflejarán los activos en la parte superior y los pasivos en la parte inferior del balance sectorial.

Estos balances constituyen el marco básico para organizar los datos monetarios que se emplean en la compilación del *Panorama del Banco Central (PBC)*, el *Panorama de las Otras Sociedades de Depósitos (POSD)* y el *Panorama de las Sociedades de Depósito (PSD)* (es una agregación de PBC+POSD) (FMI, 2000).

El Panorama del Banco Central, es una presentación analítica del balance del banco central por lo que recoge la base monetaria y sus determinantes (Ver Anexo 2). Es importante señalar que en el mismo se incluyen pasivos del banco central que no forman parte de la base monetaria y por tanto se presentan en términos netos en un apartado bajo el nombre de “*otras partidas*” (Bonilla, 2009)¹⁶.

Por su parte, la elaboración del POSD y el PSD es más compleja pues requiere la consolidación de las partidas de instituciones que operan de forma diferente y por tanto sus balances también difieren. En la Figura 1, se sintetizan los pasos para su elaboración.

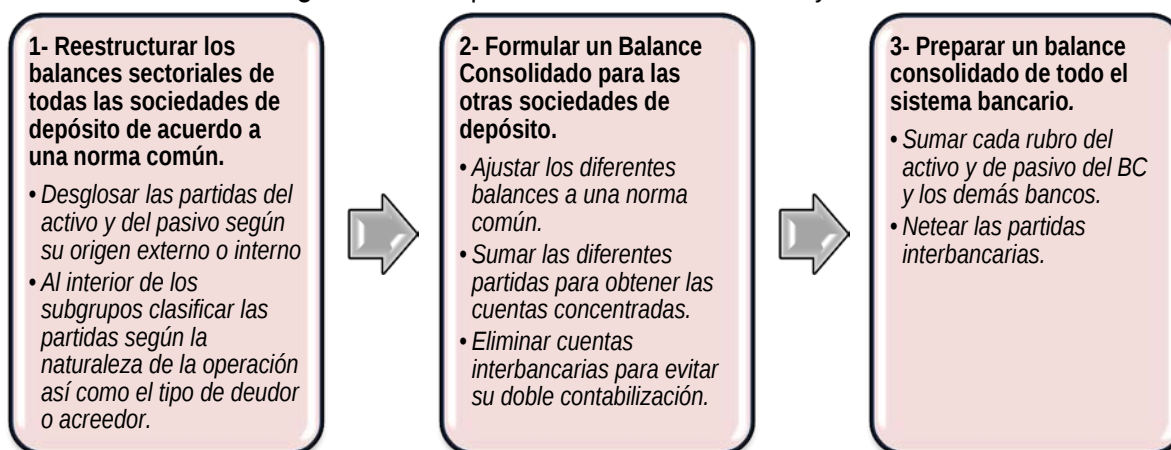
¹⁵ Si una unidad institucional realiza principalmente actividades de banca central, toda la unidad se clasifica en el subsector del banco central. Muchos bancos centrales regulan o supervisan otras sociedades de depósito y financieras. Las actividades de banca central en estas áreas también se incluyen en el subsector del Banco Central (CEMLA, 2007).

¹⁶ Al igual que los pasivos en forma de acciones y otras participaciones de capital, se muestran como una clase separada de pasivos para dar una idea global de la base de capital de las unidades institucionales de cada subsector (FMI, 2000).

Para la elaboración de los Panoramas un primer paso sería modificar las partidas de los balances sectoriales de las diferentes categorías de bancos, en función de homogeneizarlas para su posterior consolidación. Para ello, tanto los pasivos como los activos se deben clasificar en internos y externos, adoptándose como patrón de referencia la residencia del deudor o acreedor (Bonilla, 2009).

Aunque es más recomendable seguir este criterio, también se pueden considerar rubros externos a aquellos nominados en moneda extranjera, independientemente de la residencia del deudor o acreedor (BCU, 2013). De adoptarse este segundo criterio es importante separar al interior de la partida, las transacciones con no residentes y con residentes pues las primeras recogen el impacto monetario directo, en el ámbito nacional, de las transacciones de los subsectores con el resto del mundo.

Figura 1. Pasos para la confección del POSD y el PSD.



Fuente: Elaboración propia a partir de Brovedani, (1961) y MEMF, (2000).

En los rubros de activos externos se incluyen oro y tenencias de derechos especiales de giro (DEG), créditos a residentes en el exterior así como otros saldos contables que reflejen transacciones internacionales¹⁷. Por su parte, las cuentas internas del activo se desglosan en créditos (divididos según los grupos de deudores y los plazos de vencimiento), saldos contables internos y bienes. (Ver Anexo 3)

Por su parte, en los pasivos externos se incluyen las deudas con no residentes y los saldos contables que reflejan transacciones con el exterior. En el caso particular de los pasivos internos, Brovedani (1961) recomienda su división en monetarios y no monetarios; incluyendo en el primer grupo, los billetes en circulación y los depósitos en cuenta corriente en el BC, realizados tanto por los bancos como por el sector privado no bancario. Paralelamente, en el segundo grupo se incluirían, además de

¹⁷ Ganancias o pérdidas habidas en transacciones con el exterior por fluctuaciones en el tipo de cambio.

los saldos contables, los depósitos del gobierno, los depósitos a plazos, de ahorro, de garantía, etc., realizados por el sistema bancario. (Ver Anexo 4)

Es común que las partidas que reflejan transacciones con el sector externo y con el gobierno se presenten en términos netos, pues las primeras permiten conocer el impacto de la situación de la Balanza de Pagos en la masa monetaria, mientras que las segundas posibilitan incorporar el análisis del financiamiento de las operaciones del gobierno central por parte de las sociedades de depósito (FMI, 2000). Generalmente los activos y pasivos con el resto de los sectores no se netean pues se sesga mucho el análisis.

Siguiendo los pasos descritos en la Figura 1, se obtiene el Panorama de las Otras Sociedades de Depósito, una presentación analítica del balance consolidado de las sociedades financieras que emiten depósitos y otros instrumentos incluidos en la definición de dinero en sentido amplio, excepto el banco central. La estructura de este Panorama detalla los componentes del pasivo incluidos en la definición de dinero en sentido amplio y sus contrapartidas: los activos externos netos y los activos (créditos) internos.¹⁸ Por su parte, los pasivos de las OSD que no forman parte de la definición de dinero en sentido amplio se presentan netos en un apartado denominado otras partidas (Bonilla, 2009). (Ver Anexo 5)

Finalmente, se prepara un balance consolidado de todas las sociedades de depósito (Ver Anexo 6). Ello implica adicionar cada rubro del pasivo y del activo tal como aparezcan en el balance del banco central y en los consolidados formulados con anterioridad, quedando nuevamente anuladas las partidas interbancarias¹⁹ (Brovedani, 1961). De lo anterior se puede concluir que estas partidas no tienen efecto sobre la emisión monetaria. Si bien algunas de ellas forman parte de la base monetaria, no son consideradas componentes de la oferta pues su impacto se anula.

De manera general, tanto los balances sectoriales como los Panoramas propuestos en el MEMF del FMI resultan muy útiles para el análisis de los fenómenos monetarios. Si bien a través del Panorama del Banco Central se pueden conocer las fuentes y los usos de la emisión primaria; a través del Panorama de las Sociedades de Depósitos se explicitan las fuentes y los usos de la emisión secundaria. Resultando por tanto, una herramienta más integral que los agregados monetarios. De

¹⁸ Ver Sistema de Cuentas Nacionales, 1993 y MEMF, 2001.

¹⁹ Entre las partidas interbancarias figuran: créditos del Banco Central al resto del sistema bancario (redescuentos), depósitos bancarios en el Banco Central y los billetes guardados en las cajas de los bancos. Las mismas se anulan pues lo que constituye un pasivo para un banco representa un activo para el otro. Por ejemplo, las partidas de redescuento bancario, son un activo para el Banco Central, por tanto se contabilizan con signo positivo, mientras que son un pasivo para el resto del sistema bancario al constituir una obligación de pago, con lo cual se reflejan con signo negativo.

hecho, los agregados monetarios se deben determinar partiendo de los balances consolidados del sistema bancario (Thorp & Turnbull, 2004).

A pesar de que los Panoramas resultan instrumentos muy integradores y completos, la conformación del llamado Balance Monetario simplifica aún más el análisis de los procesos de emisión monetaria y por tanto puede ser usada como herramienta alternativa.

1.2.2.- Estructura del Balance Monetario: Principales interpretaciones.

Los llamados Balances Monetarios sintetizan en un mismo cuerpo analítico toda la información recogida en los Panoramas, facilitando aún más la interpretación de los datos, al reflejar de forma más directa los determinantes de las variaciones de la masa monetaria.

Sus partidas se dividirán en dos grandes grupos según su grado de liquidez: Datos monetarios (incluyen los pasivos monetarios) y Datos no monetarios (incluye los activos netos, otros depósitos y deudas del Banco Central así como saldos contables). De esta forma, las fuentes y usos de la emisión monetaria quedan agregadas en un solo cuerpo, permitiendo realizar un análisis causa-efecto. (Brovedani, 1961).

Al interior del rubro de Datos no monetarios las partidas se clasificarán según su origen externo o interno, donde el primer grupo expresará el valor de las reservas internacionales. Por su parte, en los datos de origen interno se distinguen: Crédito Neto al Sector Oficial, el Redescuento bancario, los Préstamos otorgados a las empresas o individuos, el Cuasidinero²⁰ y otros Activos y pasivos. En la Tabla 2, se sintetiza la nomenclatura utilizada para identificar cada uno de los elementos anteriores, así como las principales cuentas que lo componen.

Finalmente, entre los rubros monetarios figuran los billetes emitidos por el banco central (EM), distinguiendo los que están en manos del público (CP: caja del público), y los que están en las bóvedas de los bancos (LB: liquidez bancaria). Además aparecen los depósitos en cuenta corriente realizados por el público (DP), así como los depósitos de los bancos en el banco central (DB) (Brovedani, 1961).

²⁰ La partida es denominada de esta forma atendiendo al bajo nivel de liquidez de las cuentas que la integran, razón por la cual pueden llegar a ser consideradas partidas no monetarias. Estas cuentas pueden variar atendiendo al sistema financiero en que se realiza la clasificación, dado que esto está estrechamente vinculado con la determinación de lo que es dinero en sentido estricto. En algunos países esta partida no es utilizada sino que se presentan los diferentes tipos de depósitos desagregados y organizados atendiendo a su nivel de liquidez, de más líquido a menos líquido.

Tabla 2. Nomenclatura de las partidas de los datos no monetarios.

Origen de las partidas	Partidas	Contenido
Partidas de origen externo	Reservas Internacionales (RIN)	Representan el crédito neto (en caso de ser positivo) o la deuda neta (en caso de ser negativo) a residentes en el exterior, así como las tenencias netas de oro y otros activos de reserva.
	Crédito Neto al Gobierno (CNG)	Deuda o crédito neto del sector público. (Incluye toda clase de créditos e inversiones del sistema bancario al gobierno central, los organismos públicos, empresas estatales; así como los depósitos de estos)
Partidas de origen interno	Redescuento bancario (RB)	Crédito del banco central a la banca en sus diversas clasificaciones (es un activo para el banco central pero un pasivo para los otros bancos).
	Préstamos a persona y empresas (EC)	Expansión crediticia: Créditos otorgados a empresas e individuos.
	Cuasidineró (CD)	Partidas no monetarias del pasivo (depósitos a plazos, de ahorro, previos de importación, de garantía ²¹)
	Otros activos o pasivos (OA)	Saldos contables, bienes raíces, capital y reservas.

*Para facilitar el análisis se le añadirá un subíndice por cada categoría de banco a cada una de las partidas anteriores: en el caso del BC sería 1, el conjunto de instituciones bancarias 2 y el consolidado 3. Si se decide desagregar el sistema bancario, se le asignará un subíndice a cada uno de los bancos que se incluyan.

Fuente: Elaboración propia a partir de Brovedani, (1961).

Las aclaraciones anteriores permiten una mejor comprensión del Balance Monetario presentado en la Tabla 3, cuya estructura puede variar en función de los intereses del analista y las características del sistema financiero en cuestión.

Tabla 3. Estructura del Balance Monetario

Conceptos	Banco Central	Otras sociedades de depósito	Total de las sociedades de depósito
A. Datos No Monetarios			
1. De origen externo.	(1)	(2)	(1+2 = 3)
Deuda o crédito netos	RIN ₁	RIN ₂	RIN ₃
2. De origen interno.			
a) Sector oficial	CNG ₁	CNG ₂	CNG ₃
b) Redescuentos	RB ₁	RB ₂	RB ₃
c) Préstamos a personas y empresas	EC ₁	EC ₂	EC ₃
d) Cuasi-dinero	CD ₁	CD ₂	CD ₃
e) Otros activos o pasivos	OA ₁	OA ₂	OA ₃
B. Datos Monetarios			
1. Billetes emitidos por el BC	EM	-	-
a) Billetes en circulación	CP	-	CP ₃
b) Billetes en las bóvedas de los bancos	LB ₁	LB ₂	-
2. Depósitos de los bancos en el Banco Central	DB ₁	DB ₂	-
3. Depósitos del público en cuenta corriente	-	DP ₂	DP ₃

Fuente: Elaboración propia a partir de Brovedani, (1961).

²¹ El fondo de garantía de depósitos es un fondo financiado por los bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, etc., para cubrir las pérdidas de los depositantes en caso de insolvencia de alguna entidad financiera. (Brovedani, 1961)

En el actual contexto de continua innovación financiera que tiene como base la incorporación de los nuevos adelantos tecnológicos, han surgido diversos híbridos financieros que no pueden ser obviados en los análisis monetarios. De ahí que, las clasificaciones y las partidas utilizadas por cada país en la compilación de sus estadísticas monetarias, obedecen a la complejidad y profundidad de su sistema financiero. En la síntesis metodológica realizada en la presente investigación solo se abordan los elementos que constituyen generalidades.

Se debe señalar que la estructura de dichos balances responderá directamente a la forma en que estén estructurados los Panoramas de las sociedades de depósito (BC, OSD y SD). Cada una de las partidas puede desagregarse tanto como sea posible en función de las estadísticas monetarias disponibles. Por ejemplo, en aquellos países donde el banco central emita bonos o letras de regulación monetarias, se crearía una partida que refleje dichas transacciones. Aunque esa cuenta tiene naturaleza pasiva, podría ubicarse en la sección de Datos no monetarios pues la misma genera un impacto directo sobre la base monetaria.

La utilización de esta herramienta facilita la realización de análisis estáticos y dinámicos. De un lado sus interrelaciones permiten capturar el impacto de unas partidas sobre otras, ya sea dentro de una misma entidad o sobre otra entidad bancaria. Asimismo, el análisis inter temporal de las partidas permite identificar los factores causantes de la creación o destrucción de dinero.

En primer lugar, en todo análisis monetario se determina la base monetaria (BM), que constituye el indicador de la creación primaria de dinero, a partir de la sumatoria de la emisión monetaria por parte del Banco Central (EM) y los depósitos bancarios en el citado Banco Central (DB).²² (Ecuación 1)

$$BM = EM + DB, \text{ donde } DB = DB_2 + DB_3 \text{ y } EM = CP + LB_2 \quad (1)$$

Aunque dicha institución puede controlar la base monetaria, no puede ejercer control directo sobre la oferta monetaria pues esta incluye además de la emisión primaria, a los depósitos en cuenta corriente de las personas en el sistema bancario (Ecuación 2). Si bien la base monetaria permite determinar la emisión primaria, la oferta refleja la emisión secundaria.

$$M_1 = CP_4 + DP_4 \quad (2)$$

Un principio básico de la contabilidad es que la suma de los activos debe ser igual a la suma de los pasivos. En el caso de los Balances Monetarios, ello conduce a las interrelaciones plasmadas en las

²² Estos datos, están disponibles en la sección de los rubros monetarios del balance objeto de estudio.

ecuaciones 3 y 4, a partir de las cuales se podrán conocer los factores que inciden sobre la emisión monetaria²³ (Brovedani, 1961).

$$BM = RIN_1 + CNG_1 + RB_1 + EC_1 + CD_1 + OA_1 \quad (3)$$

$$M_1 = RIN + CNG + EC + CD + OA \quad (4)$$

Este análisis puede generalizarse al resto del sistema financiero a partir de las ecuaciones 3^a y 3^b.

$$LB_2 + DB_2 - DP_2 = RIN_2 + CNG_2 + RB_2 + EC_2 + CD_2 + OA_2 \quad (3^a)$$

$$LB_3 + DB_3 - DP_3 = RIN_3 + CNG_3 + RB_3 + EC_3 + CD_3 + OA_3 \quad (3^b)$$

Por simplicidad, la estructura de balance presentada previamente solamente refleja, desde el punto de vista de los usos, la base y la oferta monetaria por ser las de mayor liquidez. Sin embargo, es importante precisar que se pueden incluir otras cuentas pasivas menos líquidas, en función del agregado que se quiera monitorear. Para ello, se debe pasar la partida deseada, del rubro de Datos no monetarios al de Datos monetarios para evitar la doble contabilización.

De otro lado, para evaluar las causas de la creación o cancelación de dinero en los Balances Monetarios debe quedar recogido el comportamiento de sus partidas en el período de tiempo de interés (puede ser mensual, trimestral, anual, etc.) (Ver Anexo 7). Este tipo de estudio puede ser realizado a partir de la utilización de las mismas ecuaciones plasmadas con anterioridad, solo que deben ser analizadas en términos de variaciones (Δ).

A partir del Balance se puede calcular también el multiplicador monetario (u), cuyas variaciones están determinadas por dos factores fundamentales, el nivel de reservas bancarias en el BC y las preferencias del público no bancario respecto a la liquidez de sus activos²⁴. De esta manera el mismo queda en función del coeficiente de reservas bancarias (r), del coeficiente de liquidez de las personas (c) y de la relación entre la oferta monetaria y el total de pasivos (s^1). (Ver ecuación 5). Una formulación general puede escribirse de la siguiente forma: (Brovedani, 1961)

$$u = k_1 * s^1, \text{ donde } k_1 = \frac{1}{r+c(1-r)}; c = \frac{CP}{M_1 + CD_2}; r = \frac{LB_2 + DB_2}{CD_2 + DP_2 - CP} \text{ y } s^1 = \frac{M_1}{M_1 + CD} \quad (5)$$

Mientras mayor sea el grado de desarrollo del sistema financiero de un país, menores serán los coeficientes de liquidez y de reserva, y por tanto mayor será el multiplicador monetario. Como existirá mayor confianza en el sistema bancario las personas estarán estimuladas a mantener sus ahorros en

²³ Se igualan los rubros monetarios a los no monetarios.

²⁴ Dichas preferencias pueden ser influenciados por el BC a través de sus instrumentos.

los bancos en forma de depósitos. Además la utilización generalizada de cajeros automáticos y chequeras, reducen significativamente la necesidad de liquidez en circulación, tornando más riesgosa la expansión primaria pues el mecanismo del crédito la amplificará en una gran magnitud.

La ecuación 6 permite conocer cuáles fueron las causas, dígame expansión crediticia, variación del déficit fiscal o del redescuento bancario, etc., de la creación o cancelación de dinero primario durante un período de tiempo determinado. Adicionalmente, desarrollando la ecuación anterior se puede conocer cómo influyen el resto de las variables en la expansión crediticia, en los depósitos, etc.

$$\Delta BM = \Delta RIN_1 + \Delta CNG_1 + \Delta RB_1 + \Delta EC_1 + \Delta CD_1 + \Delta OA_1 \quad (6)$$

En resumen, el análisis derivado de los Balances Monetarios, permite examinar el ambiente estructural donde actúan las diferentes variables monetarias así como las relaciones que se establecen entre ellas en un momento dado o a través del tiempo. Lo anterior posibilitará hacer previsiones de las tendencias monetarias en determinados escenarios²⁵.

La presentación de la información bajo esta forma resulta muy útil para visualizar los instrumentos y decisiones de política monetaria así como dar seguimiento al programa monetario. Se pueden hacer estimaciones para conocer en qué magnitud las variaciones de la oferta monetaria dependen de las variaciones del crédito, de los instrumentos de regulación monetaria, de los depósitos o de las reservas internacionales; en qué medida el incremento de los depósitos afecta el multiplicador y por tanto la oferta; así como cuantificar los efectos derivados de una política aplicada y proyectar diferentes escenarios.

De esta forma, el análisis entre las fuentes y los usos de la emisión sería mucho más exhaustivo y completo, facilitándose la programación monetaria. Lo anterior no solo resulta de gran utilidad para la toma de decisiones en cuanto a la política monetaria, sino también para la coordinación de políticas económicas de manera general. Esto es posible por la sectorización realizada que no solo permite apreciar hacia dónde se mueve el dinero sino que determina la inclusión de variables que trascienden la esfera monetaria. Adicionalmente, el análisis de las fuentes de la emisión monetaria en función del tiempo posibilita la detección de los factores exógenos que influyen sobre los factores esenciales de la creación de dinero.

²⁵ Por ejemplo, si un gobierno anuncia la posibilidad de que se produzca un déficit fiscal, esta herramienta permite conocer los efectos que dicha situación traería sobre el resto de las variables monetarias (crédito bancario, redescuento, etc.) y sus relaciones con los cambios producidos sobre la oferta monetaria total, pudiéndose realizar un pronóstico de los impactos derivados de dicho déficit.

Así mismo, se puede observar cómo los movimientos de las variables analizadas (RM, CNG, EC, etc.) presentan una regularidad característica en las diferentes fases del ciclo o estación, lo que también ajusta, en gran medida, la programación monetaria. Además, este análisis permite una mejor comprensión de las implicaciones de la política monetaria. Por otra parte, la presentación de los datos mediante esta estructura, incluso facilita las comparaciones de los fenómenos monetarios en diferentes naciones pues homogeniza las partidas.

A pesar de esto, su principal limitación está asociada a la dificultad que representa homogenizar los balances de cada tipo de banco, pues aunque contienen varias partidas con un tronco común, por la propia naturaleza de sus operaciones también incluyen rubros diferentes, que no pueden ser desestimados en su formulación. Ante la carencia de cierta información imprescindible, se hace necesario la estimación de la misma partiendo de los datos que se poseen, con lo cual se estarían introduciendo algunos sesgos en el análisis. Para los países que no elaboran los Panoramas de las Sociedades de Depósitos tal como recomienda el FMI, este procedimiento se torna aún más engorroso.

Pese a las bondades derivadas de la utilización de los Balances Monetarios, muchos países solo elaboran los balances sectoriales y los Panoramas. Como se puede observar en la Figura 2, la confección de los balances facilita la consolidación de todas las partidas de las sociedades de depósito en los Panoramas, mientras que en los Balances Monetarios se agrega toda la información contenida en las herramientas anteriores. En última instancia, tanto los Panoramas como los BM poseen la misma información solo que la utilización de estos últimos resulta más factible en términos analíticos.

Figura 2. Los balances sectoriales, los Panoramas y el Balance Monetario



Fuente: Elaboración propia.

A raíz de la publicación del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del FMI, muchos de sus países miembros introdujeron las recomendaciones contenidas en el mismo. Los países latinoamericanos fundamentalmente, acataron muchas de las prescripciones del manual, dadas las insuficiencias que manifestaban sus sistemas de compilación de estadísticas monetarias (Bonilla, 2009). En este sentido, en el siguiente epígrafe se analizarán algunas experiencias internacionales en la utilización de los Panoramas propuestos por el FMI, con el fin de identificar las particularidades de su confección en función de las características de sus sistemas financieros.

1.3.- Experiencias internacionales en el uso de los Panoramas propuestos por el FMI.

La definición de dinero en sentido amplio que se tenga en cada país, la clasificación que se haga de los agregados monetarios así como las particularidades de cada sistema financiero, condicionan la forma de utilización de las herramientas analíticas empleadas para controlar la emisión monetaria. En este epígrafe, se expone la experiencia de cinco países latinoamericanos que readaptaron sus estadísticas en función de las propuestas hechas en el manual: Nicaragua, *Costa Rica*, *Perú*, *El Salvador* y *Colombia*. Dado el interés de la investigación solo se analizarán el uso de herramientas relacionadas con los procesos de emisión monetaria.

El **Banco Central de Nicaragua** (BCN) ha presentado por más de tres décadas sus estadísticas monetarias y financieras en Panoramas; solo que bajo el nombre de balances monetarios. En este sentido, en el año 2004, se incorporaron las recomendaciones del MEMF, lo que implicó la introducción de modificaciones en cuanto a la conformación de los Panoramas, a favor de una mayor homogeneización con el resto del mundo y la corrección de algunas deficiencias²⁶. (BCN, 2004)

En sentido general, en el nuevo balance monetario de las sociedades de depósito (BMSD) se consolidan las cuentas de los balances del Banco Central de Nicaragua y otras sociedades de depósitos, conformadas por los bancos comerciales y corporaciones financieras; todo ello expresado al final de cada período en millones de córdobas. El BMSD de Nicaragua muestra la relación entre los pasivos monetarios y los activos ya sean internos o externos (BCN, 2004).

Los activos externos netos (AEN) se obtienen de la diferencia entre activos y pasivos frente a no residentes, expresados en córdobas al tipo de cambio oficial de fin de período. Al interior del balance estos se desagregan en Reservas Internacionales Netas (conformadas por los activos de reservas

²⁶ Por ejemplo, relacionado a la presentación, el balance monetario mostraba los saldos de Reservas Internacionales Netas, incluyendo como parte de los activos internos netos los pasivos externos de mediano y largo plazo. Además, presentaba problemas en la clasificación por sectores institucionales pues la deuda con el BCN se clasificaba de acuerdo al sector que recibió en un primer momento la asistencia o el préstamo, y no por el deudor final (BCN, 2004).

menos los pasivos de corto plazo con no residentes) más otros activos y pasivos netos (son las obligaciones con el exterior de mediano y largo plazo, y otros activos netos con no residentes).

Por su parte, los activos internos netos (AIN) están clasificados de acuerdo a sectores institucionales en: activos netos frente al gobierno general, activos netos frente a las sociedades públicas no financieras, flotante por consolidación de partida interbancaria²⁷, activos frente al sector privado, activos frente a otros sectores residentes distintos de las categorías ya mencionadas y otras partidas netas (BCN, 2004).

De otro lado, los pasivos monetarios del BCN y de las OSD se consolidan para conformar los pasivos monetarios del sistema financiero nacional e incluyen los valores emitidos por el BCN, en poder de residentes²⁸ (BCN, 2004).

Sintetizando, los principales cambios que se reflejan en los indicadores monetarios son los siguientes: mejoras en la sectorización de las principales líneas de activos y pasivos financieros, así como en la clasificación de activos externos netos y pasivos monetarios; se adoptó el registro en devengado, el cual incorpora el principio de registro de la obligación cuando ésta se genera y no cuando se hace efectiva (base caja), incorporando al saldo los intereses devengados y no cobrados; por último, se reclasificaron los agregados monetarios en función de la definición de dinero en sentido amplio realizada por el FMI (Ver Anexo 8) (BCN, 2004).

Por su parte, en **Costa Rica**, las autoridades monetarias confeccionan el Panorama del Banco Central de Costa Rica, el de las otras sociedades de depósito y el de las sociedades de depósito. Al igual que en el caso de Nicaragua, estas tres herramientas relacionan los pasivos monetarios con los activos externos e internos. Sin embargo, en Costa Rica solo se consideran activos externos a las transacciones con no residentes en el corto plazo. En el mediano y largo plazo los créditos se contabilizan como activos internos mientras que los depósitos se consideran dentro de los pasivos monetarios, en una cuenta denominada endeudamiento externo en el mediano y largo plazo (BCCr, 2014)

Otro elemento que llama la atención al analizar el PSD de Costa Rica es que, en el caso del banco central, los datos incorporan operaciones crediticias corrientes y el crédito concedido al amparo de los

²⁷ Este concepto que aparece únicamente en el balance monetario del Sistema Financiero de Nicaragua, se refiere a la consolidación de las cuentas de activos y pasivos que tiene el BCN frente a las OSD y viceversa, y de la consolidación entre las cuentas de activos y pasivos que tienen las OSD frente a las otras sociedades financieras (FNI) y viceversa (BCN, 2004).

²⁸ Estimado como la diferencia del saldo en el BCN menos el saldo en las OSD (BCN, 2004).

convenios de renegociación de la deuda pública externa del país. (Ver Anexo 9) Asimismo, el crédito del Banco Central de Costa Rica (BCCR) al gobierno incluye, desde de diciembre de 1996, la renegociación de la deuda del Gobierno con el Banco Central (Villalobos, 2008).

En lado de los pasivos, incluye a todos aquellos que entren en el concepto nacional de liquidez total o M₃, el cual se corresponde con la definición de dinero en sentido amplio según el MEMF; los mismos aparecen listados en el Anexo 10 (Villalobos, 2008).

A pesar de esto, en el balance todas las partidas anteriores aparecen muy agregadas. Se considera el dinero en su sentido estricto al establecer una partida agregada de la oferta monetaria y el resto de las cuentas pasivas aparecen en una partida denominada cuasidinero.²⁹ Esta forma de presentación de la información no resulta la más idónea pues mientras más desagregada estén las partidas mejor se pueden monitorear los movimientos monetarios.

Además dicho balance incluye las operaciones de mercado abierto, las cuales se realizan a través de los Bonos de Estabilización Monetaria (BEM), que no son más que títulos emitidos por el Banco Central, con el objetivo de aumentar o reducir la oferta monetaria (BCCR, 2014).

En el caso de **Perú**, se confeccionan las denominadas cuentas monetarias (Panoramas), que según el Banco Central de Reserva de Perú (BCRP): *“... no son más que un registro estadístico de los saldos de activos y pasivos de las instituciones financieras, de manera tal que proporcionen una presentación analítica de la intermediación financiera”* (BCRP, 2010).

El marco analítico de las cuentas monetarias se concentra en explicar los factores que afectan la creación (o reducción) de la liquidez, a través de la sectorización de las unidades institucionales. En función de esto relaciona los activos externos netos de corto plazo (AENCP) y de largo plazo (AENLP), el crédito interno neto (CIN), y la liquidez a través de la siguiente identidad contable:

$$\text{AENCP} + \text{AENLP} + \text{CIN} = \text{Liquidez}$$

La presentación analítica de las cuentas monetarias de las sociedades de depósito se presenta en el Anexo 12. En los activos externos netos se incluyen los activos y pasivos de las sociedades de depósito frente a agentes no residentes, desagregados por plazo de vencimiento (de corto y largo plazo). Por su parte los activos internos engloban al crédito bruto y neto al sector público; el crédito al sector privado y otras cuentas netas (BCRP, 2010).

²⁹ Ver Anexo 11. Los componentes del Cuasidinero.

De otro lado, las obligaciones monetarias se ubican en un rubro denominado *liquidez* y comprenden los pasivos de las instituciones financieras frente al sector privado, en moneda nacional y extranjera (BCRP, 2010).

Por su parte, en El **Salvador**, el Banco Central de Reserva es la entidad responsable de la elaboración y publicación de las principales estadísticas de carácter macroeconómico, entre las que se encuentran las estadísticas monetarias. Este proceso tiene su base en los lineamientos internacionales establecidos por el FMI, en el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras. En este sentido se elaboran los tres Panoramas recomendados por dicha institución.

De manera general, dichos balances están sectorizados por agente económico con el cual se realiza la operación. Dicha sectorización se realiza en función de las recomendaciones internacionales, la cual distingue entre: A) Sector público no financiero, formado por i) gobierno central (incluye los ministerios, oficinas y otros organismos que son dependencias de la autoridad central), ii) el resto del gobierno general (incluye las instituciones descentralizadas, la seguridad social y los gobiernos municipales), iii) las empresas públicas no financieras (unidades de propiedad del gobierno que venden al público bienes y servicios). B) El Sector Financiero (comprende los bancos y financieras y las instituciones financieras no monetarias, las cuales pueden ser públicas y privadas) (BCRS, 2014).

Los Panoramas se definen por el lado de los activos, en activos externos netos y en activos internos netos. En el primer grupo se consideran tanto los activos y pasivos de corto como de mediano y largo plazo con no residentes. Por su parte, el crédito interno se desglosa en Crédito e Inversión al sector privado (incluye préstamos al sector privado, otros créditos y créditos a otras sociedades financieras) y en Crédito al sector público no financiero (incluye el crédito neto al gobierno central, crédito a sociedades públicas no financieras y gobierno local) (BCRS, 2014).

Por el lado de los pasivos, las partidas aparecen más agregadas pues se consideran los colones en circulación y los depósitos a la vista, lo que permite calcular M_1 ; quedando el resto de las partidas incluidas en una cuenta denominada cuasidinero. Además se incluye una partida que recoge los valores distintos de acciones. (Ver Anexo 13)

Finalmente, la particularidad que presenta el caso de **Colombia** es que elabora tres Panoramas partiendo de la idea central propuesta en el manual; sin embargo, contienen información diferente. Estos son el *Panorama monetario*, el *Panorama bancario* y el *Panorama bancario resumido*.

El primero consolida en un solo balance las operaciones de las instituciones financieras que emiten pasivos incluidos dentro de la definición restringida de dinero M_1 ³⁰. Por su parte, el *Panorama bancario* consolida las operaciones de las instituciones financieras que emiten pasivos en el sentido amplio de dinero (M_3)³¹; mientras que en el *Panorama bancario resumen* se presentan en forma explícita solamente los agregados con el sector privado (BRC, 2005). Nótese que a diferencia de las experiencias internacionales abordadas con anterioridad, para el análisis monetario en Colombia no se utiliza un Panorama específico del banco central; lo que no implica que el BC no confeccione su balance.

Esta forma particular de agregación de la información no introduce ningún sesgo en el análisis pues la base monetaria se puede conocer en el balance del Banco Central. De otro lado, las fuentes y los usos de la oferta monetaria aparecen en el Panorama monetario y en el Panorama del sistema bancario. A partir del primero se puede monitorear la oferta al nivel M_1 , mientras que con el segundo hasta M_3 .

En síntesis, las experiencias abordadas en cuanto a la utilización de las herramientas propuestas en el MEMF, se presentan en la Tabla 4. Como puede apreciarse existen algunos elementos de consenso. En primer lugar en la mayoría de los países analizados la estructura general de los Panoramas coincide con la propuesta. La clasificación de los activos internos se realiza de acuerdo a la sectorización realizada en la economía, lo que permite ver hacia qué sectores se mueve el dinero. En el caso particular del crédito al gobierno, todos lo contabilizan en términos netos en aras de apreciar el impacto que sobre la emisión tiene el financiamiento al gobierno. Por el lado de los pasivos, se consideran todos los que están incluidos en las definiciones nacionales de dinero en sentido estricto.

Sin embargo, se aprecian algunas diferencias más puntuales. En el caso de Colombia resalta la confección de un Panorama que permite monitorear específicamente la trayectoria de M_1 , lo que puede estar asociado a la influencia que tenga ese agregado sobre el nivel de inflación en dicha economía. Por su parte, en el caso de Costa Rica y El Salvador, las cuentas pasivas aparecen sumamente agregadas, con lo cual monitorear todos los agregados definidos se torna más complicado.

³⁰ Estas instituciones son, el balance sectorizado del Banco de la República de Colombia (BR) que emite el efectivo y el balance sectorizado de los bancos comerciales que emiten cuentas corrientes.

³¹ Comprende el balance sectorizado del BR con el sectorizado de los intermediarios depositarios.

Tabla 4. Experiencias de Nicaragua, Costa Rica, Perú, El Salvador y Colombia en la confección de los Panoramas.

Países Criterio	Nicaragua	Costa Rica	Perú	El Salvador	Colombia
Herramientas empleadas según las directrices del FMI.					Solo utiliza el Panorama de las Sociedades de Depósito.
Activos Externos Neto					
Activos Internos	También considera en términos netos a los activos con sociedades financieras	Incluye los convenios de renegociación de la deuda.			
Pasivos Monetarios		Incluyen una partida agregada de la M1		Incluyen una partida agregada de los pasivos monetarios diferentes a los depósitos a la vista	
Herramientas complementarias relacionadas con los Panoramas					Panorama Monetario. Panorama bancario resumido.

Leyenda:

- Confeccionan el panorama del Banco Central, el panorama de las otras sociedades de depósito y el panorama de las sociedades de depósito.
- No utilizan todas las herramientas propuestas en el manual.
- Incluye todas las transacciones con no residentes.
- Incluye las transacciones con no residentes en el corto plazo.
- Quedan desagregados según el sector al que pertenezca el deudor y solo consideran en términos netos al crédito otorgado al gobierno.
- Incluye todos los pasivos incluidos en la definición de dinero en sentido amplio.
- No publican ninguna.

Fuente: *Elaboración propia.*

Así mismo, Colombia y Costa Rica consideran como reservas internacionales solo a aquellos activos que vencen en el corto plazo. Este no constituye el mejor criterio a seguir porque de esta forma el análisis queda parcializado. Aunque las transacciones venzan en el largo plazo deben ser tomadas en consideración pues durante el período de vigencia devengan intereses, impactando así en la masa monetaria.

Resulta interesante como Colombia utiliza balances complementarios para lograr un análisis más integral. Además de los vistos en las experiencias abordadas, existen otras herramientas complementarias que pueden facilitar aún más este análisis, y no necesariamente son publicadas, sino que se toman como insumos para realizar las principales interpretaciones.

De manera general, la armonización de las estadísticas monetarias derivadas de este proceso de reestructuración, ha favorecido la realización de análisis comparados entre los sectores financieros de diferentes países así como estudios más integrales de los fenómenos monetarios y de la estabilidad del sector financiero (Bonilla, 2009). Adicionalmente, permitió apoyar las mejoras estadísticas del resto de los sectores, como la construcción de las nuevas cuentas nacionales y la adopción del V manual de Balanza de Pagos; y presenta un insumo importante para valorar las principales fuentes y usos de recursos de cada sector económico (BCN, 2004).

Partiendo de la síntesis conceptual, teórica y metodológica realizada en este capítulo, se pueden arribar a las siguientes conclusiones parciales:

- ❖ El análisis de los Panoramas del Banco Central y de las sociedades de depósito permite conocer tanto las fuentes como los usos de la emisión monetaria, y por tanto son herramientas más integradoras que el balance del banco central y los agregados.
- ❖ El principal aporte de los Balances Monetarios radica en la posibilidad de realizar un análisis monetario más profundo e integral de los fenómenos de la emisión monetaria, pues consolida en un mismo cuerpo de análisis la información del banco central y del resto del sistema bancario y por tanto, permite apreciar con mayor claridad hacia qué sectores se mueve el dinero y bajo qué tipo de instrumentos.
- ❖ La estructura de las herramientas analíticas empleadas para dar seguimiento a los fenómenos monetarios depende del nivel de complejidad y profundidad del sistema financiero en cuestión.

Una vez esclarecida teóricamente la riqueza analítica que encierran los Panoramas y Balances Monetarios, se hace necesario determinar empíricamente la utilidad de dichas herramientas. Es por ello que en el siguiente capítulo se realizará un estudio de caso, tomando la experiencia de La República Oriental de Uruguay.

Capítulo 2: Los Balances Monetarios y el monitoreo de la emisión monetaria: El caso de Uruguay.

Hasta el momento se han abordado los elementos teóricos conceptuales más importantes acerca de los procesos de emisión monetaria y algunos de los instrumentos empleados internacionalmente para su control y monitoreo. Si bien ya quedaron identificadas teóricamente las ventajas aparejadas a la utilización de los Panoramas y el Balance Monetario, se hace necesaria su validación empírica. Es por ello que en el presente capítulo se efectuará un estudio de caso, tomándose como referencia a la República Oriental del Uruguay.

Una comparación entre el grado de desarrollo de los sistemas financieros de Cuba y Uruguay demuestra un rezago significativo de la economía cubana en cuanto al nivel de profundidad y complejidad del mercado financiero doméstico, el número y la diversidad de instituciones que lo integran, los instrumentos que se utilizan y su composición. Sin embargo, dos puntos de contacto fundamentan la selección de este caso de estudio: i) aun cuando el sistema financiero uruguayo está compuesto mayoritariamente por instituciones privadas; en el 2012 los bancos estatales poseían aproximadamente el 45% de los activos financieros (Deloitte, 2012) y ii) no existe total independencia en el manejo de la política monetaria.³²

A lo anterior se adicionan otras similitudes entre ambas economías tales como el tamaño, apertura, y grado de dolarización parcial, elementos que repercuten en la conducción de la política monetaria. Otro factor determinante en la selección de Uruguay como caso de estudio fue la disponibilidad de la información necesaria para llevar a cabo el análisis del proceso de emisión monetaria.³³

Para dar cumplimiento al objetivo del capítulo, en un primer momento se caracteriza a grandes rasgos el entorno financiero uruguayo y se explica la estructura de los Panoramas elaborados por el BCU. Posteriormente, se confecciona un Balance Monetario, ilustrándose empíricamente el análisis que a partir del mismo se puede derivar.

³² No se pudo dejar de señalar que si bien el BCU está definido dentro de la figura constitucional de los entes autónomos, lo cierto es que los miembros de su Junta Directiva son miembros políticos importantes del gobierno en turno, específicamente el presidente del banco es considerado integrante de lo que se conoce como “equipo económico del gobierno”, de ahí que no exista una autonomía absoluta. Existe un fuerte debate en torno a la conveniencia de tener una política monetaria totalmente autónoma; sin embargo esto se aleja del objetivo de la presente investigación.

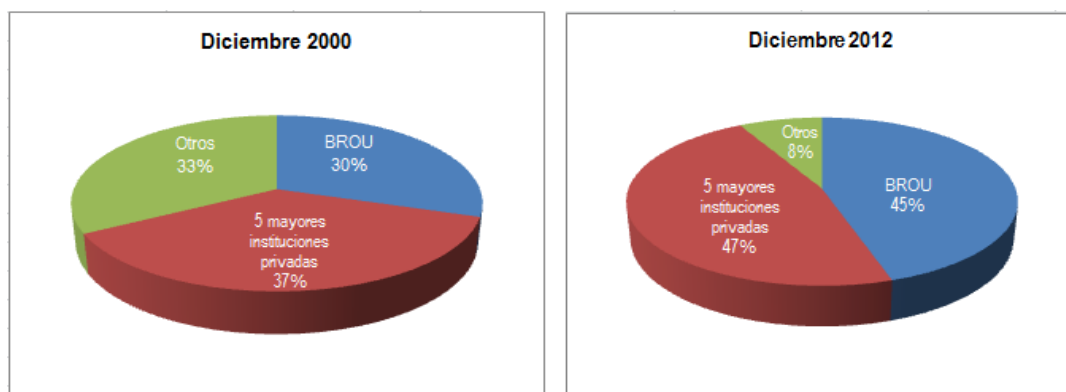
³³ El Banco Central de Uruguay (BCU) publica todas sus estadísticas monetarias para que el público pueda darle seguimiento al desempeño de dicha institución, lo que incrementa la transparencia en el manejo de la política monetaria.

2.1.- Principales características del entorno financiero uruguayo.

Un análisis integral sobre los procesos de emisión monetaria en una economía implica el conocimiento de los rasgos distintivos de la misma, en el orden monetario y financiero. Históricamente el sector financiero uruguayo ha tenido un importante peso en la economía. Sin embargo, la profunda crisis atravesada por este país en el año 2002³⁴, marcó una tendencia a la disminución de las instituciones bancarias y a la concentración de las mismas.

A fines del año 2001 había 20 bancos privados operando en la plaza, tras la crisis solo quedaron 15, número que se ha ido reduciendo progresivamente hasta llegar a tener actualmente 10 bancos privados. Lo anterior ha determinado a su vez un incremento de la concentración bancaria. Tal como se observa en el Gráfico 1, el peso que el Banco de la República Oriental de Uruguay (BROU) y las 5 mayores instituciones privadas tienen en el mercado se ha incrementado de un 67 % a un 92% en 12 años. (Deloitte, 2012). Si bien en términos relativos la participación privada en el mercado es mayor, nótese como el peso de un solo banco estatal se ha incrementado un 5% más que el de las cinco mayores empresas privadas.

Gráfico 1. Volumen de negocios de las instituciones financieras de Uruguay

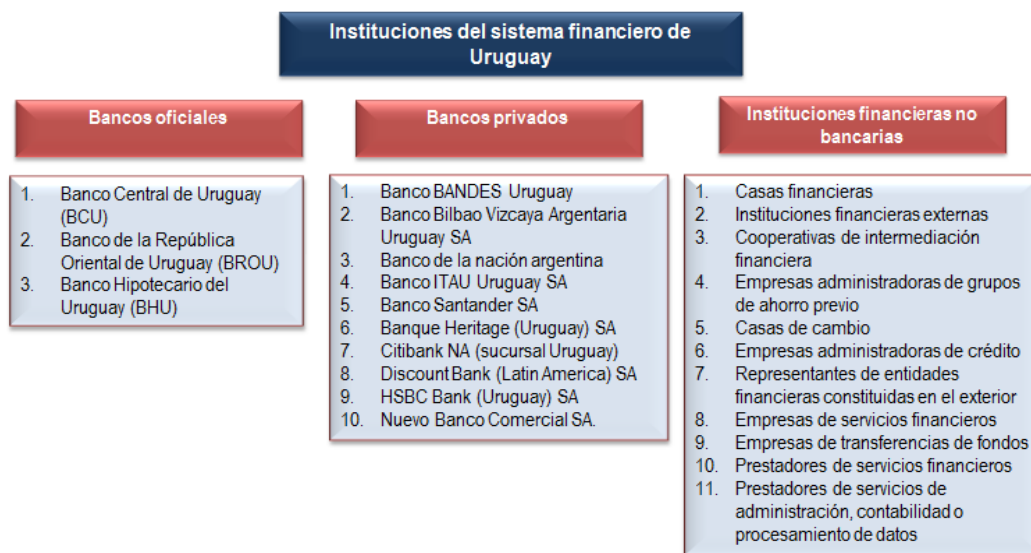


Fuente: Elaboración propia a partir de Deloitte, (2012).

³⁴ Como resultado de la liberalización y desregulación de los mercados de capitales que caracterizaron los años noventa, la región latinoamericana fue impactada por crisis cambiarias y financieras que tuvieron fuertes y perjudiciales impactos en las Balanzas de Pagos de estas economías. La fuerte afluencia de capitales determinó la apreciación de las respectivas monedas, por el incremento en la demanda de las mismas, lo que tuvo un efecto negativo en los niveles de competitividad de las economías al encarecer las exportaciones y abaratar las importaciones, y por tanto en la cuenta corriente. Por otra parte, también se vio afectada negativamente la cuenta capital y financiera por el endeudamiento excesivo de estas economías. Lo anterior derivó en una pérdida de confianza por parte de los depositantes que determinó el colapso del sistema financiero de algunas economías, como fue el caso de Argentina en 2001.

En la actualidad, el sistema financiero uruguayo está compuesto por 13 instituciones bancarias, de las cuales tres son bancos estatales y diez bancos privados que en su mayoría operan internacionalmente; además cuenta con 11 tipos de instituciones financieras no bancarias. (Ver Figura 3).

Figura 3. Tipos de instituciones del sistema financiero uruguayo.



Fuente: Elaboración propia a partir de www.bcu.gub.uy.

2.1.1.- El Banco Central de Uruguay, la política monetaria y la dolarización parcial.

La entidad regente de todo el sistema financiero uruguayo es el Banco Central del Uruguay, el cual tiene entre sus principales objetivos la estabilidad de precios y la regulación y supervisión del Sistema Financiero y del Sistema de Pagos. Para dar cabal cumplimiento a dichas finalidades, aplica los instrumentos monetarios necesarios, y regula y supervisa la ejecución de reglas que atañen al sistema financiero³⁵.

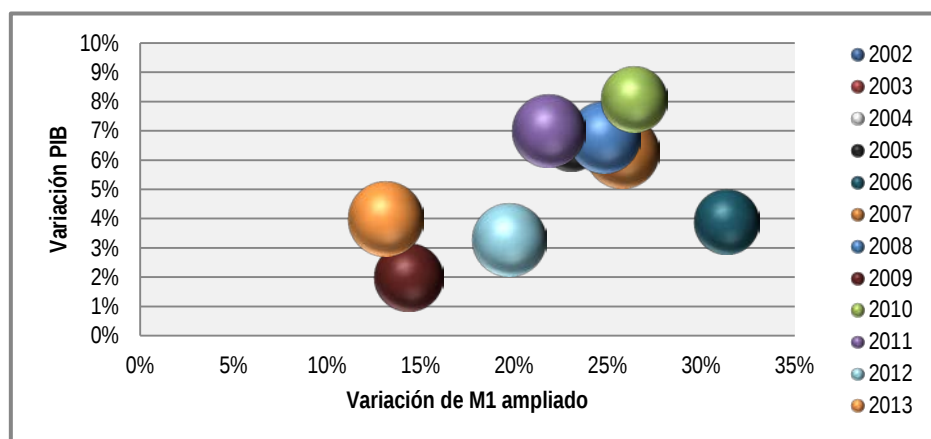
Desde su creación en 1967 el BCU tiene a su cargo exclusivo la emisión de billetes y acuñación de monedas en todo el territorio nacional. Además, es responsable de la administración del circulante, de fomentar su correcta manipulación y conservación por parte de la población, y cuando lo amerite, es responsable de decidir su retiro de circulación. A su vez, actúa como asesor económico, banquero y representante financiero del Gobierno y administra las reservas del Estado. (Aboal, 2011)

³⁵ www.bcu.gub.uy, 2013, visitado el 15 de enero del 2014, 11.25 am.

La actual política monetaria en Uruguay puede definirse como un esquema de metas de inflación basado en agregados monetarios. (BCU, 2013 c) En este arreglo, la variable principal de referencia son los medios de pago, definidos como el agregado M_1 ampliado (M_1'), el cual incluye el circulante fuera del sistema bancario, los depósitos a la vista y en caja de ahorro en moneda nacional. La política monetaria busca alcanzar y mantener el objetivo de inflación, para lo cual determina la trayectoria que debe seguir el agregado M_1' , quien se ha demostrado, tiene una fuerte relación con la inflación en el mediano y largo plazo³⁶ (BCU, 2013c). Sin embargo, es importante señalar que este agregado no constituye una meta dado que no existe una obligación explícita por parte del Banco Central de alcanzar un valor determinado, el compromiso es con el objetivo de inflación.

El Gráfico 2 permite realizar un análisis comparado entre el crecimiento económico de Uruguay, la variación del agregado M_1 ampliado y la inflación³⁷. En función del esquema de política monetaria adoptado el gráfico muestra que el incremento del agregado es muy superior al crecimiento económico mostrado por la economía en los últimos 12 años,

Gráfico 2. Crecimiento del PIB, del agregado M_1 ampliado y de la inflación.



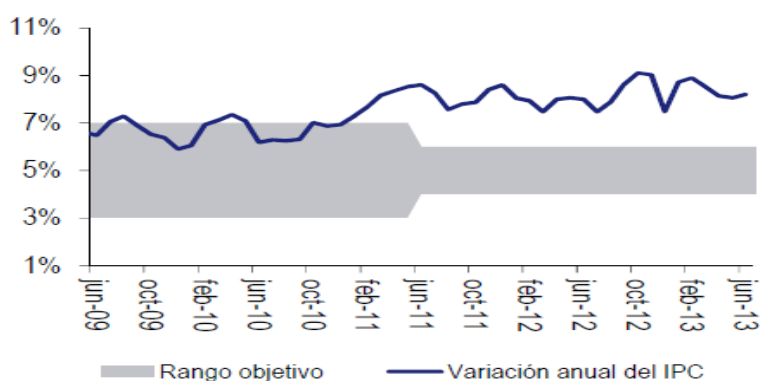
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadísticas de Uruguay.

No obstante, ello no se ha traducido en un incremento desmedido de la inflación lo que indica que el dinero se está dirigiendo esencialmente hacia sectores productivos que permiten una mayor oferta de bienes y servicios, evitando así un alza de los precios muy significativa. Pese a ello, como se observa en el Gráfico 3 este comportamiento ha conllevado a una tasa de inflación que ha mantenido una tendencia creciente, llegando a ser superior a la meta desde junio del 2011.

³⁶ Por ejemplo, si la inflación está por encima del objetivo la política monetaria el BCU deberá actuar contrayendo la tasa de crecimiento de los agregados.

³⁷ En el eje horizontal se refleja el crecimiento del agregado monetario, en el eje vertical el crecimiento económico y el tamaño de la burbuja es la variación de la inflación de un año respecto al otro.

Gráfico 3. Inflación objetivo y efectiva.



Fuente: Banco Central de Uruguay, Informe de Política Monetaria, Segundo Trimestre 2013.

De manera general, con este tipo de esquema monetario, las expectativas futuras de inflación de los agentes económicos juegan un papel determinante, de ahí que la credibilidad y la confianza del público se erijan como pilares esenciales. Por esa razón se requiere un alto nivel de transparencia en el manejo de la política monetaria.

Aunque se le da seguimiento principalmente a M_1' , el BCU también controla y monitorea el resto de los agregados monetarios, los cuales se reflejan en la Tabla 5. Esto es necesario, pues en economías parcialmente dolarizadas la demanda de dinero y las expectativas de inflación pueden manifestar cierta volatilidad en su evolución, determinando así que la relación de causalidad entre el agregado M_1' y la inflación se torne inestable.

Tabla 5. Agregados monetarios de Uruguay.

Agregado	Concepto
Base Monetaria	Emisión fuera del BCU + Depósitos de encaje en el BCU + Depósitos del sistema bancario en el BCU
M_1	Circulante fuera del sistema bancario + Depósitos a la vista en moneda nacional.
M_1' (M_1 ampliado)	M_1 + Depósitos en caja de ahorro en moneda nacional.
M_2	M_1' + Depósitos a plazos en moneda nacional.
M_2' (M_2 ampliado)	M_2 + Depósitos de ahorro previo.

Fuente: Elaboración propia a partir de información del Banco Central de Uruguay.

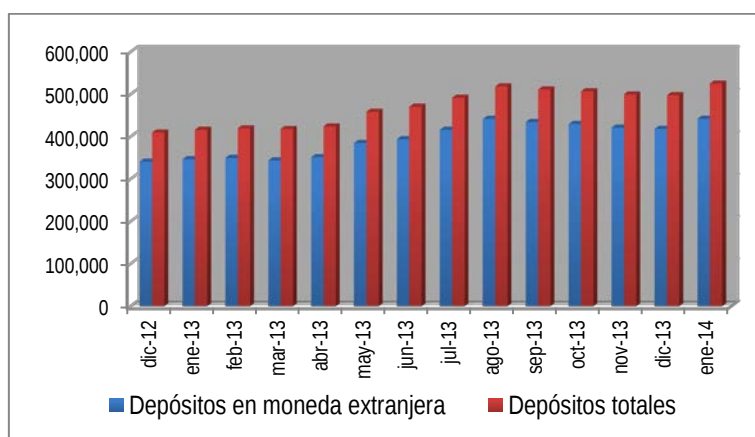
Dentro de los instrumentos que utiliza el Banco Central de Uruguay para manejar la política monetaria se encuentran las operaciones de mercado abierto, las cuales realizan mediante la emisión de letras de regulación monetaria. Otro mecanismo empleado es la regulación del crédito otorgado tanto al gobierno como al resto del sistema bancario, lo que incide no solo sobre la base monetaria sino también sobre el multiplicador del crédito. Además se establece una tasa de encaje en moneda

extranjera con el objetivo de reducir la entrada de capitales especulativos y ampliar el control sobre las reservas internacionales.

Por otra parte, al igual que en la mayoría de los países latinoamericanos, la economía uruguaya se encuentra parcialmente dolarizada; fenómeno que comenzó como resultado de la falta de alternativas financieras en una economía que sufría la existencia de una elevada inflación desde mediados de la década de los 50, en un ambiente de represión financiera. Esta alza sostenida de los precios domésticos, determinó la pérdida de competitividad de la economía generando crecientes déficits en la balanza de pagos, cuya solución, en el contexto de Bretton Woods,³⁸ implicó la devaluación del peso uruguayo. Tras sucesivas devaluaciones, el público comenzó a perder confianza en la moneda nacional, lo que motivó el incremento de la demanda de dólares. En consecuencia en el año 1962, el Departamento de Emisión del Banco de la República Oriental del Uruguay³⁹ autorizó los depósitos en divisas, momento a partir del cual el desarrollo del sistema financiero estuvo basado en la dolarización.

Al propio tiempo, ante la falta de credibilidad y la persistente inflación, aumentó la desconfianza en la denominación en pesos de la deuda pública, intensificando el proceso de dolarización de pasivos. En la actualidad, cómo se puede apreciar en el Gráfico 4, casi la totalidad de los depósitos están nominados en moneda extranjera, representando en enero del 2014 el 72% del total de depósitos.

Gráfico 4. Depósitos en dólares y depósitos totales.



Fuente: Elaboración propia a partir de Balances Monetarios Consolidados de Uruguay, 2014.

En este contexto, se ha adoptado un régimen cambiario de flotación sucia. Ello implica que aun cuando el tipo de cambio muestre flexibilidad para ajustar shocks externos, exista una fuerte intervención estatal en el mercado cambiario.

³⁸ Con el esquema de Bretton Woods se estableció para todas las monedas un tipo de cambio fijo con respecto al dólar.

³⁹ En el año 1962 todavía no se había constituido el Banco Central de Uruguay.

Una vez señalados los principales rasgos del sistema monetario y financiero uruguayo, se pueden interpretar con mayor facilidad las estadísticas monetarias empleadas por el BCU para monitorear la emisión monetaria.

2.1.2.- Las estadísticas monetarias en Uruguay: balance monetario del BCU, del sistema bancario y el consolidado.

El esquema de metas de inflación definido por las autoridades monetarias de Uruguay implica un elevado nivel de transparencia, de forma tal que el público puede darle seguimiento a la política monetaria y monitorear aquellas variables que considere relevante. Para ello, se hace necesaria la utilización de estadísticas monetarias y herramientas analíticas que permitan la realización de estudios monetarios integrales y al propio tiempo no resulten muy complejas. Además es importante que las mismas estén alineadas con los estándares internacionales. En este sentido, las autoridades monetarias de Uruguay teniendo en cuenta las recomendaciones del MEMF del FMI (2000), confeccionan mensualmente tres herramientas analíticas básicas: el balance monetario del BCU, el balance monetario del sistema bancario y el balance monetario consolidado⁴⁰ (BCU, 2013).

La primera de ellas, presenta tanto los activos como los pasivos del BCU al cierre de la fecha de referencia, tomando como fuente el balance de saldos contables de dicha institución. El cuadro está organizado de forma tal que queden los activos externos e internos en la parte superior, y los pasivos que conforman la base monetaria en la parte inferior, permitiendo relacionar con mayor facilidad fuentes y usos.

Por su parte, el balance monetario del sistema bancario comprende los datos de todas las instituciones de depósito (banca pública⁴¹, bancos privados e instituciones financieras externas), excepto los del Banco Central. Finalmente, en el balance monetario consolidado se agrega toda la información contenida en los dos balances anteriores. En el Cuadro 2 se pueden apreciar las partidas más generales consideradas en cada uno de estos balances así como la forma en que deben quedar organizadas.

⁴⁰ Usando la terminología del MEMF (2000) el balance monetario del BCU sería el panorama del Banco Central, el balance monetario del sistema bancario sería el panorama de las otras sociedades de depósito, mientras que el balance monetario consolidado sería el panorama de las sociedades de depósito.

⁴¹ Incluye al Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) y el Banco Hipotecario de Uruguay (BHU).

Cuadro 2. Principales partidas del balance monetario consolidado, del sistema bancario y del BCU.

Balance monetario consolidado	Balance Monetario del BCU	Balance monetario del sistema bancario
A. Activos Externo de Corto Plazo (en millones de USD) B. Crédito Interno Neto I. Crédito Neto al Sector Público No Financiero II. Crédito al Sector Privado III. Letras de Regulación Monetaria IV. Otras Cuentas Netas C. Pasivos Monetarios I. Medios de pago II. Depósitos en caja de ahorro en MN III. Depósitos a plazos en MN IV. Depósitos de ahorro previo en MN V. Depósitos en moneda extranjera	A. Activos de reserva (en millones de USD) B. Crédito Interno Neto I. Crédito Neto al Sector Público No Financiero II. Crédito Neto al Sistema bancario III. Crédito al Sector Privado IV. Letras de Regulación Monetaria V. Otras Cuentas Netas C. Pasivos Monetarios I. Emisión fuera del BCU II. Depósitos a la vista en MN* del sistema bancario. III. Depósitos de encaje remunerado en MN del sistema bancario IV. Depósito overnight y a plazo MN del sistema bancario V. Otros depósitos en MN	A. Activos Externo de Corto Plazo (en millones de USD) B. Crédito Interno Neto I. Crédito Neto al Sector Público No Financiero II. Crédito Neto al BCU III. Crédito al Sector Privado IV. Letras de Regulación Monetaria V. Otras Cuentas Netas C. Pasivos Monetarios I. Medios de pago II. Depósitos a la vista en MN en el BCU III. Depósitos de encaje remunerado en MN en el BCU IV. Depósito overnight y a plazo MN en el BCU V. Depósitos en caja de ahorro en MN VI. Depósitos a plazos en MN VII. Depósitos de ahorro previo en MN VIII. Depósitos en moneda extranjera

Fuente: Elaboración propia a partir de BCU, (2013).

De manera general, en los tres balances las partidas del activo y algunas del pasivo aparecen desglosadas de acuerdo a la sectorización realizada por las autoridades monetarias siguiendo la lógica de las propuestas contenidas en el manual. Los principales sectores considerados son:

- ❖ El sector público, que comprende el Gobierno Central y el resto del sector público.
- ❖ El sector de instituciones del sistema financiero.
- ❖ El sector privado que comprende las empresas privadas no financieras, los hogares y las instituciones privadas si fines de lucro.
- ❖ El sector de no residentes que abarca el conjunto de unidades con residencia fuera del país.

Aunque se considera al sector no residente, en los rubros externos solo se incluyen los activos que vencen en el corto plazo, es decir, no se tienen en consideración los créditos otorgados o recibidos del exterior en el mediano y largo plazo (BCU, 2013). Estos últimos se incluyen dentro de la partida crédito al sector privado en moneda extranjera, aclarando que son con no residentes y se registran en dólares. Esta forma de presentación de la información hace el análisis más engorroso pues no permite conocer

de forma directa, el impacto del sector externo en la emisión, lo que se refuerza con el hecho de que en los balances las fuentes se nominen en una moneda y los usos en otra.⁴²

Por su parte, el crédito neto al sector público no financiero se desagrega en crédito neto al gobierno central y el crédito al resto del sector público, lo que facilita el monitoreo del impacto del déficit fiscal en la masa monetaria. Nótese que solo se consideran en términos netos los activos externos de corto plazo y el crédito al gobierno central.

De otro lado, entre las partidas monetarias de las sociedades de depósito en general se consideran los depósitos realizados en moneda extranjera, nominados en dólares y desglosados en depósitos de empresas públicas y gubernamentales y sector privado no bancario; distinguiéndose si la transacción es con residentes o no residentes. Por ello el criterio de clasificación no es la residencia del deudor o acreedor, sino la moneda en que se realice la transacción.

Aunque la presentación de los datos de esta forma le resta riqueza al análisis al englobar en una misma clasificación datos de diferente naturaleza, en Uruguay se utiliza un mecanismo alternativo para controlar el comportamiento de los activos en moneda extranjera. Los especialistas del Banco Central elaboran un recuadro donde queda desagregada la posición general en moneda extranjera del BCU, teniéndose en consideración no solo los activos de reserva sino también los activos netos con residentes y con no residentes (Ver Anexo 14). Este cuadro resulta de gran utilidad pues complementa el análisis derivado de los balances, permitiendo identificar las causas principales de las variaciones de los activos o pasivos nominados en moneda extranjera. Esta herramienta resulta particularmente útil para economías parcialmente dolarizadas.

En sentido general, con la utilización de estos instrumentos se puede calcular la base monetaria y los agregados así como sus contrapartidas. Sin embargo, partiendo de estos balances, el BCU confecciona dos cuadros analíticos adicionales para monitorear específicamente las fuentes más importantes de la emisión, los mismos quedan reflejados en el Cuadro 3.

⁴² En diciembre del 2014, el BCU publicó una nueva metodología para la confección de sus estadísticas monetarias, donde quedan superadas estas deficiencias. Sin embargo, aún no se cuenta con estadísticas elaboradas según dichas correcciones.

Cuadro 3. Factores de variación de la base monetaria y los activos de reserva.

Saldo al inicio del período 1. Compras netas de moneda extranjera 2. Crédito neto al sistema financiero 3. Crédito al Gobierno 4. Utilizaciones de las disponibilidades del Gobierno Central en moneda nacional 5. Déficit del BCU en moneda extranjera 6. Instrumentos de política monetaria 7. Otros Variación total del período (1+2+3+4+5+6+7) Saldo al final del período	Saldo al inicio del período 1. Compras netas de moneda extranjera 2. Depósitos del sistema bancario en el Banco Central 3. Otros depósitos en el Banco Central 4. Divisas de exportación a liquidar 5. Obligaciones netas en moneda extranjera con Gobierno Central 6. Intereses netos 7. Otros Variación total del período (1+2+3+4+5+6+7) Saldo al final del período
--	---

Fuente: Elaboración propia a partir de BCU, (2013).

Como se observa en el primer cuadro, la definición de la base monetaria es la misma que la utilizada en la construcción del balance monetario del BCU y por tanto su flujo coincide. Este cuadro permite monitorear específicamente las fuentes de emisión primaria, mientras que el segundo cuadro posibilita dar seguimiento a los activos de reserva. Las compras netas de moneda extranjera que se reflejan en el primer recuadro corresponden al contravalor en moneda nacional de las compras netas en moneda extranjera que se muestran en el cuadro de factores de variación de los activos de reserva.

Aunque con todas las herramientas explicadas se logra un análisis integral de la emisión monetaria, resultaría más útil para el analista contar con un instrumento que consolide toda esa información en un solo cuerpo analítico. Es por ello que los Balances Monetarios resultan herramientas idóneas para monitorear la emisión. Con el objetivo de ilustrar las bondades que ofrece la utilización de este instrumento, en el siguiente epígrafe se construye un balance de este tipo a partir del balance monetario del BCU, el del sistema bancario y el consolidado, publicados por el Banco Central de Uruguay en diciembre del 2013. (Ver Anexo 15)

2.1.3.- Construcción de un Balance Monetario para Uruguay.

Para la confección del Balance Monetario se tomará como referencia el Informe del balance monetario consolidado publicado por las autoridades monetarias en diciembre de 2013, el cual incluye no solo este instrumento sino también el del sistema bancario y el del BCU. A pesar de que en el mismo aparecen datos mensuales desde noviembre del 2012 hasta noviembre del 2013, se consideró como

período para el análisis el primer y tercer trimestre de este último año. La información esta expresada en millones de pesos uruguayos.

Tomando como referencia estos balances (Panoramas según el MEMF) resulta muy fácil la construcción del Balance Monetario, presentado en la Tabla 6, pues ya las cuentas están homogenizadas a una norma común. Sin embargo, el orden y la composición de las partidas puede diferir en función del interés del analista; en este caso se introdujeron las siguientes modificaciones:

- ❖ En el rubro de activos externos se consideraron todas las transacciones con unidades no residentes nominadas en pesos uruguayos. Para ello, tanto la partida “*activos externos netos de corto plazo*” como las partidas “*crédito en moneda extranjera al sector privado no residentes*” y “*depósitos en moneda extranjera al sector privado no residente*”, se expresaron en moneda doméstica teniendo en cuenta el tipo de cambio vigente en el período de análisis⁴³. Posteriormente, se creó una cuenta denominada “*Deuda o Crédito Neto*” que refleja la diferencia entre estas dos últimas partidas y que recoge el impacto que tienen las transacciones con el sector externo en el corto, mediano y largo plazo sobre la emisión monetaria.
- ❖ Los créditos y depósitos en moneda extranjera de los agentes residentes también se expresaron en pesos uruguayos en función del tipo de cambio vigente, con el fin de que todas las partidas del balance estuvieran nominadas en la misma moneda.
- ❖ Dentro del rubro datos monetarios solo se incluyeron aquellos pasivos que conforman a M_1 ampliado pues el objetivo del análisis realizado es monitorear aquel agregado definido como clave en el manejo de la política monetaria dada su relación con la inflación.
- ❖ Las cuentas pasivas menos líquidas, es decir, aquellas que no se incluyen en M_1 ampliado se agregaron en una partida denominada “*cuasidinero*”, la cual se consideró una fuente de emisión⁴⁴. Lo anterior responde al papel que desempeñan los depósitos en el mecanismo multiplicador, o sea, en la emisión secundaria.

⁴³ En el primer trimestre el tipo fue de 19,07 USD/pesos uruguayos y en el tercer período de 22,04 USD/pesos uruguayos.

⁴⁴ Esto no implica que a través del Balance Monetario confeccionado no se pueda conocer el valor de todos los agregados monetarios. Los datos aparecen reflejados, solo que se consideran como fuentes en lugar de usos de la emisión secundaria.

Tabla 6. Balance Monetario de Uruguay (Primer – Tercer Trimestre 2013)

Conceptos	Primer Trimestre 2013			Tercer Trimestre 2013			Variaciones		
	BCU	Banca	Sistema bancario	BCU	Banca	Sistema bancario	BCU	Banca	Sistema bancario
DATOS NO MONETARIOS	216.058	191.297	407.355	214.459	211.301	425.760	-1.599	20.004	18.405
DE ORIGEN EXTERNO	751.404	168.810	920.214	1.039.685	188.950	1.228.635	288.281	20.140	308.421
I. Activos Externo de Corto Plazo	751.404	345.197	1.096.601	1.039.685	412.483	1.452.168	288.281	67.286	355.567
II. Deuda o Crédito Neto	0	-176.387	-176.387	0	-223.533	-223.533	0	-47.146	-47.146
DE ORIGEN INTERNO	-535.346	61.495	-473.851	-825.226	61.658	-763.568	-289.880	163	-289.627
I. Crédito Interno Neto	4.637	1.030.551	1.035.188	-120.980	1.266.302	1.145.323	-125.617	235.752	110.224
Crédito Neto al Sector Público no Financiero	224.760	63.361	288.121	200.283	69.701	269.984	-24.477	6.340	-18.137
1. Gobierno Central	230.577	44.732	275.309	207.230	47.124	254.354	-23.347	2.392	-20.955
2. Resto del sector público	-5.817	18.628	12.811	-6.947	22.577	15.630	-1.130	3.949	2.819
Crédito Neto al Sistema Bancario	-219.301	219.301	0	-322.555	322.555	0	-103.254	103.254	0
Crédito Neto del BCU al Sector Privado	-822	0	-822	1.292	0	1.292	2.114	0	2.114
Crédito al Sector Privado	0	747.889	747.889	30	874.046	874.046	0	126.158	126.247
1. Moneda nacional	0	338.200	338.200	0	366.914	366.914	0	28.714	28.714
2. Moneda extranjera (residente)	0	409.689	409.689	0	507.132	507.132	0	97.444	97.533
II. Cuasidinero	0	-932.837	-932.837	0	-1.141.520	-1.141.520	0	-208.683	-208.683
Depósitos a plazos en M.N.	0	-89.340	-89.340	0	-93.630	-93.630	0	-4.290	-4.290
1. Empresas públicas y gobiernos departamentales	0	-11.920	-11.920	0	-14.348	-14.348	0	-2.428	-2.428
2. Sector privado no bancario	0	-77.420	-77.420	0	-79.282	-79.282	0	-1.862	-1.862
Depósitos de Ahorro Previo M.N.	0	-13.189	-13.189	0	-14.669	-14.669	0	-1.480	-1.480
Depósitos en Moneda Extranjera	0	-830.308	-830.308	0	-1.033.221	-1.033.221	0	-202.913	-202.913

1. Empresas públicas y gobiernos departamentales	0	-19.720	-19.720	0	-26.980	-26.980	0	-7.260	-7.260
2. Sector privado no bancario (residente)	0	-810.588	-810.588	0	-1.006.241	1.006.241	0	-195.653	-195.653
III. Letras de regulación monetaria	-510.613	128.853	-381.760	-600.668	133.060	-467.608	-90.055	4.207	-85.848
IV. Otras cuentas netas	-29.370	-204.080	-233.450	-103.578	-235.491	-339.069	-74.208	-31.411	-105.619
DATOS MONETARIOS	216.058	191.297	407.355	214.459	211.301	425.760	-1.599	20.004	18.405
I Emisión fuera del BCU	147.862	-39.008	108.854	153.008	-39.307	113.701	5.146	-299	4.847
1.1 Circulante en poder del sistema bancario	39.008	-39.008	0	39.307	-39.307	0	299	-299	0
1.2 Efectivo en manos del público	108.854	0	108.854	113.701	0	113.701	4.847	0	4.847
II. Depósitos Encaje Remunerado M.N. en BCU	18.588	-18.588	0	20.639	-20.639	0	2.051	-2.051	0
III. Depósitos Vista en M.N del Sistema Bancario en BCU	18.252	-18.252	0	29.338	-29.338	0	11.086	-11.086	0
IV. Depósitos Overnight y Plazos del Sistema Bancario en el BCU	31.356	-31.356	0	11.474	-11.474	0	-19.882	19.882	0
V. Depósitos vista moneda nacional	0	189.359	189.359	0	191.854	191.854	0	2.495	2.495
2.1 Empresas públicas y gobierno departamentales	0	33.198	33.198	0	27.866	27.866	0	-5.332	-5.332
2.2. Sector privado no bancario	0	156.161	156.161	0	163.988	163.988	0	7.827	7.827
V. Depósitos en Caja de Ahorro en M.N.	0	109.142	109.142	0	120.205	120.205	0	11.063	11.063

Fuente: Elaboración propia a partir de Balances Monetarios de Uruguay 2013, Primer -Tercer Trimestre.

Como se aprecia en la tabla anterior el BM se divide en tres grandes columnas: i) Información del primer trimestre, ii) Información del tercer trimestre y iii) Variación de un trimestre a otro. Cada una de ellas a su vez se desglosa en tres sub columnas que incluyen los datos del BCU, los del resto de los bancos y los del sistema bancario en general; esta última contiene toda la información necesaria para el cálculo de los agregados monetarios.

La columna de las variaciones resulta la más significativa pues es la que muestra el comportamiento de la variable en el tiempo. Si bien la sección del BCU muestra las variaciones de la base monetaria en Uruguay en los períodos de análisis así como sus causas; la que refleja la situación del sistema bancario, contiene todas las partidas necesarias para monitorear fuentes y usos de la emisión secundaria.

En sentido general, en la sección de los Datos no monetarios quedan reflejadas las fuentes de emisión mientras que la de Datos monetarios contiene sus usos. Esta forma de presentación de la información permite conocer de una manera más simple el impacto de fenómenos ocurridos en la economía real sobre la emisión: dígame saldo de la Balanza de Pagos, comportamiento del déficit fiscal, incremento de los créditos, entre otros.

2.2. Monitoreo de la emisión monetaria: Una aplicación práctica.

Una vez confeccionado un Balance Monetario para Uruguay, en el presente epígrafe se abordarán las principales interpretaciones que se pueden derivar del mismo, ya sea directamente o a través de la utilización de técnicas econométricas.

2.2.1.- Balance Monetario de Uruguay: Interrelaciones básicas.

El Balance Monetario presentado en el apartado anterior muestra que en el tercer trimestre del 2013 se produjo una creación total de dinero de 24 175 millones de pesos con respecto al primer trimestre de dicho año⁴⁵. Lo anterior fue resultado de una contracción primaria, es decir, de una reducción de la base monetaria en 1 599 millones de pesos y un incremento del multiplicador en un 5,52%⁴⁶.

⁴⁵ Este valor refleja la variación del agregado M₂ ampliado y se obtiene de la sumatoria de la variación de los datos monetarios del sistema bancario (18 405) y las partidas del cuasidinero a excepción de los depósitos en moneda extranjera (5 770). Aunque los datos monetarios constituyan usos y el cuasidinero aparezca como fuente de emisión, ambas partidas se suman pues son de naturaleza pasiva.

⁴⁶ Este es el multiplicador monetario correspondiente al agregado M₂ ampliado, el cual se incrementó de 2.36 a 2.49 aproximadamente.

Por su parte el agregado M_1 ampliado creció en 18 405 millones de pesos, pues el efecto contractivo de la base monetaria fue superado por el incremento del multiplicador correspondiente a dicho agregado, el cual aumentó en 5.30%. La intencionalidad de política contractiva obedece a una decisión explícita de controlar la inflación pues como se planteó con anterioridad, la misma se mantuvo superior a la meta desde junio de 2011.

La **contracción primaria** fue generada principalmente por el incremento en un 17% de la colocación de Letras de Regulación Monetaria (LRM), que permitió retirar de la circulación 85 848 millones de pesos más que en el primer trimestre⁴⁷; efecto que fue reforzado con las restricciones impuestas al crédito interno por parte del BCU. Al considerar el crédito interno neto al sector financiero se aprecia un incremento de la posición pasiva del BCU en 103 254 millones de pesos⁴⁸, dado que son mayores las amortizaciones y los depósitos realizados por los bancos, que los créditos otorgados a estos por el BCU, los cuales disminuyen considerablemente. (BCU, 2013 c)

En el caso de la emisión primaria al sector público no financiero los créditos otorgados superan a los depósitos⁴⁹ en ambos trimestres; sin embargo, en términos netos se produce una reducción de los préstamos a dicho sector de un trimestre a otro. Esta situación no solo responde a la necesidad del BCU de restringir el crédito otorgado como parte de la política contractiva llevada a cabo; sino también está determinada por la evolución decreciente del déficit del sector público. Durante el período analizado, el déficit se mantuvo en niveles macroeconómicamente sostenibles, oscilando entre un 2 y un 2.2% del PIB, lo que posibilitó incrementar los depósitos del gobierno en el BCU, esencialmente los nominados en dólares (BCU, 2013 c).

A pesar de esto, el comportamiento superavitario mantenido por la Balanza de Pagos durante el periodo analizado, constituyó una importante fuente de expansión, lo que determinó que la base monetaria no se contrajera en una mayor magnitud. Como se puede apreciar en el Gráfico 5 el superávit en cuenta capital y financiera fue superior al déficit en cuenta corriente, lo que propició la acumulación de reservas internacionales en 288 281 millones de pesos⁵⁰ y, por ende, el crecimiento de la base durante el período analizado. Aunque esta entrada de capitales constituye el determinante fundamental del incremento de las reservas, sobre esto también influyó la depreciación del peso

⁴⁷ Esta cifra se refleja en el escaque de las variaciones de las letras de regulación monetaria del sistema bancario.

⁴⁸ Esta cifra aparece en la casilla de variación del crédito neto al sistema bancario. Como es una partida interbancaria se anula; sin embargo, tiene efecto en la emisión.

⁴⁹ A los efectos del análisis de la emisión monetaria esto resulta interesante, sin embargo en un análisis del sector público general esto resultaría trivial. Como el BCU es un banco estatal, el mismo es parte del sector público, por tanto, al final las operaciones entre este y el resto del sector público no financiero se anulan. (BCU S. d., Tercer Trimestre 2013)

⁵⁰ Esta cifra aparece en la casilla variaciones de datos no monetarios de origen externo del BCU.

uruguayo con respecto al dólar⁵¹, pues en el balance realizado las mismas aparecen nominadas en moneda nacional.

Gráfico 5. Principales componentes de la Balanza de Pagos de Uruguay (En % PIB-Año móvil)



Fuente: Banco Central de Uruguay, Informe de Política Monetaria, Tercer Trimestre 2013.

A pesar de que los activos externos de corto plazo mostraron un incremento de un 38.36% y el BCU incrementó la emisión en 5 146 millones de pesos⁵², esto fue contrarrestado esencialmente por la acción contractiva del crédito y la venta de LRM.

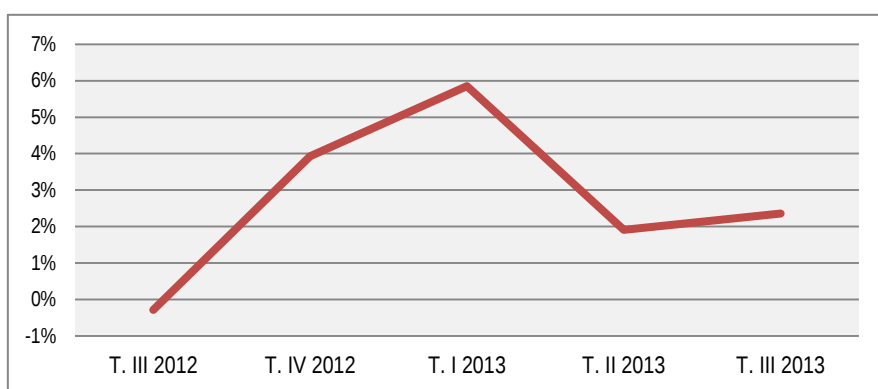
Aunque cabe esperar que ante la contracción de la base, el agregado M1 ampliado se reduzca, esto no ocurre de esa forma durante el período analizado. Lo anterior no entraña una contradicción sino que está en función del horizonte de política monetaria trazada por las autoridades, que se propone reducir, no revertir, el crecimiento de M1 ampliado⁵³. Como se puede observar en el Gráfico 6, efectivamente, se ha desacelerado la tasa de crecimiento de dicho agregado.

⁵¹ Aunque la teoría económica indica que ante una entrada de capitales la moneda doméstica tiende a apreciarse dada la mayor demanda de la misma, en el caso de las economías parcialmente dolarizadas no es aplicable esta regla pues muchas de las transacciones se realizan en dólares.

⁵² Ese valor se refleja en la variación de la partida de emisión fuera del BCU.

⁵³ La instancia contractiva adoptada se traduce en establecer una trayectoria del M1' que al cabo del horizonte de política, segundo trimestre de 2015, converja a un crecimiento interanual de 8%. (BCU, 2013 c)

Gráfico 6. Tasa de crecimiento (%) de M1 ampliado



Fuente: Elaboración propia a partir del Balance Monetario Consolidado de Uruguay 2012 y 2013.

Nótese que aunque se produjo una contracción de la base monetaria en 0.74%, los instrumentos utilizados provocaron un incremento simultáneo del multiplicador del crédito bancario. (Ver Tabla 7) Si bien el BCU decidió restringir los créditos concedidos tanto al gobierno como al sector financiero, no ocurrió de igual forma con los otorgados por las instituciones bancarias privadas del sector financiero. Lo anterior demuestra la carencia que tiene la entidad monetaria suprema de Uruguay de mecanismos que le permitan un control mayor y más directo del crédito otorgado por el sistema bancario privado.

Tabla 7. Variación de los pasivos monetarios y el multiplicador

Indicadores	1er trimestre	3er trimestre	Variación (%)
BM	216.058	214.459	-0,74
M1	298.213	305.555	2,46
M1'	407.355	425.760	4,52
C	0,08	0,07	-10,68
R	0,11	0,08	-21,91
Multiplicador	1,89	1,99	5,30

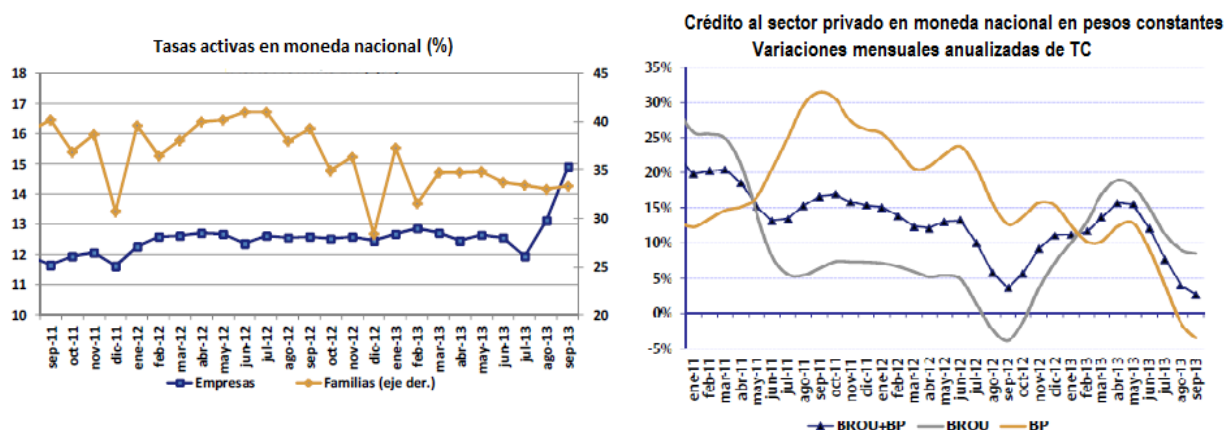
Fuente: Elaboración propia a partir del Balance Monetario de Uruguay, primer y tercer trimestre de 2013.

Aunque no se restringió administrativamente el crédito otorgado por los bancos, sí se incrementaron las tasas activas para las empresas, como un mecanismo para desestimularlo. (Ver Gráfico 6) Dicha medida no resultó efectiva pues el incremento experimentado por el déficit del sector privado no bancario en el período analizado⁵⁴ determinó una mayor demanda de créditos para afrontar las necesidades de liquidez por parte de este sector. Nótese el aumento en un 16,9 % del crédito neto al

⁵⁴ Durante este período el déficit del sector privado creció de manera acelerada, representando el 79% del déficit total. (BCU, 2013c)

sector privado, que aunque resulta significativo se ha ido desacelerando. Un análisis temporal del ritmo de crecimiento del mismo muestra que este comportamiento responde, principalmente por el segmento de la banca privada (Ver Gráfico 7). Una posible explicación de lo anterior radica en el manejo estricto de la liquidez realizada por el BCU a partir del cambio a la política contractiva.

Gráfico 7



Nota: Banco de la República Oriental de Uruguay (BROU); Banca Privada (BP), tipo de cambio (TC).

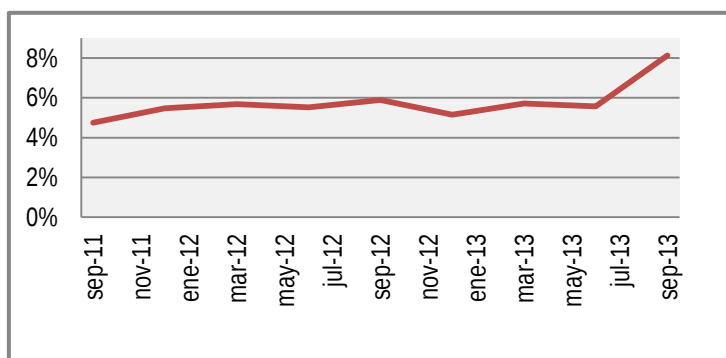
Fuente: Banco Central de Uruguay, Informe de Política Monetaria, Tercer Trimestre 2013.

Esta **expansión secundaria** está determinada esencialmente por la disminución en un 21.92% del coeficiente de reservas y en un 10.68% del coeficiente de liquidez. La caída de ambos indicadores es reflejo de la variación de los depósitos en el sistema bancario, los cuales se incrementaron en 208 683 millones de pesos.⁵⁵ Este comportamiento es un efecto derivado de la política contractiva aplicada, que como se observa en el Gráfico 8 derivó en el incremento de las tasas de interés pasivas⁵⁶.

⁵⁵ Este valor se refleja en la variación de la partida cuasidinero del sistema bancario. El signo negativo no está implicando que se produjo una disminución de la partida, sino que la misma es de naturaleza pasiva.

⁵⁶ A partir de junio de 2013 se introdujeron cambios en los parámetros de la política y en el instrumento, pasándose de un régimen de metas de inflación basado en el control de las tasas de interés a un régimen basado en la supervisión de la trayectoria de los agregados monetarios. Esta situación, ligada a la aplicación de una política monetaria contractiva determinó que se incrementaran las tasas de interés las cuales habían permanecido fijadas por largo tiempo. (BCU, 2013 c) Todo esto generó incentivos no solo a los residentes sino también a los no residentes de incrementar los depósitos en el sistema bancario uruguayo.

Gráfico 8. Tasas en moneda nacional: pasivas (Promedios mensuales en %)



Fuente: *Elaboración propia a partir de Superintendencia de servicios financieros del Banco Central de Uruguay, Reporte del sistema financiero, Tercer Trimestre 2013.*

Adicionalmente, el efecto de la reducción del coeficiente de reservas fue reforzado por la disminución de los depósitos overnight y a plazos en moneda nacional por un monto de 19 882 millones de pesos.⁵⁷ Sin embargo, este fue mitigado por el aumento de los depósitos a la vista en el BCU en 11 086 millones de pesos.⁵⁸ De otro lado, como parte de la política contractiva, en abril de 2013, las autoridades monetarias decidieron incrementar las tasas de encaje marginal aprobadas, provocando un alza de un 11% de las reservas obligatorias que tienen que mantener los bancos en el BCU.

En síntesis, el coeficiente de reserva decreció en una mayor magnitud que el de liquidez pues al tiempo que se incrementaron los depósitos (fundamentalmente en moneda extranjera)⁵⁹, se redujeron las reservas voluntarias de los bancos en el BCU. El mecanismo de multiplicación del crédito se activó por el incremento de la liquidez en el sistema bancario y por la falta de control por parte de las autoridades monetarias del crédito otorgado por los bancos privados.

A partir de las interpretaciones derivadas del Balance Monetario presentado se puede decir que aparentemente en Uruguay se está produciendo una fuerte entrada de capitales cuyos efectos internos son manejados por la autoridad monetaria mediante la esterilización, a través de la venta de Letras de Regulación Monetaria fundamentalmente.

2.2.2.- Algunos análisis econométricos: Tendencia y estacionalidad de las fuentes de emisión monetaria.

La presentación de las estadísticas monetarias en Panoramas o Balances Monetarios facilita la realización de estudios econométricos sobre el comportamiento de la emisión y sus fuentes. Para

⁵⁷ Este valor se refleja en el escaque de la variación de depósitos over night y a plazos en el BCU.

⁵⁸ Este valor se refleja en el escaque de variación de los depósitos a la vista en moneda nacional.

⁵⁹ Ver Gráfico 4

ilustrarlo, en el presente epígrafe se efectuará un análisis de la tendencia y la estacionalidad de las fuentes del agregado M_1 ampliado.

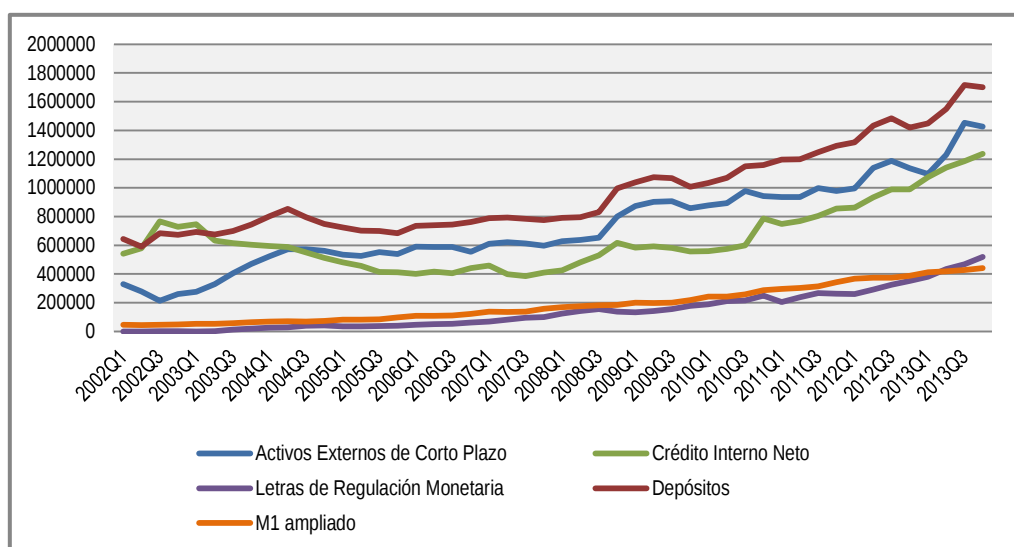
El análisis de las variables monetarias en función del tiempo destaca el efecto de las fuerzas exógenas sobre los factores esenciales de la creación de dinero. Entre dichas fuerzas exógenas, que a menudo causan modificaciones regulares y marcadas en los sistemas de interrelaciones que se establecen en el Balance Monetario, se pueden mencionar las estacionales y el ciclo económico. Es por ello que no se deben deducir conclusiones respecto a las variaciones en la masa monetaria partiendo del comportamiento de una u otra variable sin corregir el efecto de la influencia estacional, es decir, sin tener en cuenta al comparar con períodos anteriores las oscilaciones normales que se advierten en cada estación. Una vez que se aíslan la influencia de estos factores se puede conocer de forma más certera en qué medida el cambio en el agregado se explica directamente por el comportamiento de alguna de sus fuentes.

Este tipo de análisis permite anticipar la trayectoria de variables esenciales en determinados períodos del año, a partir de identificar si las variaciones en cada una de ellas son aleatorias o responden a determinada regularidad. Ello facilitaría considerablemente la programación monetaria y la coordinación de políticas pues permitiría tener una aproximación al comportamiento futuro de las fuentes de la emisión y anticipar el impacto de algún shock externo.

Para el presente estudio se tomó como fuente de información la serie trimestral de Panoramas de las sociedades de depósitos de Uruguay desde enero del 2002 hasta diciembre del 2013. Para el procesamiento de los mismos se utilizó el programa econométrico Eviews 5 Portable y para la estimación de la estacionalidad se empleó un método de medias móviles aditivo.

De forma general, el Gráfico 9 muestra una tendencia creciente en todas las partidas monetarias seleccionadas.

Gráfico 9. Trayectoria de las variables monetarias seleccionadas (Millones de pesos uruguayos).



Fuente: Elaboración propia a partir de la serie de Balances Monetarios de Uruguay.

Adicionalmente, a partir de la información contenida en la Tabla 8 se puede apreciar que las partidas analizadas presentan estacionalidad en todos los trimestres. Este comportamiento es típico de economías esencialmente agrícolas, como la uruguaya, dado que los factores climatológicos condicionan su funcionamiento económico, determinando el ciclo productivo y afectando también el consumo, el comercio y la industria (Brovedani, 1961). La exportación de productos agrícolas como el trigo, la cebada, la avena, la soja, el arroz y el maíz, representa una de las principales fuentes de ingresos del país. De ahí que, aunque Uruguay presenta cierta diversificación de sus producciones, se obtenga un fuerte componente estacional.

Tabla 8. Índices estacionales de los activos externos de corto plazo, el crédito neto al gobierno, el cuasidinero y el agregado M1 ampliado

Trimestres	Activos Externos de Corto Plazo	Crédito Interno Neto	Cuasi dinero	M1 ampliado
I	-8.294,17	6143,968	-1816,884	5624,028
II	3.461,04	-1463,682	3318,858	-855,3797
III	11.001,88	-8804,428	6110,603	-5218,957
IV	-6.168,75	4134,142	-7612,578	450,309

Fuente: Elaboración propia a partir de salidas de máquina del programa econométrico Eviews 5 Portable.

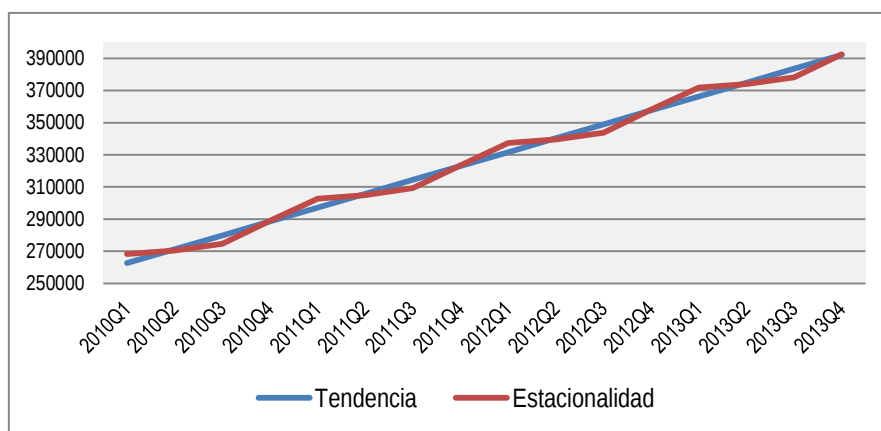
Un análisis de los coeficientes de estacionalidad refleja que el crédito interno tiende a incrementarse en el primer y cuarto trimestre del año. Esto se corresponde con las fases de la siembra y recolección

de cosechas de exportación como el arroz, la soja, el maíz y los girasoles⁶⁰. (Ministerio de Agricultura, 2009) Lo anterior puede ser un factor explicativo del aumento del crédito dado que, usualmente, durante estos períodos hay que financiar inversiones en activos fijos, mano de obra, almacenaje, transportación, entre otros.

Paralelamente, durante esta etapa de expansión crediticia los activos externos tienden a reducirse como resultado de la disminución de las exportaciones; por lo que las importaciones pasan a ser financiadas con las reservas internacionales o el crédito externo. Por otra parte, durante el segundo y el tercer trimestre se vuelven a incrementar las exportaciones como resultado de la culminación del período de cosecha; pagándose así las deudas a los bancos y acumulándose depósitos en los mismos con el fin de utilizarlos en el próximo proceso productivo.

Al analizar el impacto sobre M_1 ampliado de las fluctuaciones estacionales se puede observar que las mismas se compensan mutuamente por lo que la influencia sobre el agregado no resulta muy significativa.⁶¹ De ahí que, como se observa en el Gráfico 10, el agregado M_1' no tenga un componente estacional muy marcado.

Gráfico 10. Tendencia y estacionalidad del agregado M_1' .



Fuente: Elaboración propia de salidas de máquina del programa econométrico Eviews 5 Portable.

Para obtener resultados con mayor nivel de precisión se pueden desagregar cada uno de las partidas y así observar su comportamiento en cada uno de los sectores. Además este estudio, puede

⁶⁰ La cosecha de otros productos como la uva ocurre en el segundo trimestre del año, sin embargo las mayores inversiones se realizan a fines del tercer trimestre cuando se recoge la cosecha y se comienza el proceso de elaboración del vino. (Ministerio de Agricultura, 2009)

⁶¹ Si el crédito tiende a incrementarse en una menor proporción que la disminución de las reservas internacionales y los depósitos, se podría esperar que M_1' tendiera a reducirse en estos trimestres. Sin embargo, en este análisis no se están considerando todos sus determinantes.

complementarse con análisis de los componentes cíclicos, pues hay otros factores externos que también pueden modificar dicho comportamiento, sobre todo, dada la alta volatilidad de los precios de los productos primarios, variaciones en la demanda, shocks de oferta, etc.

Aunque el conocimiento previo de los períodos del año en que las fuentes de emisión tienden a aumentar o disminuir facilita significativamente la programación monetaria, se obtendría un análisis más completo de estimarse la magnitud en que cada una de estas variables afectan el comportamiento del agregado monetario.

Si bien cualquier análisis de la conducción de la política monetaria exigiría un estudio más profundo de la emisión, el caso de estudio examinado en el presente capítulo permitió demostrar esencialmente la utilidad práctica de los Balances Monetarios para el monitoreo de la emisión. También se evidenció como con la utilización de herramientas econométricas se puede anticipar el comportamiento de las fuentes de emisión en determinados períodos del año. Adicionalmente, se podrían estimar en qué medida los cambios en estas variables impactan sobre la base y el resto de los agregados, y hasta qué punto el incremento de los depósitos en el sistema bancario influye en el mecanismo de multiplicación del crédito.

Capítulo 3. Herramientas analíticas para el monitoreo de la emisión monetaria en Cuba.

Las transformaciones que se desarrollan en Cuba en los marcos de la actualización del modelo económico no solo introducen nuevos elementos a considerar en el análisis monetario sino que amplían los canales de transmisión de la emisión de un segmento a otro. Ello fundamenta la importancia de incorporar al arsenal de herramientas del BCC instrumentos que reflejen tanto las fuentes como los usos de dicha emisión monetaria.

En ese sentido, en el presente capítulo se analizan críticamente los instrumentos actuales de monitoreo de la emisión por parte del BCC y se propone una estructura metodológica para la confección de los Panoramas y el Balance Monetario, coherente con las particularidades del sistema monetario y financiero cubano y los recientes cambios en el mismo.

3.1.- Particularidades del entorno monetario y financiero cubano.

Un análisis integral de la emisión monetaria supone el manejo de información concerniente a la actividad del BCC y el resto del sistema bancario, lo que precisa el conocimiento de las peculiaridades del entorno monetario y financiero en el que operan dichas instituciones.

3.1.1.- Entorno monetario cubano.

Una particularidad que distingue al entorno monetario cubano es la presencia de un esquema de dualidad monetaria y cambiaria, rasgo que no puede ser obviado en el análisis de la emisión pues complejiza notablemente el manejo de la política monetaria y el funcionamiento del sistema financiero en general. Este esquema expresa la *co-circulación de dos monedas emitidas por el Banco Central de Cuba*: pesos cubanos (CUP) y pesos convertibles (CUC) así como la *segmentación de mercados por tipo de monedas y agentes económicos*. Esto último implica la diferenciación de los mercados de bienes, crédito y cambiario en función de la moneda y/o el segmento donde operen, ya sea población o sector empresarial estatal. (Doimeadiós et al, 2011)

Dicha segmentación se apoya en la existencia de un marco regulatorio diferenciado que limita las vías de comunicación entre ellos; sin embargo, las transformaciones derivadas del proceso de actualización han determinado que las fronteras entre ambos segmentos comiencen a mostrarse un tanto difusas; tema que se profundizará en el siguiente epígrafe.

El esquema dual igualmente expresa la presencia de *dos tipos de cambio*: uno para el sector empresarial, y otro para el sector de la población. Mientras que para la población hay libre convertibilidad, para el circuito empresarial y unidades presupuestadas están establecidos controles cambiarios, tanto para el acceso a divisas o pesos convertibles, como en relación a los montos o asignaciones centralizadas. (Doimeadiós et al, 2011)

Adicionalmente, resalta la *segmentación por monedas de la actividad fiscal*. El Banco Central de Cuba solo puede financiar al Presupuesto del Estado en pesos cubanos y hasta el año 2012 esto se hacía mediante monetización. El Fisco no estaba obligado a reintegrar el principal de la deuda, pero si debía pagar al Banco Central una tasa de interés anual del 1%. En el año 2012, por acuerdo del BCC y el Ministerio de Finanzas y Precios, se establece que solo se financiaría con monetización el 51 % del déficit 2013, mientras que el otro 49% lo financiarían los bancos comerciales.⁶²

De otro lado, la Cuenta de Financiamiento Central, adscripta al Ministerio de Economía y Planificación, se encarga de reasignar los pesos convertibles generados en el circuito empresarial a partir del cobro de aportes por el sistema de contravalor.⁶³ En el cumplimiento de ambos objetivos esta cuenta no solo asume funciones cambiarias sino también fiscales. Dicho sistema de contravalor resulta una potencial fuente de sobre emisión cuando la empresa recibe un flujo en CUP superior al requerido para cubrir sus necesidades productivas. (Doimeadiós et al, 2011)

De manera general, los rasgos mencionados determinan que el análisis del proceso de emisión tenga que realizarse necesariamente por monedas y segmentos. En este sentido, la política monetaria en Cuba tiene dos planos de análisis: el primero asociado a la emisión primaria de dinero en la economía ya sea a través de la ventanilla de descuento o de la monetización del déficit fiscal; y el segundo relacionado con la redistribución de ese dinero entre el segmento estatal y la población.

Ello resulta esencial pues no toda la emisión efectuada por el BCC genera directamente presiones inflacionarias en la economía. De un lado, las producciones del sector empresarial se comercializan en un contexto de precios regulados con lo cual la emisión hacia este segmento no necesariamente

⁶² Además, en el año 2014 se acordó titularizar dichos créditos bancarios y comenzar a financiar el déficit con emisión de bonos soberanos de deuda pública con vencimiento hasta 20 años y con una tasa de interés promedio anual del 2.5%. (Ver “Intervención de Lina Pedraza durante la presentación de la Ley de Presupuesto para el año 2014”, Granma, La Habana, 23 de diciembre de 2013, pp. 6 y 7)

⁶³ El Estado cobra un monto establecido sobre las utilidades de las empresas que operan en CUC y a cambio le asigna la misma cantidad en CUP para que puedan cubrir aquellos gastos en esta última moneda (salarios, por ejemplo). Asimismo, a las empresas del sector no transable cuyos ingresos son en pesos cubanos, se les otorga un monto determinado en CUC en función de sus necesidades y a cambio deben entregar el equivalente en CUP. A lo anterior se le denomina sistema de contravalor.

determina presiones inflacionarias en el corto plazo.⁶⁴ Por otra parte, es en el sector de la población donde se localizan los mercados de libre formación de precios y por ende, donde finalmente pueden manifestarse desequilibrios y tensiones inflacionarias⁶⁵. Ello determina que la política monetaria tenga un carácter segmentado enfocándose esencialmente en este sector.

Si bien la inflación es el indicador de estabilidad monetaria por excelencia, en la economía cubana, donde prima la planificación centralizada, con una menor coexistencia de mecanismos de mercado, y parte de los precios están regulados, no siempre los desequilibrios monetarios se expresan en un alza de los precios. Estos también pueden manifestarse en forma de ahorro forzoso derivado de la escasez o desabastecimiento, en presiones sobre el mercado cambiario y pérdida de convertibilidad de la moneda doméstica. (Hidalgo & Doimeadiós, 2012)

En resumen, los rasgos del entorno monetario cubano no solo le imprimen determinadas peculiaridades a la forma de conducción de la política monetaria y los mecanismos a través de los cuales se transmiten sus efectos, sino también a la forma de funcionamiento del sistema financiero en general y consecuentemente, a las características de las herramientas de control monetario utilizadas por el BCC.

3.1.2.- La institucionalidad del sistema financiero cubano.

El sistema financiero cubano presenta dos niveles, integrado por el Banco Central de Cuba (BCC) y un conjunto de instituciones financieras: *9 bancos, 15 instituciones financieras no bancarias y 15 oficinas de representación de instituciones financieras extranjeras*⁶⁶ (*11 oficinas de representación de bancos extranjeros en Cuba y 4 oficinas de representación de instituciones financieras no bancarias*). (Ver Anexo 16)

El BCC es el órgano rector del sistema financiero y en el cumplimiento de sus objetivos supervisa y controla al resto de las instituciones financieras, actúa como agente fiscal del Estado, vela por el funcionamiento del sistema de cobros y pagos, y garantiza la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional; contribuyendo así, al equilibrio económico y al desarrollo ordenado de la economía. (BCC, 1997)

⁶⁴ Pese a esto, sí puede derivar en una pérdida de convertibilidad de la moneda doméstica. Ver (Hidalgo & Doimeadiós, 2012)

⁶⁵ Ello ocurrirá si el incremento de la emisión no se corresponde con el nivel de oferta de bienes y servicios en la economía.

⁶⁶ Las oficinas de representación son oficinas que operan en el territorio nacional como representantes de instituciones financieras extranjeras, por orden y cuenta de su casa matriz; no están autorizadas a efectuar operaciones activas o pasivas bancarias o financieras no bancarias. (García, 2005)

Por su parte, el conjunto de bancos comerciales está integrado por: Banco Nacional de Cuba (BNC), Banco Popular de Ahorro (BPA), Banco de Inversiones (BDI), Banco Metropolitano S.A (BANMET), Banco Internacional de Comercio S.A (BICSA), Banco Financiero Internacional (BFI), Banco de Crédito y Comercio (BANDEC), Banco Industrial de Venezuela-Cuba S.A (BIVC) y el Banco Exterior de Cuba (BEC).

Si bien estos bancos comerciales poseen licencia universal para ejercer todas las funciones de la banca⁶⁷; en la práctica cada uno de ellos presenta rasgos de especialización por tipo de operaciones, teniendo en cuenta la segmentación de mercados tanto por agentes como por monedas.

Mientras que BFI, BICSA, BEC, BNC y BICV se especializan en las relaciones con el exterior, BANDEC, BDI, BPA y BANMET operan en el mercado doméstico. BPA opera fundamentalmente con las personas naturales, BANDEC con las personas jurídicas mientras que BANMET transa con ambos sectores pero solo en la capital del país.

La especialización de las instituciones bancarias determina que las mismas tengan un impacto diferenciado en el proceso de expansión secundaria, y que los efectos potenciales de esta emisión se manifiesten en una mayor o menor escala en función del segmento donde operan, así como la moneda en que se realice la transacción. Todo lo anterior se sistematiza en la Tabla 9 presentada a continuación.

⁶⁷ De manera general, las funciones de la banca comercial serían la realización de operaciones de cuenta corriente, de ahorro y de préstamo, de cambio extranjero, de efectivo, de tránsito y cámara de compensaciones, de cobro y créditos documentarios así como de fideicomiso.

Tabla 9. Participación de los bancos comerciales en la emisión secundaria.

Institución	Segmento donde opera	Tipo de operación que realiza	Papel desempeñado en la emisión secundaria	Potenciales efectos
Banco Popular de Ahorro	Opera fundamentalmente en el sector de las personas naturales.	Tiene como objetivo principal la captación del ahorro en pesos convertibles, en moneda extranjera y pesos cubanos, estimulando la canalización de recursos en CUP. Además otorga créditos en esta última moneda.	Su papel en la emisión no ha sido relevante dado los bajos niveles de crédito otorgado hasta el 2013, los cuales estuvieron asociados en su gran mayoría a créditos sociales (Roselló, 2013). Sin embargo, la actualización de la política crediticia, abre el diapasón de personas naturales que pueden ser receptoras de préstamos, incrementando así la participación potencial de dicha institución en el proceso de creación secundaria de dinero.	Al operar en el segmento de la población, dicha emisión puede ejercer presiones inflacionarias en el corto plazo, de no corresponderse con el nivel de oferta de bienes y servicios en los mercados de libre formación de precios. Asimismo puede generar presiones en el mercado cambiario pues la población también concurre a un mercado donde los precios están regulados y hay restricciones de oferta de bienes en CUP. Con lo cual una parte de los saldos reales en esta moneda se transfiere al mercado cambiario a fin de adquirir CUC y completar el consumo comprando bienes en esta última moneda.
Banco de Crédito y Comercio	Se especializa en la prestación de servicios a las personas jurídicas en el país, fundamentalmente al sector agropecuario.	Su cartera de pasivos está compuesta mayormente por cuentas corrientes en pesos cubanos, pesos convertibles, y dólares (en el caso de empresas con capital extranjero), favoreciendo las cuentas en CUP. Además, aunque no poseen un peso significativo, también contiene depósitos a la vista o a plazos. Por su parte, la cartera de préstamos para este sector, es básicamente en pesos cubanos y convertibles de corto plazo para financiar capital de trabajo.	A fines de 2014 BANDEC otorgaba el 67.6 % del total de créditos concedidos por el sistema bancario a las personas jurídicas en CUP y el 50.36% a las personas naturales. De ahí que es la institución que más activamente participa en el proceso de multiplicación monetaria en CUP.	Una sobre emisión de BANDEC puede generar fuertes presiones inflacionarias de no corresponderse con el nivel de oferta de bienes y servicios, pues se canaliza en gran medida hacia el sector de la población. Además las condiciones actuales incrementan las posibilidades de que el financiamiento otorgado a las personas jurídicas también genere presiones inflacionarias. Dos razones fundamentan lo anterior: - El mayor riesgo de traspaso de los flujos monetarios del segmento empresarial al de la población. - BANDEC otorga créditos a agentes con personalidad jurídica que forman parte del segmento de la población ⁶⁸ y por tanto

⁶⁸ Tal es el caso de las cooperativas agropecuarias y no agropecuarias.

				concurrir al mercado de precios no regulados. Además una sobre emisión hacia el sector empresarial puede determinar una mayor pérdida de convertibilidad de las monedas domésticas. ⁶⁹
Banco Metropolitano S.A	Opera en el segmento de las personas jurídicas y de las personas naturales. Solo tiene sucursales en la capital.	Entre los principales servicios que brinda están la apertura de cuentas corrientes y de ahorro en moneda nacional (CUP y CUC) y en moneda libremente convertible, así como certificados de depósitos, y depósitos a plazo fijo en esta última moneda.	Al ser captador de recursos en la capital posee gran cantidad de pasivos, los cuales rentabiliza a través de la concesión de créditos al sector empresarial fundamentalmente. De ahí que participe en el proceso de emisión monetaria, aunque no a los niveles de BPA y BANDEC ⁷⁰ .	Una sobre emisión de esta institución puede generar efectos similares a los descritos para BANDEC y BPA. Cabe esperar que estos tengan un menor impacto dada su menor participación en la emisión secundaria.
Banco Internacional de Comercio S.A	Sus clientes institucionales pueden ser nacionales o extranjeros. Sus sucursales están radicadas solamente en la capital.	Realiza operaciones en divisas, fundamentalmente en actividades de comercio exterior, financiamiento y operaciones de compra y venta de monedas.	Esta sociedad de depósito desempeña un papel muy activo en el proceso de emisión secundaria en CUC dado el volumen de créditos otorgados en esta moneda. A fines de 2014 BICSA había otorgado el 67.67% del total de créditos concedidos en CUC ⁷¹ a personas jurídicas.	Una sobre emisión de esta entidad puede generar serias presiones sobre la convertibilidad de la moneda doméstica. También puede generar presiones inflacionarias en la medida que el dinero se filtre al segmento de la población por el pago de bienes o servicios ofertados por el sector de trabajadores por cuenta propia.
Banco Financiero Internacional S.A	Opera con las personas jurídicas y naturales extranjeras, asociaciones económicas y empresas mixtas.	Sus principales funciones son: recibir depósitos a la vista o a término, ejecutar transferencias de fondos hacia y desde el extranjero, otorgar financiamiento y prestar servicios de administración de bienes, estudios financieros y de factibilidad. Opera en CUC y MLC.	Aunque no se conoce la participación de BFI en el total de crédito otorgado en CUC, los especialistas consideran que es mayor que la de BICSA. Es por ello que se podría decir que esta institución tiene un peso significativo en la emisión secundaria en CUC.	IDEM al escaque anterior.
Banco Exterior de Cuba	Transa con empresas estatales adscritas al	Otorga financiamientos a las empresas del país, abre y negocia	Aunque capta muy pocos depósitos participa en el proceso de emisión	Una sobre emisión de esta institución puede generar efectos similares a los descritos

⁶⁹ Ver (Hidalgo & Doimeadiós, 2012)

⁷⁰ A fines de 2014 BANMET concedió el 2.10 % del total de créditos otorgados por estas tres instituciones a las personas naturales y el 12.43 % otorgado a las personas jurídicas. (Ver Anexo 17)

⁷¹ En el cálculo de esta cifra no se consideró el crédito concedido por el BFI pues esa información no está disponible.

	Ministerio de Comercio Exterior.	cartas de crédito, emite avales y garantías, otorga préstamos, invierte en títulos-valores y adquiere en el mercado internacional deudas de empresas cubanas, a su entera responsabilidad.	monetaria, fundamentalmente en CUC. En este sentido, al cierre del 2014 BEC había otorgado el 16.02% de los créditos concedidos en dicha moneda a personas jurídicas.	para BFI y BICSA. Cabe esperar que estos se manifiesten en una menor magnitud dada su menor participación en la emisión secundaria de CUC.
Banco de Inversiones S.A	Desempeña un activo papel en la prestación de servicios a clientes corporativos y a inversores extranjeros con negocios en Cuba.	Brinda servicios que cubren todos los sectores de la banca de inversión. Entre sus funciones radica no solo la evaluación de proyectos de inversión y la realización de estudios de factibilidad técnico financiera, sino también la concesión de créditos en moneda nacional o en divisas.	Esta institución no se considera en el análisis de la emisión secundaria en Cuba, pues se ha especializado esencialmente en brindar asistencia técnica. Además, BDI no es captador de depósitos, con lo cual no participa en la multiplicación monetaria.	No tiene efectos potenciales significativos.
Banco Nacional de Cuba		Mantiene el registro, control, servicio y atención a la deuda externa que el Estado cubano y dicha institución tienen contraída con acreedores extranjeros (esencialmente deuda pasada), jugando un papel de intermediario.	No constituye una sociedad de depósito, juega un papel de intermediación financiera y por tanto no participa en la emisión secundaria.	IDEM al escaque anterior
Banco Industrial de Venezuela-Cuba S.A		Efectúa operaciones de intermediación financiera en divisas, otorga préstamos u otras modalidades de crédito o financiamientos, presta servicios de administración de bienes y realiza estudios financieros, de factibilidad, u otros. Además, puede financiar operaciones de exportación e importación de bienes o servicios de ingeniería financiera, etc.	IDEM al escaque anterior	IDEM al escaque anterior

Fuente: Elaboración propia.

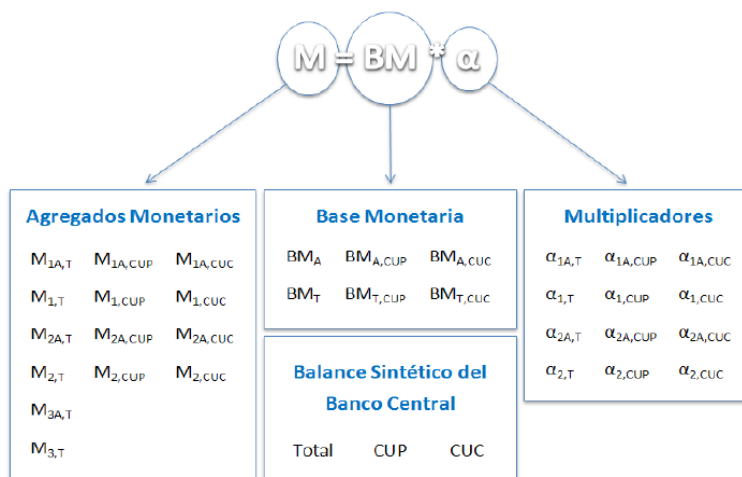
En síntesis, BPA, BANDEC, BFI, BICSA y BANMET son aquellos que juegan un rol protagónico en el proceso de multiplicación monetaria dada la cantidad de depósitos que captan así como el número de créditos que otorgan con relación al resto del sistema bancario. Pese a esto, se puede esperar un mayor impacto de estas instituciones en la emisión monetaria, en la medida en que avance el perfeccionamiento de la actual política crediticia.

Debe señalarse que los impactos potenciales previamente analizados no niegan el rol esencial del crédito en el crecimiento económico de un país. Siempre que el mismo se oriente fundamentalmente al sector de bienes transables podrán evitarse tensiones sobre el nivel de precios y el mercado cambiario.

3.2.- Herramientas analíticas para el monitoreo de la emisión monetaria en Cuba: Necesidad de una actualización.

Demostrar que la utilización de los Panoramas y el Balance Monetario implica un análisis más profundo e integral de la emisión, supone un estudio previo de los instrumentos utilizados hasta el momento por las autoridades monetarias. De manera general, son tres las herramientas empleadas por el Banco Central de Cuba para analizar el proceso de emisión monetaria, estos son: el balance del Banco Central, los agregados y los multiplicadores monetarios. (Ver la Figura 4)

Figura 4. Indicadores para la medición de la emisión monetaria



Fuente: Lage, Carlos. "Principios para la medición de la emisión monetaria en Cuba". 2011.

En el balance del BCC se reflejan las fuentes y los usos de la emisión primaria tanto en CUC como en CUP, lo que permite determinar también la base monetaria total expresada en pesos cubanos. Por su parte, los agregados y multiplicadores monetarios se calculan por monedas, segmentos y totales, en función de las particularidades del entorno monetario cubano comentadas en el epígrafe anterior.

El Balance Sintético del Banco Central es la herramienta analítica utilizada por las autoridades monetarias para monitorear la emisión primaria en Cuba y realizar un análisis de los determinantes de la creación o cancelación primaria de dinero.

Son cuatro las fuentes de emisión primaria en Cuba: **Crédito Neto al Gobierno (CNG)**, **Crédito Neto a la Cuenta de Financiamiento Central (CNCFC)**, **Crédito Neto a Instituciones Financieras (CNF)** y **operaciones del Mercado Cambiario y Otros (MCO)**. El financiamiento al Gobierno Central se desdobra en dos partidas en función de distinguir las operaciones del Banco Central con las dos instituciones fiscales que maniobran en la economía: *el Presupuesto* y la *Cuenta de Financiamiento Central*, ya que se diferencian no solo en su forma de operar sino también según su naturaleza legal.

El **Crédito Neto al Gobierno** refleja la monetización del déficit aprobado por la Asamblea Nacional hasta 2013, la compra de bonos soberanos y las operaciones de compraventa de Deuda Pública por los bancos comerciales⁷², así como las variaciones de otros activos y pasivos del BCC con el gobierno. De esta forma, esta partida expresa el resultado neto de los financiamientos y obligaciones del Banco Central con el Ministerio de Finanzas y Precios y otras instituciones gubernamentales. Por su parte, el **Crédito Neto a la Cuenta de Financiamiento Central** expresa el diferencial entre los depósitos de dicha cuenta en el Banco Central y el financiamiento que le es otorgado.⁷³

Otra fuente de emisión primaria es el **Crédito Neto a Instituciones Financieras**, que expresa la diferencia entre los financiamientos otorgados por el Banco Central a los bancos comerciales y las obligaciones que no constituyan depósitos, dígame títulos y cuentas por pagar entre el BCC y dichas instituciones.

Por último, la partida **Mercado Cambiario y Otros** contempla tanto las operaciones cambiarias de monedas nacionales contra divisas (RIN), como aquellas entre pesos cubanos y convertibles, resultantes del esquema de dualidad monetaria. Según Lage, (2011) “*Los movimientos de esta partida están explicados por: 1) el resultado de las operaciones cambiarias del Banco Central de Cuba con CADECA y otras instituciones financieras, así como el mecanismo de esterilización implementado a través del Ministerio de Comercio Interior (MINCIN), y 2) las variaciones de otros activos y pasivos no*

⁷² En 1998 se introdujeron operaciones de compra y venta de deuda interna entre el BCC y el sistema bancario, en la búsqueda de un mejor manejo de la liquidez. Este mecanismo daba cuenta de la existencia de excesos de liquidez dentro del sistema bancario y de la ineficiente gestión de la misma pues, la inversión de estos activos en otra actividad determinaría una rentabilidad superior al 1% que paga el presupuesto como tasa de interés por la monetización del déficit.

⁷³ No obstante, la Resolución 86/2010 del Banco Central de Cuba establece que no se le concederá financiamientos a la Cuenta de Financiamiento Central salvo que se autorice extraordinariamente por la autoridad gubernamental correspondiente. (Lage, 2011)

contemplados en las partidas anteriores y que son fuentes de emisión primaria (generalmente partidas administrativas de poca significación).”

Según sus usos, la base monetaria en Cuba es la sumatoria del efectivo que circula en la economía y las reservas que mantienen los bancos comerciales en el BCC.

Al reflejar de manera directa y clara las fuentes y usos de la base monetaria en ambas monedas y en moneda total, el **Balance Sintético del Banco Central de Cuba** se convierte en una herramienta analítica insustituible para el cálculo, monitoreo y control de la emisión primaria (Ver Tabla 10).

Tabla 10. Balance sintético del Banco Central de Cuba

Activos (Fuentes)	Pasivos (Usos)
Crédito Neto al Gobierno (+) Monetización del déficit fiscal (+) Bonos (±) Compraventa de Deuda Pública (±) Otros Crédito Neto a la Cuenta de Financiamiento Central (+) Financiamiento a la CFC (–) Depósitos de la CFC Crédito Neto a Instituciones Financieras (+) Financiamiento a Bancos Comerciales (+) Sobregiro en depósitos de BC (–) Otras obligaciones con los BC Mercado Cambiario y Otros (±) Intervención mercado cambiario (–) Mecanismo esterilización MINCIN (±) Otros	Efectivo en Circulación Reservas Bancarias (+) Efectivo en caja, BC (+) Encaje Legal (+) Fondos Libres
Base monetaria	Base monetaria

Fuente: Elaboración propia a partir de Lage, “Principios para la medición de la emisión monetaria en Cuba”, 2011.

La confección del Balance del BCC en moneda total complementa el análisis por monedas pues las operaciones cambiarias entre CUC y CUP se netean y las otras operaciones cambiarias se consideran no significativas, con lo cual se puede conocer directamente el monto de reservas internacionales y por tanto, el impacto de la situación de la balanza de pagos en la base monetaria.

La utilización de tipos de cambios diferenciados por segmentos supone el establecimiento de dos supuestos esenciales para el cálculo de la base monetaria total: i) el circulante forma parte íntegramente de los activos monetarios de la población⁷⁴ y ii) el monto de ahorro de la población es igual a las reservas asociadas a este sector y por tanto se multiplica por el tipo de cambio de CADECA,

⁷⁴ Este supuesto parte del hecho de que las empresas sólo mantienen efectivo en sus cajas chicas, por lo que se trata de montos pequeños, que se pueden considerar despreciables. (Lage, 2011)

mientras que el resto de las reservas se asocian al sector estatal y se multiplican por el tipo de cambio oficial (Ver Anexo 18).

Por su parte, los **agregados monetarios** se calculan por monedas, por segmentos y totales dadas las características del entorno monetario cubano, fundamentalmente aquellas asociadas al esquema de dualidad monetaria. Esto último resulta muy útil pues permite descartar cuando sus variaciones reflejan una recomposición del agregado por monedas o un incremento de la oferta monetaria. (Lage, 2011)

Además de las clasificaciones anteriores, tal como se observa en la Figura 5, en Cuba los agregados expresan tres niveles de liquidez: M_1 , M_2 , y M_3 .

Figura 5. Agregados monetarios por monedas, segmentos y totales



Fuente: Lage, “Principios de la medición de la emisión monetaria en Cuba”, 2011.

A: Subíndice empleado para el segmento de la población o personas naturales.

B: Subíndice empleado para el segmento empresarial o personas jurídicas.

El agregado monetario M_1 está compuesto por los activos más líquidos en manos del público no bancario y es resultado de la sumatoria del efectivo en circulación y los depósitos a la vista, que incluyen las cuentas corrientes y de ahorro a la vista. (Hernández, 2002)

El efectivo en circulación son los billetes y monedas en manos del público no bancario en pesos cubanos y pesos convertibles, siendo el único elemento común de la base y los agregados monetarios.⁷⁵

Las cuentas corrientes son depósitos que operan mediante chequeras y no devengan intereses. Las mismas pueden ser abiertas tanto por personas naturales autorizadas, como por personas jurídicas, ya

⁷⁵ ... “Aunque como regla se define como el componente más líquido del agregado M_1 , el efectivo en circulación resulta un indicador de particular interés por su impacto directo en los precios en Cuba. Aún como parte del agregado M_1 , constituye una variable de especial seguimiento para el Banco Central”. (Lage, 2011)

sea en pesos cubanos, pesos convertibles o en dólares. Por su parte, las cuentas de ahorro a la vista son instrumentos de ahorro que operan mediante libreta o tarjetas magnéticas, incluyendo las de salario y jubilación, y devengan intereses. Para las personas naturales se pueden establecer tanto en pesos cubanos como en pesos convertibles o dólares, mientras que para las personas jurídicas solo en alguna de estas dos últimas monedas.

Por otra parte, el agregado M_2 expresa un menor grado de liquidez pues le incorpora a M_1 los depósitos a plazo fijo. Estos son instrumentos de ahorro que devengan intereses según el plazo de vencimiento y se pueden establecer en pesos cubanos, convertibles o en dólares tanto para personas naturales como jurídicas. Se consideran activos menos líquidos pues no se pueden cobrar antes de su vencimiento sin renunciar a los intereses. Por último el agregado M_3 solo se calcula en moneda total a partir de la incorporación al agregado M_2 total los ahorros del público no bancario en divisas. (Ver Anexo 19)

Al igual que los agregados, los **multiplicadores monetarios** se expresan por monedas, segmentos y en total, para lo cual se continúan asumiendo los dos supuestos previamente mencionados. El cálculo de los multiplicadores es relevante pues permite conocer el efecto que tienen sobre la oferta monetaria otros factores además de la base⁷⁶. Las clasificaciones anteriores, contribuyen a un análisis más exhaustivo y preciso de dichos efectos.

De manera general, los instrumentos antes descritos permiten calcular, controlar y monitorear la emisión monetaria en Cuba en ambas monedas. Si bien a través del Balance Sintético del BCC se puede monitorear la emisión primaria por sus fuentes y usos, el cálculo de los agregados y multiplicadores monetarios permite conocer la emisión secundaria pero solo por sus usos. El análisis de dichos indicadores no muestra los factores determinantes de la creación secundaria de dinero en Cuba, es decir, las fuentes de expansión secundaria.

En síntesis, las herramientas analíticas utilizadas actualmente por el BCC no brindan la posibilidad de realizar un análisis integral de los fenómenos monetarios. Ante esto, se erige como una necesidad la incorporación de nuevas herramientas que consoliden todos los balances del sistema bancario, de forma tal que el análisis de la emisión no quede sesgado, es decir que permita monitorear la emisión según sus fuentes y usos. Esta necesidad se refuerza en el contexto actual de transformaciones donde

⁷⁶ Al expresar la relación existente entre la emisión primaria y secundaria, los multiplicadores dan cuenta del comportamiento del crédito en el sistema financiero.

se incorporan nuevos elementos al análisis que no se reflejan con los instrumentos actuales, dadas las insuficiencias previamente mencionadas.

La implementación de los Lineamientos de la Política Económica y Social del Partido supuso la realización de un diagnóstico previo sobre el estado de la economía, con el fin de detectar los principales problemas a corregir en todas las esferas. Particularmente, en el sistema financiero uno de los puntos más complejos de la agenda es el proceso de unificación monetaria y cambiaria.

Además de otros efectos potenciales, se espera que este proceso facilite la compilación de las estadísticas monetarias, el análisis de las fuentes y usos de la emisión, así como el diseño y la conducción de la política monetaria de manera general. Sin embargo, dicho elemento puede ser considerado condición necesaria pero no suficiente para lograr un desempeño más eficiente del sistema financiero y por ende un mayor grado de desarrollo del mismo.

De igual forma, la subordinación de la política monetaria a la política fiscal también representa un problema pues implica la existencia de una fuente de emisión no controlada. Ante esto, se hace necesaria una mayor independencia de la política monetaria, no solo a través del fortalecimiento de los mecanismos de control monetario, sino también mediante la diversificación de sus instrumentos y el perfeccionamiento de la coordinación de políticas.

En este sentido, se avanza en la conformación de un mercado interbancario (MIB) cuyo marco normativo está plasmado en la Resolución No. 91/2011 del BCC. Paralelamente, a fines de 2014 se eliminó el mecanismo de compra y venta de deuda pública del Banco Central con el resto del sistema bancario, eliminando así una posible fuente de expansión primaria no controlable por la institución. De esta forma los bancos comerciales pueden resolver sus problemas de liquidez entre ellos en el espacio del MIB y solo recurrir al BCC cuando sea absolutamente necesario.⁷⁷

Adicionalmente, se avanza en la creación de un mercado de deuda pública para los bancos comerciales, donde se comercializarán títulos de deuda soberana como una forma alternativa para el manejo de la liquidez de estas instituciones. De hecho, la Ley No.117 del Presupuesto del Estado del 2014 establece que los bancos comerciales financiarán el 70% del déficit fiscal del año mediante instrumentos de renta fija emitidos por el Presupuesto del Estado.

⁷⁷ Otras ventajas de la conformación del MIB se pueden ver Roselló, “*Propuesta de creación de un mercado interbancario para Cuba*”, 2013.

Otra de las transformaciones es la aplicación del Mecanismo de Esterilización Monetaria (MEMO) cuyo objetivo es contrarrestar el efecto que cualquier operación de crédito interno pueda tener sobre la base monetaria, mediante la venta de títulos de deuda emitidos por el BCC.⁷⁸ De esta forma se incorpora un nuevo elemento a considerar en el análisis de la emisión primaria, desde el punto de vista de las fuentes de expansión o contracción.

Por otra parte, a partir de la aprobación del Decreto-Ley No. 289 del Consejo de Estado y la Resolución No. 99 del BCC se ha generado un cambio en la política bancaria orientado a una mayor actividad crediticia con la población y el sector no estatal. El decreto amplía el espectro de personas naturales receptoras de créditos, incluyendo a los trabajadores por cuenta propia (TCP), los agricultores pequeños y otras formas de gestión no estatal; así como personas que pretendan comprar materiales de construcción o pagar el servicio de mano de obra de acciones constructivas. Además, queda abierta la posibilidad de ofertar préstamos progresivamente a personas para la adquisición de bienes materiales, en función de las condiciones económicas y financieras del país.

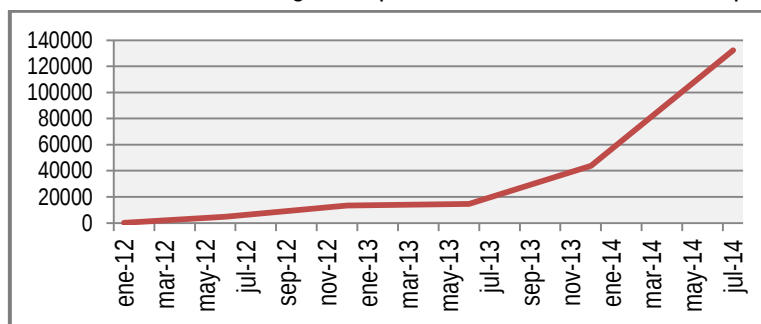
Por su parte, la resolución autoriza a las sucursales de BANMET, BPA y BANDEC a tramitar y satisfacer las solicitudes de financiamiento y brindar nuevos servicios bancarios al sector no estatal, entre los que figuran la apertura de cuentas corrientes en CUP y CUC y la posibilidad de utilizar instrumentos de pago.

El Gráfico 11 evidencia la aceleración del volumen total de créditos a partir de julio de 2013, cuando se autoriza a las cooperativas no agropecuarias (CNA) y a las personas que pretenden adquirir equipos de cocción, a utilizar esta fuente de financiamiento. No obstante, este incremento no se ha producido en la medida de lo esperado pues aún persisten restricciones en las nuevas regulaciones que desestiman el uso de este mecanismo de financiamiento⁷⁹ (León Mundull & Pons Pérez, 2014), a lo que ha de añadirse la falta de cultura de los agentes en relación al mismo. Pese a esto, la introducción de esta regulación resulta de interés para el análisis monetario pues implica la ampliación potencial de las fuentes de emisión secundaria.

⁷⁸ Solo se acudirá al MEMO si es estrictamente necesario esterilizar un financiamiento otorgado por el BCC dado que se considere existen excesos de liquidez en el sistema financiero, por lo que el Comité de Política Monetaria podría considerar que se compromete la estabilidad monetaria.

⁷⁹ Se exige que el solicitante del crédito haya estado involucrado por al menos 6 meses en su actividad y además debe presentar información detallada sobre la evolución del negocio durante este período, haciendo una proyección para el período de devolución del préstamo. Además estos deben ofrecer colaterales y fiadores solidarios, los cuales tienen que tener inmovilizados el monto que avala el crédito. (León Mundull & Pons Pérez, 2014)

Gráfico 11. Evolución del crédito otorgado a partir de la actualización de la política crediticia.



Fuente: Elaboración propia a partir de León y Pajón, (2015).

De otro lado, se espera que la nueva Ley de Inversión Extranjera estimule la entrada de capitales y por ende, un incremento de la emisión de moneda nacional. Ello supone un monitoreo más estricto de la misma, a fin de detectar cuándo se debe recurrir a la esterilización para evitar presiones inflacionarias en la economía.

Finalmente, la aprobación de las transacciones entre el sector por cuenta propia (sector privado) y las empresas estatales, determina la ampliación de los vasos comunicantes entre ambos sectores, incrementándose así las posibilidades de filtración de recursos de un segmento a otro.

En sentido general, todas estas transformaciones establecen la necesidad de incorporar nuevas herramientas que permitan un mayor control de la emisión, monitorear hacia qué segmentos se mueve el dinero y bajo qué tipo de instrumentos. Las ventajas que poseen los Panoramas y el Balance Monetario (BM) demuestran la pertinencia de incorporar dichos balances al conjunto de herramientas analíticas empleadas por el BCC. Es por ello que en los epígrafes siguientes se formaliza una propuesta metodológica en cuanto a la estructura de dichos instrumentos.

3.3.- Propuesta metodológica para la confección de los Panoramas como herramientas analíticas del BCC.

Como se argumentó en el Capítulo 1, la confección de los Panoramas y el BM exige definir los sectores tenedores de dinero e identificar los activos y pasivos de las sociedades financieras frente a cada uno de los demás sectores residentes y del sector no residente. En este sentido, para el caso de Cuba la clasificación sectorial propuesta y su fundamentación se sintetiza en la Tabla 11.

Tabla 11. Propuesta de sectorización de las unidades institucionales

Sectores	Subsectores	Fundamentación
Sector no residente		<i>Abarca todas las transacciones con aquellos agentes no residentes, teniendo en cuenta el concepto de residencia contenido en el Sistema de Cuentas Nacionales (2008) y en el sexto Manual de Balanza de Pagos.⁸⁰De esta forma, permitirá evaluar el impacto que tienen las transacciones con el sector externo sobre la masa monetaria.</i>
Sector de las sociedades financieras	Banco Central	<i>Debe considerarse de forma aislada por ser la autoridad monetaria del sistema financiero y por tanto la única institución que determina la emisión primaria de dinero.</i>
	Otras sociedades de depósitos	<i>Se consideran dado el papel que desempeñan en el proceso de emisión monetaria, a través de la creación secundaria de dinero.</i>
	Resto de las sociedades financieras	<i>Se tienen en cuenta aquellas instituciones que no participan en el proceso de emisión pero que forman parte del sistema financiero. Tal es el caso del Banco de Industrial de Venezuela Cuba S.A, el Banco Nacional de Cuba, las oficinas de representación de bancos extranjeros y las 15 instituciones financieras no bancarias así como sus oficinas de representación.</i>
Sector de las personas jurídicas	Gobierno Central	<i>Permite evaluar el impacto que tiene sobre la emisión monetaria el financiamiento al déficit del presupuesto del Estado ya sea por los bancos comerciales o por el BCC.</i>
	Empresas estatales	<i>Debe considerarse por separado en aras de monitorear directamente la emisión hacia el sector empresarial dada la ampliación de los vasos comunicantes entre este segmento y el de la población, y por tanto su mayor relación con la inflación.</i>
	Personas jurídicas del sector no estatal	<i>Incluye hasta el momento las cooperativas agropecuarias y no agropecuarias. Aunque los agentes incorporados en esta categoría posean personalidad jurídica siguen perteneciendo al segmento de la población y por tanto una sobre emisión puede resultar inflacionaria. De ahí, la importancia de considerarlo como una categoría independiente.</i>
	Resto de las personas jurídicas.	<i>Contiene a todas aquellas personas jurídicas no consideradas en las categorías anteriores.</i>
Sector de las personas naturales	Trabajadores por cuenta propia	<i>Categoría relevante debido al peso ganado por el sector de trabajadores por cuenta propia en los últimos años. Aunque hasta el momento el crecimiento de este sector ha sido muy superior en relación a los créditos concedidos, se espera que su rol en la emisión secundaria se incremente en la medida en que se vaya perfeccionando la política crediticia y las personas ganen confianza en el sistema financiero.(Ver Anexo 20)</i>
	Resto de las personas naturales	<i>Abarca aquellas personas naturales que no sean trabajadores por cuenta propia.</i>

Fuente: Elaboración propia.

Partiendo de la sectorización expuesta se puede proceder a la propuesta de estructura de los Panoramas, así como del *Balance Monetario*. La misma internaliza las transformaciones operadas en los últimos años y las que están en curso, en un contexto de unificación monetaria. Aunque ello implica la eliminación del análisis por monedas, se sigue considerando la segmentación de mercados por agentes, lo que se refleja en la sectorización propuesta.

⁸⁰ Una unidad institucional es residente de un territorio económico cuando dentro de ese territorio económico existe una ubicación, una vivienda, un lugar de producción u otro tipo de instalación en el cual o desde el cual la unidad realiza o tiene previsto seguir realizando, ya sea indefinidamente o a lo largo de un período finito pero prolongado, transacciones y actividades económicas a una escala significativa. (MPB6, 2009)

En sentido general, los balances se dividen en términos de fuentes y usos de la emisión monetaria. Ello supone que en la parte superior se sinteticen los activos y el patrimonio, mientras que en la parte inferior se reflejen los pasivos monetarios. Con relación a las cuentas activas, se propone clasificarlas según su origen externo e interno, siguiendo como criterio la residencia del deudor o acreedor. A su vez, los activos internos se desagregarán en función de la sectorización propuesta previamente.

Por otro lado, en el rubro de los pasivos monetarios se deben incluir todas aquellas partidas de naturaleza pasiva que tributen a la creación de un agregado monetario, ya sea en moneda nacional o en moneda libremente convertible. Independientemente de lo anterior, cada balance contiene determinadas particularidades por lo que se procederá a la explicación de cada uno de ellos de forma independiente.

Panorama del Banco Central de Cuba

En el *Panorama del Banco Central de Cuba* se refleja la base monetaria según sus fuentes y usos. (Ver Tabla 12).

Tabla 12. Propuesta de Panorama del Banco Central de Cuba

Partidas	Año 1	Año 2	Año t
Fuentes de emisión primaria			
Activos Externos (1+2)			
1. Reservas Internacionales			
2. Otros activos netos con no residentes			
Activos Internos (3+4)			
3. Crédito Neto al Gobierno Central			
Compra de bonos de deuda pública			
(+) Deuda pública adquirida en períodos anteriores (monetización)			
(-) Depósitos del Gobierno en el Banco Central			
4. Crédito Neto a instituciones financieras			
Servicio Permanente de Crédito			
(+) Ventanilla Especial de Descuento (VED)			
(+) Servicio de Prestamista de Última Instancia (PUI)			
(-) Obligaciones del BCC con los bancos comerciales			
Patrimonio			
Usos de la emisión primaria			
Pasivos Monetarios (AE + AI+ Patrimonio = 5+6+7)			
5. Efectivo			
6. Encaje legal			
7. Fondos Libres			

Fuente: Elaboración propia.

La partida de **Activos Externos Netos** (AEN) se obtiene de la diferencia entre activos y pasivos con no residentes, y se expresará en pesos cubanos teniendo en cuenta el tipo de cambio vigente en el momento de análisis. Estos también pueden ser definidos como las *Reservas Internacionales Netas* (RIN) más *otros activos netos con no residentes* (OANNR). En la partida RIN se deben incluir aquellos

activos externos que están a disposición inmediata y bajo el control de la autoridad monetaria, mientras que el rubro de *otros activos netos con no residentes* considerará las obligaciones con el exterior de mediano y largo plazo, así como otros activos netos con no residentes.

Los **Activos Internos** se desagregarán en: *Crédito Neto al Gobierno Central (CNGC)* y *Crédito Neto a las Instituciones Financieras (CNIF)*. El CNGC refleja el impacto que tiene el financiamiento al déficit público sobre la base monetaria y se desagregará en las siguientes cuentas:

- ✓ *Compra de bonos de deuda pública*: Considera el valor de los bonos de deuda pública comprados por el BCC desde la aprobación de este mecanismo de financiamiento del déficit en el 2014, así como el crédito otorgado al Presupuesto por los bancos comerciales en el año 2013, titularizados en el 2014.
- ✓ *Deuda pública adquirida en períodos anteriores*: Incluye el valor de toda la deuda pública hasta el 2012 siendo expresión de las monetizaciones realizadas por el BCC para financiar los déficits del Presupuesto⁸¹. Adicionalmente, una vez iniciada la unificación monetaria y cambiaria esta partida reflejará el saldo neto del financiamiento y obligaciones del Banco Central de Cuba con la Cuenta de Financiamiento Central hasta que la misma sea saldada.⁸²
- ✓ *Depósitos del Gobierno Central en el BCC*: Partida de naturaleza pasiva que incluye todos los depósitos del Gobierno Central en el BCC (debe reflejarse en el balance con signo negativo).

Por su parte, la categoría *Crédito Neto a las Instituciones Financieras* refleja la diferencia entre el financiamiento al sistema bancario por el BCC (a través de la ventanilla de descuento) y las obligaciones de dicha institución con los bancos comerciales.⁸³

En Cuba la ventanilla de descuento está integrada por el *servicio permanente de crédito*, la *ventanilla especial de descuento* y el *servicio de prestamista de última instancia*. El *servicio permanente de crédito* está encaminado a resolver problemas de liquidez inmediata y se concede a través del

⁸¹ Aunque este mecanismo de financiamiento ya no es utilizado y el Estado no tenía obligación explícita de reintegrar el principal, esta deuda debe ser considerada pues representa un activo del Banco Central de Cuba en tanto las autoridades no decidan como proceder en relación con esto. En principio la misma se encuentra actualmente congelada, ya sea la que está en las arcas del BCC como en las de los bancos comerciales.

⁸² La función de la llamada cuenta única es de asignación de pesos convertibles y pesos cubanos al sector empresarial según el sistema de contravalor. Es por ello que luego del proceso de unificación que implicará una unificación de las cuentas fiscales, este mecanismo desaparecería, pese a esto, la diferencia entre el financiamiento otorgado y las obligaciones de los bancos comerciales frente a la CFC debe quedar saldada.

⁸³ Tradicionalmente, cuando algunas de las instituciones bancarias presentaban problemas de liquidez recurrían al mecanismo de compra y venta de deuda pública con el BCC. Ante la eliminación de esta fuente de financiamiento, los requerimientos de liquidez podrán ser atendidos mediante la ventanilla de descuento o el mercado interbancario, una vez institucionalizado.

sobregiro automático en las cuentas corrientes de los bancos comerciales en el Banco Central.⁸⁴ La *ventanilla especial de descuento* está dirigida a apoyar las inversiones priorizadas del Estado ante iliquidez del sistema o desbalance de plazos de los bancos comerciales.⁸⁵ Por último, el *servicio de prestamista de última instancia* persigue solucionar los problemas de iliquidez transitoria teniendo las condiciones estipuladas en la Resolución No.33/2010.⁸⁶

Dadas las diferencias entre los servicios prestados por la ventanilla de descuento, se considera oportuna la desagregación del financiamiento otorgado al sistema financiero en función de los mismos. De esta forma el Banco Central podrá identificar más fácilmente que tipo de problemas de liquidez presentan los bancos comerciales. Por ejemplo, el uso periódico del servicio permanente de crédito por algún banco debe ser interpretado como una señal de problemas transitorios de iliquidez, lo que demandará un análisis de la Superintendencia del BCC.

De un lado, los activos se reflejan en las operaciones de la ventanilla de descuento, mientras que los pasivos quedan contenidos en la partida obligaciones del BCC con los bancos comerciales donde se consideran el valor de los títulos valores emitidos (pagarés) por la autoridad monetaria en poder del sistema bancario.

Por su parte, la partida **Patrimonio** representa el capital del Banco Central de Cuba por lo que también debe ser considerado como una fuente directa de variación de la base monetaria.

De manera general, la sumatoria de los Activos Externos Netos (AEN), los Activos Internos (AI) y el Patrimonio permiten conocer el valor de la emisión primaria por sus fuentes. Mientras que, el rubro de **Pasivos monetarios** permite determinar la base monetaria según sus usos. En esta última partida, básicamente se consideran las mismas cuentas contenidas en el Balance Sintético realizado actualmente por el BCC.

Panorama de las Otras Sociedades de Depósitos y Panorama de las Sociedades de Depósito.

El Panorama de las Otras Sociedades de Depósito debe consolidar tanto las partidas activas como pasivas de aquellas instituciones bancarias, exceptuando al BCC, que son receptoras de depósito y otorgan créditos, en el caso de Cuba serían el Banco Popular de Ahorro, el Banco metropolitano, el

⁸⁴ Actualmente esta asistencia se realiza por 5 días. (BCC, 2011)

⁸⁵ Debido al exceso de liquidez en el sistema financiero, hasta el momento no ha sido requerido su uso.

⁸⁶ Las condiciones son las siguientes: su plazo no puede superar los 60 días hábiles, se aplica una tasa de interés determinada por el Comité de Política Monetaria, deben estar respaldadas con títulos o valores de fácil realización elegibles por el Banco Central o garantías debidamente colateralizadas. Además, está establecido que los bancos que requieran de este tipo de asistencia quedan sujetos a una continua fiscalización por parte del Banco Central.

Banco de Crédito y Comercio, el Banco Financiero Internacional S.A., el Banco Internacional de Comercio S.A y el Banco Exterior de Cuba.

Tabla 13. Propuesta del Panorama de las Otras Sociedades Depósito.

Partidas	Año 1	Año 2	Año t
<u>Fuentes de emisión</u>			
Activos Externos			
Activos Internos (1+2+3+4+5)			
1. Crédito Neto al Gobierno Central Compra de bonos de deuda pública (+) Deuda pública adquirida en períodos anteriores (monetización) (-) Depósitos del Gobierno en los bancos comerciales			
2. Crédito Neto del BCC Obligaciones de los Bancos Comerciales con el BCC (A+B+C) A) Servicio Permanente de Crédito B) Ventanilla Especial de Descuento C) Servicio de Prestamista de Última Instancia (-) Obligaciones del Banco Central con los bancos comerciales			
3. Crédito al resto de las personas jurídicas Créditos otorgados al sector empresarial (+) Créditos otorgados a las personas jurídicas del sector no estatal (+) Créditos otorgados al resto de las personas jurídicas			
4. Créditos a Personas Naturales Créditos otorgados al sector de trabajadores por cuenta propia (+) Créditos otorgados al resto de las personas naturales			
5. Otros créditos Netos			
Patrimonio			
<u>Usos de la emisión</u>			
Pasivos Monetarios (AE + AI+ Patrimonio = 6+7+8+9+10+11+12+13+14)			
6. Efectivo			
7. Depósitos de encaje en el BCC			
8. Fondos Libres en el BCC			
9. Depósitos a la vista de personas jurídicas Depósitos a la vista de empresas estatales (+) Depósitos a la vista de personas jurídicas no pertenecientes al sector estatal (+) Depósitos a la vista del resto de las personas jurídicas			
10. Depósitos a la vista de personas naturales Depósitos a la vista de trabajadores por cuenta propia (+) Depósitos a la vista del resto de las personas naturales			
11. Depósitos a plazo de personas jurídicas Depósitos a plazo de empresas estatales (+) Depósitos a plazo de personas jurídicas no pertenecientes al sector estatal (+) Depósitos a plazo del resto de las personas jurídicas			
12. Depósitos a plazo de personas naturales Depósitos a plazo de trabajadores por cuenta propia (+) Depósitos a plazo del resto de las personas naturales			
13. Depósitos de personas jurídicas en moneda extranjera			
14. Depósitos de personas naturales en moneda extranjera			

Fuente: Elaboración propia.

Al igual que el Panorama del BCC, el balance presentado en la Tabla 13, muestra la relación entre pasivos monetarios y activos externos e internos (Pasivos monetarios = AEN + AI + Patrimonio). La partida de **Activos Externos Netos** expresa la diferencia entre los activos y pasivos de los bancos

comerciales previamente mencionados con no residentes. Por su parte, los **Activos Internos** están clasificados de acuerdo a los sectores institucionales con los que opera el sistema bancario en:

1. *Crédito Neto al Gobierno Central*: Es expresión del financiamiento otorgado por los bancos comerciales al presupuesto del Estado y se desagrega en las mismas subcuentas que en el caso del Panorama del BCC: *compra de bonos de deuda pública, deuda pública adquirida en períodos anteriores⁸⁷ y depósitos del Gobierno Central en los bancos comerciales*.
2. *Crédito Neto del BCC*: Expresa el financiamiento neto otorgado por el BCC al resto de las instituciones receptoras de depósitos y por tanto constituye el reflejo de la partida crédito neto al sistema bancario contenida en el Panorama del Banco Central.
3. *Crédito al resto de las personas jurídicas*: Considera el *crédito otorgado al sector empresarial* por la importancia que asume el monitoreo de la emisión hacia el segmento de las empresas bajo las condiciones actuales. Además refleja el *crédito a las personas jurídicas no pertenecientes al sector estatal* e incorpora una partida denominada *otros créditos*.
4. *Crédito a las personas naturales*: Se sugiere considerar de forma aislada el crédito al sector por cuenta propia y el crédito otorgado al resto de las personas naturales, a fin de evaluar en qué medida el crecimiento del sector de TCP responde a la utilización de esta fuente de financiamiento. A su vez, en la partida crédito al resto de las personas naturales se podría establecer una distinción entre los créditos sociales y el resto del financiamiento otorgado a las personas naturales.

De otro lado, en los **Pasivos monetarios** se deben considerar todas aquellas cuentas de naturaleza pasiva a partir de las cuales el BCC calcula los agregados monetarios en sus diferentes niveles. Para ello se tendrá en cuenta la sectorización definida en el apartado anterior. No obstante, la implementación de esta propuesta requiere de la modificación de la forma en que actualmente se manejan las estadísticas monetarias para el segmento de las personas jurídicas pues sus estadísticas se presentan muy agregadas (Ver Anexo 21). Mientras mayor desagregación se logre en cuanto a los diferentes agentes que transan con el sistema bancario, más enriquecedor será el análisis que se podrá derivar de estos instrumentos.

Se debe precisar que la partida de efectivo así como el encaje y los fondos libres en el BCC no constituyen obligaciones del sistema bancario con la autoridad monetaria pero sí representan usos de la emisión, por lo que se incluyen dentro del rubro de pasivos monetarios con signo negativo.

⁸⁷ Se refiere al monto de deuda pública en poder de los bancos comerciales expresión de la utilización del mecanismo de compra y venta de deuda pública con el BCC con el objetivo de resolver sus problemas de liquidez.

Finalmente, el Panorama de las Sociedades de Depósitos consolida las partidas contenidas en los dos Panoramas explicados con anterioridad, permitiendo de esta forma evaluar tanto las fuentes como los usos de la emisión secundaria. Como se aprecia en la Tabla 14, en este balance no aparecen las transacciones entre el BCC y el resto del sistema bancario pues las mismas se netean; el resto de las partidas no sufren variaciones. La partida del *Crédito Neto al Gobierno Central* se puede desglosar según la fuente de financiamiento, ya sea BCC o bancos comerciales. Sin embargo, por simplicidad en la propuesta realizada no aparece de esta forma ya que esa información fue sistematizada en los Panoramas anteriores.

Tabla 14. Propuesta del Panorama de las Sociedades Depósito.

Partidas	Año 1	Año 2	Año t
Fuentes de emisión secundaria			
Activos Externos (1+2)			
1. <i>Reservas internacionales</i>			
2. <i>Otros activos netos con no residentes</i>			
Activos Internos (3+4+5+6)			
3. <i>Crédito Neto al Gobierno Central</i> Compra de bonos de deuda pública (+) Deuda pública adquirida en períodos anteriores (monetización) (-) Depósitos del Gobierno en el sistema bancario			
4. <i>Crédito al resto de las personas jurídicas</i> Créditos otorgados al sector empresarial (+) Créditos otorgados a las personas jurídicas del sector no estatal (+) Créditos otorgados al resto de las personas jurídicas			
5. <i>Créditos a Personas Naturales</i> Créditos otorgados al sector de trabajadores por cuenta propia (+) Créditos otorgados al resto de las personas naturales			
6. <i>Otros créditos Netos</i>			
Patrimonio			
Usos de la emisión secundaria			
Pasivos Monetarios (AE + AI+ Patrimonio = 7+8+9+10+11+12+13+14+15)			
7. <i>Efectivo</i>			
8. <i>Depósitos de encaje en el BCC</i>			
9. <i>Fondos Libres en el BCC</i>			
10. <i>Depósitos a la vista de personas jurídicas</i> Depósitos a la vista de empresas estatales (+) Depósitos a la vista de personas jurídicas no pertenecientes al sector estatal (+) Depósitos a la vista del resto de las personas jurídicas			
11. <i>Depósitos a la vista de personas naturales</i> Depósitos a la vista de trabajadores por cuenta propia (+) Depósitos a la vista del resto de las personas naturales			
12. <i>Depósitos a plazo de personas jurídicas</i> Depósitos a plazo de empresas estatales (+) Depósitos a plazo de personas jurídicas no pertenecientes al sector estatal (+) Depósitos a plazo del resto de las personas jurídicas			
13. <i>Depósitos a plazo de personas naturales</i> Depósitos a plazo de trabajadores por cuenta propia (+) Depósitos a plazo del resto de las personas naturales			
14. <i>Depósitos de personas jurídicas en moneda extranjera</i>			
15. <i>Depósitos de personas naturales en moneda extranjera</i>			

Fuente: Elaboración propia.

A partir de los Panoramas elaborados resultaría sencilla la confección del Balance Monetario que agrega toda la información contenida en los mismos, facilitando con su forma de presentación los análisis efectuados por los especialistas de la dirección de Política Monetaria del BCC.

3.4.- Construcción de un Balance Monetario para Cuba: De lo óptimo a lo posible.

Aunque los Panoramas contienen toda la información relevante para efectuar un análisis monetario integrador, la confección del Balance Monetario facilita notablemente la labor del analista al relacionar directamente fuentes y usos de la emisión primaria y secundaria. La Tabla 15 refleja la propuesta de Balance Monetario realizada para el caso de Cuba.

En sentido general la información aparece clasificada en datos monetarios y no monetarios, y dada la sectorización propuesta se puede determinar hacia qué sectores se está moviendo el dinero emitido por el sistema bancario. A diferencia de los Panoramas, en este balance se propone clasificar las partidas según la moneda que se utilice para realizar la transacción, y al interior de dicha cuenta separar aquellas de origen externo de las de origen interno. Para economías parcialmente dolarizadas, esto resulta particularmente útil pues permite monitorear el impacto que tienen las variaciones de los activos y pasivos en moneda extranjera sobre la emisión monetaria.

Tabla 15. Propuesta de Balance Monetario.

Conceptos	BCC	Bancos comerciales	Sistema bancario
DATOS NO MONETARIOS			
Posición en moneda extranjera			
Activos Externos Netos			
Reservas Internacionales			
Otros activos netos con no residentes			
Activos Internos Netos a residentes			
Crédito neto al sector público			
Crédito neto al sistema bancario			
Crédito a personas jurídicas			
(-) Depósitos en moneda extranjera a personas jurídicas			
(-) Depósitos en moneda extranjera a personas jurídicas			
Crédito Interno en moneda nacional			
Crédito Neto del BCC			
Obligaciones del BCC con los bancos comerciales			
(-) Obligaciones de los Bancos Comerciales con el BCC			
Servicio permanente de crédito			
Ventanilla especial de descuento			
Servicio de prestamista de última instancia			
Crédito Neto al Gobierno Central			
Compra de bonos de deuda pública del periodo corriente			
(+) Bonos de deuda pública de periodos anteriores			
(+) Deuda pública de periodos anteriores			
(-) Depósitos del gobierno en los bancos comerciales			
Crédito al resto de las personas jurídicas			
Créditos otorgados al sector empresarial			
(+) Créditos otorgados a las personas jurídicas del sector no estatal			
(+) Créditos otorgados al resto de las personas jurídicas			
Créditos a Personas Naturales			
Créditos otorgados al sector de trabajadores por cuenta propia			
(+) Créditos otorgados al resto de las personas naturales			
Otros créditos Netos			
Patrimonio			
DATOS MONETARIOS			
Efectivo			
Encaje legal en el BCC			
Fondos Libres en el BCC			
Depósitos a la vista de personas jurídicas			
Depósitos a la vista de empresas estatales			
(+) Depósitos a la vista de personas jurídicas no pertenecientes al sector estatal			
(+) Depósitos a la vista del resto de las personas jurídicas			
Depósitos a la vista de personas naturales			
Depósitos a la vista de trabajadores por cuenta propia			
(+) Depósitos a la vista del resto de las personas naturales			
Depósitos a plazo de personas jurídicas			
Depósitos a plazo de empresas estatales			
(+) Depósitos a plazo de personas jurídicas no pertenecientes al sector estatal			
(+) Depósitos a plazo del resto de las personas jurídicas			
Depósitos a plazo de personas naturales			
Depósitos a plazo de trabajadores por cuenta propia			
(+) Depósitos a plazo del resto de las personas naturales			

Fuente: Elaboración propia.

En función de la propuesta presentada se confeccionó un Balance Monetario para Cuba con el fin de demostrar empíricamente que la utilización del mismo permitiría un análisis más profundo e integral que el derivado a partir de la utilización de las herramientas analíticas actuales del BCC. Resulta pertinente señalar que el objetivo de este ejercicio práctico no es realizar un análisis de la emisión monetaria en Cuba en el período de análisis, sino validar la utilidad práctica del instrumento.

Como la mayoría de la información requerida para confeccionar el BM tiene un carácter confidencial el mismo se presenta en términos de variaciones y las partidas no se desagregan en función de la sectorización propuesta; de modo que su interpretación estará sesgada. No obstante, no se pierde la objetividad del análisis pudiéndose demostrar que la utilización de esta herramienta considera elementos que no son reflejados por los actuales instrumentos del BCC.

Las fuentes y usos de la base monetaria así como los agregados se derivaron del Balance Monetario confeccionado, con lo cual los valores se ajustan a las condiciones mencionadas previamente.

Análisis de la emisión monetaria partiendo de las herramientas empleadas por el BCC.

El Balance Sintético del BCC presentado en la Tabla 16 expresa la variación en millones de pesos cubanos de la base monetaria, según sus fuentes y usos, en el período 2011-2012. El mismo evidencia que se produjo una creación primaria de dinero de 781 millones de pesos cubanos.

Tabla 16. Balance Sintético del BCC (variaciones millones de pesos cubanos, 2011-2012)

Activos (Fuentes)		Pasivos (Usos)	
Reservas internacionales	1124,6	Billetes y monedas	830,1
Crédito Interno Neto	-247,8	Fondos Libres	-51,6
Patrimonio	-95,8	Encaje	2,5
Base monetaria	781	Base monetaria	781

Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Dirección de Política Monetaria del Banco Central de Cuba.

En esencia, esta expansión primaria estuvo determinada por el incremento significativo de las reservas internacionales que permitió contrarrestar el efecto contractivo de la reducción del crédito interno neto⁸⁸ y el patrimonio.

Además, debe señalarse el poco protagonismo del encaje como instrumento indirecto de política monetaria pues representa sólo un 0.32% de la variación de la base. Por su parte, se produjo una disminución de los fondos libres durante el período que no resultó muy significativa con relación a la

⁸⁸ Como los datos están en términos de variaciones no se pudo determinar si el signo negativo de la partida Crédito Interno Neto se debe a la reducción de la misma del 2011 al 2012 o al hecho de que en ambos períodos los depósitos en el BCC fueron superiores al financiamiento otorgado por dicha institución.

magnitud de la base monetaria. Ello se explica por la existencia del mecanismo de compra y venta de deuda pública en ese momento, que determinó que los bancos comerciales rentabilizaran sus excesos de recursos mediante esta vía en lugar de colocarlos como reservas voluntarias en el BCC.

Aunque a partir de los datos disponibles no se pueden determinar los multiplicadores monetarios, se pueden inferir algunos elementos a partir del análisis de la variación de los agregados, calculados en la Tabla 17.

Tabla 17. Agregados Monetarios por segmentos (variaciones en millones de pesos cubanos)

Concepto	Valor	Estructura porcentual con respecto a M2
1. Billetes y monedas	918,2	22,40%
2. Depósitos a la Vista a Personas Naturales	815	19,88%
Agregado M_{1A}(1+2)	1733,2	
3. Depósitos a la Vista a Personas Jurídicas	1958,1	47,76%
Agregado M₁ (1+2+3)	3691,3	
4. Depósitos a Plazo a Personas Naturales	323,9	7,90%
Agregado M_{2A} (1+2+4)	2057,1	
5. Depósitos a Plazo a Personas Jurídicas	84,6	2,06%
Agregado M₂ (1+2+3+4+5)	4099,8	

Fuente: Elaboración propia de información brindada por la Dirección de Política Monetaria del Banco Central de Cuba, 2015.

Si bien este instrumento evidencia que el incremento de la masa monetaria total en 4099.8 millones de pesos fue determinado esencialmente por un aumento significativo de los depósitos a la vista de las personas jurídicas, no se conocen los factores que determinaron este comportamiento. De esta forma se torna más complejo para las autoridades monetarias el control de la emisión secundaria.

Análisis de la emisión monetaria partiendo del Balance Monetario.

A partir de la información proporcionada por la Dirección de Política Monetaria del BCC se construyó el Balance Monetario, reflejado en la Tabla 18. Como la propuesta está concebida para un contexto de unificación monetaria el mismo está expresado en moneda total (millones de pesos cubanos), para lo cual todas las partidas en CUC se nominaron en CUP, teniendo en cuenta los tipos de cambios diferenciados por sectores, y se le adicionaron a aquellas que ya estaban expresadas en esta última moneda.⁸⁹

⁸⁹ Para ello se asumieron los dos supuestos definidos en el epígrafe anterior para el cálculo de los componentes de la base. En el caso de las partidas de los bancos comerciales no fue necesario el establecimiento de ninguna premisa pues todas

Tabla 18. Balance Monetario (variaciones en millones de pesos cubanos, 2011-2012)

Conceptos	Variaciones		
	BCC	Banca	Sistema bancario
Posición en m/e	295,9	583,1	879,1
Reservas Internacionales	535,5	0	535,5
Otros activos netos de no residentes	589,1	419,1	1008,3
Activos netos en moneda extranjera a residentes	-828,7	164	-664,7
Crédito Neto al sector público	0	0	0
Crédito Neto a los Bancos	-825,5	825,5	0
Crédito a Personas Jurídicas	0	-421,1	-421,1
(-) Depósitos de Personas Jurídicas.	0	-78,9	-78,9
(-) Depósitos de Personas Naturales	0	2,9	2,9
Otros créditos netos	-3,2	-164,3	-167,5
Crédito Interno Neto en moneda nacional	580,9	2951,3	3532,2
Crédito Neto al sector público	39	-638,4	-599,4
Crédito Neto a los Bancos	-48,4	48,4	0
Crédito a Personas Jurídicas	0	4234,8	4234,8
Crédito a Personas Naturales	0	-774	-774
Otros Créditos netos	590,3	-693,5	-103,2
Patrimonio	-95,8	-215,6	-311,5
Dinero	781	3318,8	4099,8
Billetes y monedas	830,1	88,1	918,2
Fondos Libres	-51,6	51,6	0
Encaje	2,5	-2,5	0
Depósitos a la Vista a Personas Jurídicas	0	1958,1	1958,1
Depósitos a la Vista a Personas Naturales	0	815	815
Depósitos a Plazo a Personas Jurídicas	0	84,6	84,6
Depósitos a Plazo a Personas Naturales	0	323,9	323,9

Fuente: Elaboración propia de información brindada por la dirección de política monetaria del Banco Central de Cuba, 2015.

Este balance también permite visualizar los análisis derivados de las herramientas actuales del BCC, por lo que en este apartado solo se abordarán aquellos factores que las mismas no reflejan. Aunque no se dispone del valor de los multiplicadores, a partir del análisis del crédito otorgado por la banca comercial se puede tener una aproximación del papel de la emisión secundaria en la expansión total de la masa monetaria.

La expansión secundaria deriva del incremento en 2951.3 millones de CUP del Crédito Interno Neto en moneda nacional otorgado en 2012 por los bancos comerciales con respecto al 2011. Es de destacar que este financiamiento fue canalizado en mayor medida por las personas jurídicas pues los créditos

se desagregan en función de la segmentación existente por lo que resulta fácil distinguir que tipo de cambio emplear para la conversión de CUC a CUP.

hacia este sector se incrementaron en 4234.8 millones de CUP. Como aparecen agregados en una misma partida tanto las cooperativas agropecuarias como las empresas estatales no es posible discernir los efectos potenciales de dicha emisión.

De otro lado, resalta la significativa reducción de los créditos otorgados a las personas naturales, expresión de la reducida demanda de préstamos por parte de este segmento, ya sea por problemas culturales o por la existencia de elementos en la nueva política crediticia que desestimulan la utilización de esta fuente de financiamiento, sobre todo en esta etapa inicial.

Además, la reducción en 638,4 millones de CUP de la tenencia de deuda pública por el sistema bancario determinó que la expansión secundaria no se diera en una mayor magnitud. En síntesis, el incremento del crédito a las personas jurídicas absorbió la reducción del financiamiento otorgado por el sistema bancario a las personas naturales y al Gobierno Central, determinando por tanto, un aumento del Crédito Interno Neto en moneda nacional.

Otros elementos que influyeron en la expansión secundaria de dinero fueron el incremento de los activos netos con no residentes en poder de los bancos comerciales así como los activos en moneda extranjera con residentes. Pese a esto, el aumento de esta última partida no fue más significativo por el efecto contractivo que tuvo sobre ella la reducción del crédito otorgado a las personas jurídicas en divisas.

En sentido general se puede decir que el incremento de la masa total de dinero estuvo determinado por el aumento en un 21% de la posición de todas las sociedades de depósito en moneda extranjera, como resultado de transacciones con el sector externo; por el incremento en un 86% del crédito interno en moneda nacional, fundamentalmente a las personas jurídicas; y la reducción en un 7% del patrimonio.

A pesar del crecimiento de la cantidad de dinero en circulación, el mismo no debe generar grandes presiones inflacionarias pues el financiamiento no estuvo dirigido en gran medida al segmento de la población. Pese a ello se debe considerar que parte del dinero emitido hacia el segmento de las personas jurídicas puede haber sido canalizado por cooperativas agropecuarias cuyos miembros concurren al mercado de precios de libre formación. No obstante, el incremento del crédito a aquellos agentes que forman parte del segmento de la población solo derivara en presiones inflacionarias de no dirigirse a sectores productivos o de no corresponderse con un incremento de la oferta de bienes y servicios.

De manera general, aun cuando el análisis realizado a partir del Balance Monetario confeccionado es simple, se pudo demostrar que la utilización de esta herramienta por parte del Banco Central de Cuba permite un análisis más integral de la emisión. Como en el mismo se reflejan los activos de los bancos comerciales se pueden conocer las fuentes de expansión secundaria y por tanto los determinantes de la variaciones de la masa monetaria no explicadas por el comportamiento de la base.

En síntesis, con todo el análisis realizado se valida la hipótesis propuesta en esta investigación y se reafirma la pertinencia de este estudio en el contexto actual, caracterizado por profundas transformaciones en el modelo económico cubano. En este sentido, la propuesta realizada tributa al cumplimiento de las funciones de la política monetaria en Cuba, las cuales quedan estipuladas en el lineamiento No. 65 de la Política Económica y Social del VI Congreso del Partido Comunista de Cuba del 2011: *“La política monetaria se debe dirigir a regular la cantidad de dinero en circulación y los niveles de créditos, a partir de lo establecido en el plan, con el fin de contribuir a lograr la estabilidad cambiaria y del poder adquisitivo de la moneda, así como el desarrollo ordenado de la economía”*.

Conclusiones

1. El análisis del Panorama del Banco Central, el de las otras sociedades de depósito y el consolidado del sistema bancario permite conocer tanto las fuentes como los usos de la emisión monetaria, y por tanto son herramientas más integradoras que el balance del Banco Central, los agregados y multiplicadores. Sin embargo, el Balance Monetario constituye la herramienta más idónea para realizar este tipo de análisis, pues integra en un mismo cuerpo analítico toda la información reflejada por los instrumentos anteriores, lo que permite apreciar con mayor claridad hacia qué sectores se mueve el dinero y bajo qué tipo de instrumentos.
2. La forma en que se presentan la información en los Panoramas y el Balance Monetario permite dar seguimiento a las decisiones de política monetaria, cuantificar los efectos derivados de la misma y en base a ello proyectar diferentes escenarios. No obstante, el estudio de las experiencias internacionales permitió constatar que aun cuando los países miembros del FMI acatan las prescripciones contenidas en el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras, la estructura de dichos instrumentos varía en función del nivel de profundidad y complejidad del sistema financiero en cuestión.
3. Los Panoramas y Balances Monetarios permiten monitorear los determinantes de la creación primaria y secundaria de dinero, lo que se pudo constatar a partir del análisis de la experiencia de Uruguay. Adicionalmente, a través de la utilización de técnicas econométricas se efectuó un análisis de las fuentes de emisión en función del tiempo que permitió identificar las oscilaciones normales que se advierten en el comportamiento de las mismas en cada trimestre del año. Ello facilita considerablemente entre otras cosas la programación monetaria pues permite tener una aproximación del comportamiento futuro de los determinantes de la emisión.
4. Actualmente la dirección de Política Monetaria del Banco Central de Cuba utiliza tres herramientas para el monitoreo de la emisión monetaria: el balance del BCC, los agregados y multiplicadores. A pesar de que estas brindan información relevante, no reflejan las operaciones activas realizadas por los bancos comerciales imposibilitando el análisis de las fuentes de emisión secundaria. Con la aprobación de la nueva política crediticia se espera que el papel del crédito dirigido a la población adquiera mayor significación lo cual refuerza la necesidad de analizar las fuentes de la creación secundaria de dinero. De otro lado, aunque estos instrumentos se calculan por moneda y segmentos, el BCC adolece de una herramienta analítica que sintetice la información de todo el sistema bancario de forma tal que se pueda monitorear más efectivamente las fluctuaciones de la masa monetaria, sus determinantes, que sectores la canalizan y los tipos de instrumentos utilizados.

5. La especialización de los bancos comerciales cubanos por tipo de operaciones según el segmento y la moneda donde opere, determina que los mismos tengan un impacto diferenciado en el proceso de emisión secundaria. Solo constituyen sociedades de depósito BANDEC, BANMET, BPA, BFI, BICSA y BEC, siendo BANDEC la institución que juega un papel más protagónico en la multiplicación monetaria dada la cantidad de créditos que otorga y el número de depósitos que capta. En la economía cubana, la asignación centralizada de recursos y la presencia de precios regulados administrativamente condicionan que los efectos potenciales de una sobre emisión por parte de estas instituciones no solo se manifieste en una mayor inflación, sino también en presiones sobre la convertibilidad de la moneda doméstica.
6. La sectorización de las unidades institucionales se torna indispensable para la elaboración de los Panoramas y el Balance Monetario para Cuba no solo por el surgimiento de nuevos actores económicos que han venido ganando importancia paulatinamente, sino también por la ampliación de los vasos comunicantes entre segmentos que implica un mayor flujo monetario entre ellos. Es por eso que se propone realizar una diferenciación entre los agentes con personalidad jurídica que concurren al mercado de precios no regulados y las empresas estatales y el Gobierno Central, en aras de distinguir los efectos potenciales de una sobre emisión hacia cada uno de esos sectores. Asimismo, se estima conveniente considerar de forma aislada al sector de trabajadores por cuenta propia dado el notable crecimiento experimentado por el mismo en los últimos años.
7. Las partidas que se incluyen en la propuesta de los Panoramas y el Balance Monetario internalizan las principales transformaciones operadas en el sistema financiero. Entre otras, se sugiere la desagregación del Crédito Neto al Gobierno de forma tal que ilustre el nuevo mecanismo de financiamiento del déficit fiscal y el valor de las monetizaciones realizadas antes del 2013, en tanto no se decida cómo proceder en relación a las mismas. Por otra parte, la eliminación del mecanismo de compra y venta de deuda pública posibilita una mayor utilización de la ventanilla de descuento como una forma para manejar la liquidez de las instituciones bancarias. En función de lo anterior, se considera conveniente desagregar la partida Crédito Neto a las Instituciones Financieras según los servicios de dicha ventanilla.
8. A pesar de la sencillez del ejercicio práctico realizado para el caso de Cuba, la construcción de un Balance Monetario permitió validar las ventajas de esta herramienta analítica con respecto a los instrumentos utilizados actualmente por el Banco Central de Cuba para monitorear la emisión monetaria. A partir del mismo se pudieron identificar los determinantes de la creación secundaria de dinero así como los sectores receptores de dicha emisión.

Recomendaciones

1. Profundizar en el estudio de otras experiencias internacionales en cuanto a la confección de los Panoramas y el Balance Monetario, particularmente en la de aquellos países cuyo entorno monetario y financiero muestre algunas semejanzas al de Cuba.
2. Modificar la forma de compilación de las estadísticas monetarias con vistas a facilitar el monitoreo de los flujos monetarios de un segmento a otro. Para ello es necesario desagregar la información en función de la sectorización propuesta para las unidades institucionales, de forma tal que se puedan analizar aisladamente los nuevos agentes surgidos como resultado del conjunto de transformaciones operadas en el modelo de gestión cubano.
3. Implementar la propuesta en la Dirección de Política Monetaria del BCC para la realización de los análisis de la emisión monetaria, con el objetivo de lograr mayor efectividad en los mismos. De esta forma se tributaría al cumplimiento del lineamiento No. 47 de la Política Económica y Social del país que estipula la necesidad de *"...establecer reglas adecuadas de emisión y utilizar oportunamente los indicadores que permitan su control"*.
4. Darle continuidad a esta línea de investigación a fin de incorporar otras herramientas complementarias para el análisis de la emisión monetaria.

Bibliografía

1. (aebu), A. d. (2001). El sistema financiero uruguayo: un asunto de Estado.
2. Aboal, D. (2011). *El Banco Central de Uruguay y la política monetaria*. Montevideo: Banda Oriental.
3. Adersen, L., & Jordan, J. (1968). The monetary base: Explanation and analytical use.
4. Bajo, O., & Monés, M. A. (2000). *Curso de Macroeconomía*. Madrid: Antoni Bosh.
5. BCC. (1997). Decreto-Ley No.172/1997. *La Habana*.
6. BCC. (2010). *Instrucción No.3/2010*.
7. BCC. (2011). *Manual de Regulaciones del Banco Central de Cuba*.
8. BCCr. (2014).
<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Documentos//DocumentosMetodologiasNotasTecnicas/NotaMetodologica1Monetario.htm>. Recuperado el enero 13, 2015
9. BCN. (2004). Sector monetario de Nicaragua.
10. BCRP. (2010). *Guía metodológica de las Estadísticas Monetarias*.
11. BCRS. (2014). *Metodología para el cálculo del panorama del Banco Central de Reserva de El Salvador: Sistema financiero*.
12. BCU. (2001-2014). *Balance Monetario del Banco Central de Uruguay*.
13. BCU. (2014). Guía metodológica de las estadísticas monetarias.
14. BCU. (Primer Trimestre 2013). *Informe de Política Monetaria*.
15. BCU. (Segundo Trimestre del 2013). *Informe de Política Monetaria*.
16. BCU. (Tercer Trimestre 2013). *Informe de Política Monetaria*.
17. BCU, S. d. (Tercer Trimestre 2013). *Reporte del Sistema Financiero*.
18. Bonilla, J. M. (2009). Situación de las Sociedades de Depósito en Centroamérica y República Dominicana: Un Análisis desde las Estadísticas Monetarias y Financieras Armonizadas (EMFA). *Notas Económicas Regionales*.
19. BRC. (2005). Sectorización monetaria y económica . *Banco de la República de Colombia*.
20. Brovedani, B. (1961). *Bases analíticas para la política monetaria*. México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericano (CEMLA).

21. CEMLA. (2007). Estadísticas monetarias y financieros. División de Estadísticas Monetarias y Financieras Banco de Inglaterra.
22. CEMLA. (2013). Estadísticas monetarias.
23. CEPAL. (2013). Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe.
24. CEPAL. (2014). Balance Preliminar de las economías de América Latina.
25. Chile, B. C. (2006). Aperturas Analíticas del Balance del Banco Central de Chile. *Estudios Económicos Estadísticos*.
26. Cruz Simón, K. (2014). Aproximación a la implementación de las OMA en Cuba . *Universidad de La Habana, Facultad de Economía: Tesis de Diploma*.
27. Deloitte. (2012). La composición del sistema bancario en Uruguay: Una perspectiva histórica.
28. Diz, A. (1997). *Oferta Monetaria y sus instrumentos*. México: CEMLA.
29. Doimeadiós, Y., Hidalgo, V., & Licandro. (2011). *Políticas macroeconómicas en economías parcialmente dolarizadas*. La Habana: Zonalibro.
30. Economist Intelligence Unit. (2014, Septiembre 25). Country Report: Cuba. London, United Kingdom.
31. FMI. (2000). *Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras*.
32. Ganadería, M. d. (2009). Calendario de siembra.
33. García, J. M. (2005). *La reforma monetaria en Cuba*. México, D.F: Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Sede Subregional en México. Unidad de Desarrollo Económico.
34. Gloria Sorensen, A. H. (Primer Semestre 2013). Situación de Uruguay 2013.
35. González, A. (2013). El sistema de planificación y circulación monetaria dual en la etapa actual. *Revista Economía y Desarrollo. Edición especial*, 11-21.
36. Hernández Roque, E. (2002). Agregados monetarios en la economía cubana. *Revista del Banco Central de Cuba*, No. 3.
37. Hidalgo, V. (2008). De la dolarización a la unificación monetaria. *Economía y Desarrollo. Año XXXIX. Vol.143*, 133-162.
38. Hidalgo, V., & Doimeadiós, Y. (2012). *Fiscalidad, equilibrio externo e interno en la economía cubana: avances y desafíos*. La Habana.
39. <http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CF152&locale=es> . (s.f.). Recuperado el enero 13, 2015.

40. Intervención de Lina Pedraza durante la presentación de la Ley de Presupuesto para el año 2014. (2013, diciembre 23). *Granma*, págs. 6-7.
41. Lage, C. (2011). Principios para la emisión de la emisión monetaria en Cuba. *Tesis de Maestría en Economía con Mención en Planificación, IX Edición*.
42. León Mundull, J., & Pons Pérez, S. (2014). Sistema financiero en Cuba: Premisas para su contribución al desarrollo económico. En C. d. autores, *Economía Cubana: Transformaciones y desafíos* (págs. 56-87). La Habana: Editorial de Ciencias Sociales.
43. Marx, C. (1973). *El capital*. La Habana: Ciencias Sociales.
44. Ministerio de Justicia. (2010). Gaceta Oficial de la República de Cuba, Resolución 33/2010.
45. Ministerio de Justicia. (2011). Gaceta Oficial de la República de Cuba No. 040, Extraordinaria, Decreto-Ley 289/2011.
46. Mishkin, F. (2008). *Moneda, banca y mercados financieros*. México: Pearson Educación de México, S.A.
47. Murillo Garza, J. A. (1995). Interacción de la política monetaria del Banco Central y de la política crediticia de la banca: El caso de México. *Documento de investigación No. 9507*.
48. Pérez Soto, C. (2009). El equilibrio monetario socialista en el segmento de la población. *Revista del Banco Central de Cuba*, No. 1.
49. Pérez Soto, C., & Hidalgo, V. (2010). Estabilidad y política monetaria en la economía cubana. *Revista del Banco Central de Cuba*, No. 1.
50. Pérez Soto, C., & Lage, C. (2011). Control y medición de la emisión monetaria en Cuba. *Revista del Banco Central de Cuba*, No. 1.
51. Pérez, C. (2011). Esquema de Política Monetaria para el segmento de la población de la economía cubana. *Universidad de La Habana, Facultad de Economía: Tesis de Doctorado*.
52. Pérez, C., & Lage, C. (2012). Por qué un mercado interbancario en Cuba. *Revista del Banco Central de Cuba*, No. 2, 20-26.
53. Pérez, C., Hernández, E., & Hidalgo, V. (2003). Aproximación al estudio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Cuba. *Revista Economía y Desarrollo*, 134. Edición especial, 22-58.
54. Piñeiro Harnecker, C. (2014). Cooperativas no agropecuarias en La Habana. Diagnóstico Preliminar. En C. d. Autores, *Economía Cubana: Transformaciones y desafíos* (págs. 291-334). La Habana: Ciencias Sociales.
55. Poveda, R. (1972). *Los efectos del multiplicador y la base monetaria en la creación de dinero*. Madrid: Servicio de Estudio Banco de España.

56. Rocelló Arenciabria, D. (2013). *Mercado Interbancario en Cuba*. Universidad de La Habana, Facultad de Economía: Tesis de Diploma.
57. Rodríguez, Á. (2000). Retos en la modernización del sistema financiero cubano. *Revista del Banco Central de Cuba*. Año 3. No.3.
58. Sistema de Cuentas Nacionales. (1993).
59. Sistema de Cuentas Nacionales. (2008).
60. Thorp, J., & Turnbull, P. (2004). Estadísticas bancarias y monetarias. *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, CEMLA*.
61. Tobin, J. (1963). *Comercial Banks as creators of Money*. Yale University.
62. Uruguay, I. N. (2013). *Anuario Estadístico*.
63. Vidal, P. (2007). Nuevo esquema de la política monetaria en Cuba: Análisis macroeconómico y estimación con un modelo VAR. *Universidad de La Habana, Facultad de Economía: Tesis de Doctorado*.
64. Vidal, P. (2010). Política Monetaria. *Miradas a la economía cubana II* , 29-38.
65. Vidal, P., & Hernández, E. (2002). El encaje legal como instrumento de política en la economía cubana. *Revista del Banco Central de Cuba*. Año 5. No.1.
66. Vidal, P., & Doimeadiós, Y. (2003). Inflación vs. deflación en la economía cubana. *Revista Economía y Desarrollo. Edición especial*, 59-72.
67. Villalobos, P. (2008). Estadísticas Monetarias y Financieras de Costa Rica Armonizadas con las de Centroamérica, Panamá y República Dominicana.
68. www.bcu.gub.uy. (s.f.). Recuperado el 15 de abril, 2014
69. www.bcu.gub.uy. (s.f.). Recuperado el 27 de enero, 2015, de www.bcu.gub.uy.
70. www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/index.aspx. (s.f.). Recuperado el 12 de abril, 2014

Anexos

Anexo 1. Sectorización de las unidades institucionales del sistema financiero según las recomendaciones del MEMF.



* Se consideran otras sociedades financieras a las Sociedades de seguros y fondos de pensiones, Otros intermediarios financieros, excepto sociedades de seguros y fondos de pensiones y Auxiliares financieros.

Fuente: Elaboración propia a partir del manual de estadísticas monetarias y financieras del Fondo Monetario Internacional, 2000.

Anexo 2. Panoramas del Banco Central.

Panorama del Banco Central	Saldo Inicial	Saldo Final
Activos externos netos		
Activos frente a no residentes		
<i>Oro monetario y tenencias de DEG</i>		
<i>Moneda extranjera</i>		
<i>Depósitos</i>		
<i>Valores distintos de acciones</i>		
<i>Prestamos</i>		
<i>Derivados financieros</i>		
<i>Otros activos</i>		
Menos: Pasivos frente a no residentes		
<i>Depósitos</i>		
<i>Valores distintos de acciones</i>		
<i>Prestamos</i>		
<i>Derivados financieros</i>		
<i>Otros pasivos</i>		
Activos frente a otras sociedades de depósito		
Activos netos frente al gobierno central		
Activos frente a otros sectores*		
Base monetaria		
Billetes y monedas en circulación		
Pasivos frente a otras sociedades de depósito		
<i>Depósitos de reserva</i>		
<i>Otros pasivos</i>		
Depósitos incluidos en la definición de dinero en sentido amplio		
<i>Depósitos transferibles*</i>		
<i>Otros depósitos*</i>		
Valores distintos de acciones incluidos en la definición de dinero en sentido amplio*		
Depósitos excluidos de la definición de dinero en sentido amplio		
De los cuales: Otras sociedades financieras		
Valores distintos de acciones excluidos de la definición de dinero en sentido amplio		
De los cuales: Otras sociedades financieras		
Prestamos		
De los cuales: Otras sociedades financieras		
Derivados financieros		
De los cuales: Otras sociedades financieras		
Créditos comerciales y anticipos		
De los cuales: Otras sociedades financieras		
Acciones y otras participaciones de capital		
Fondos aportados por propietarios		
Utilidades (o beneficios) retenidas		
Reservas generales y especiales		
Asignaciones de DEG		
Ajuste por valoración		
Otras partidas (neto)		

* Incluye Otras sociedades financieras, Gobiernos estatales y locales, Sociedades públicas no financieras, Otras sociedades no financieras y Otros sectores residentes.

Fuente: Elaboración propia a partir del Panorama del Banco Central presentado en el MEMF, 2000.

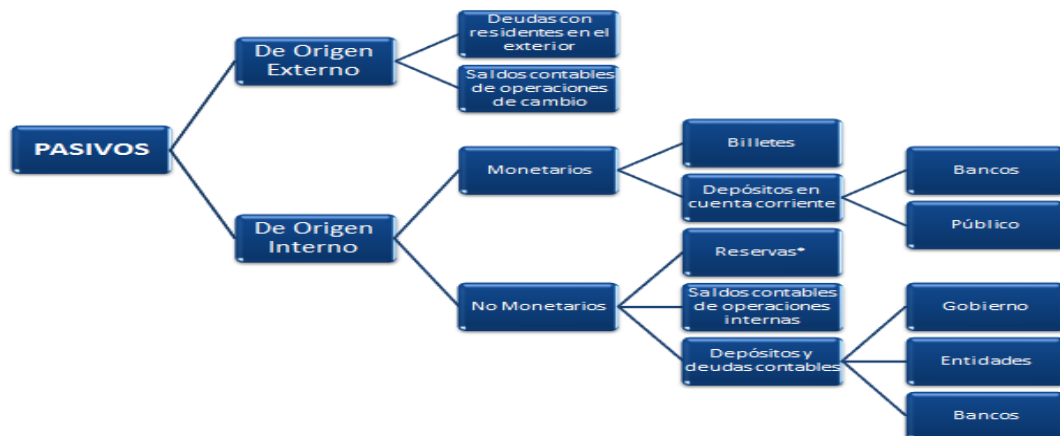
Anexo 3. Clasificación de los rubros del activo.



* Comprenden los hogares y las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares (ISFLSH).

Fuente: Elaboración propia a partir de Brovedani, (1961) y MEMF, (2000).

Anexo 4. Clasificación de los rubros del pasivo.



* Con este término se está haciendo referencia al patrimonio o capital del BC.

Fuente: Elaboración propia a partir de Brovedani, (1961).

Anexo 5. Panorama de otras sociedades de depósitos.

Panorama de las Otras Sociedades de Depósitos	Saldo Inicial	Saldo Final
Activos externos netos		
Activos frente a no residentes		
<i>Moneda extranjera</i>		
<i>Depósitos</i>		
<i>Valores distintos de acciones</i>		
<i>Prestamos</i>		
<i>Derivados financieros</i>		
<i>Otros activos</i>		
Menos Pasivos frente a no residentes		
<i>Depósitos</i>		
<i>Valores distintos de acciones</i>		
<i>Prestamos</i>		
<i>Derivados financieros</i>		
<i>Otros pasivos</i>		
Activos frente al Banco Central		
Billetes y monedas		
Depósitos de reserva		
Otros activos		
Activos netos frente al gobierno central		
Activos frente a otros sectores*		
Pasivos frente al banco central		
Depósitos incluidos en la definición de dinero en sentido amplio		
Depósitos transferibles*		
Otros depósitos*		
Valores distintos de acciones, incluidos en la definición de dinero en sentido amplio*		
Depósitos excluidos de la definición de dinero en sentido amplio		
<i>De los cuales: Otras sociedades financieras</i>		
Valores distintos de acciones, excluidos de la definición de dinero en sentido amplio		
<i>De los cuales: Otras sociedades financieras</i>		
Prestamos		
<i>De los cuales: Otras sociedades financieras</i>		
Derivados financieros		
<i>De los cuales: Otras sociedades financieras</i>		
Créditos comerciales y anticipos		
<i>De los cuales: Otras sociedades financieras</i>		
Acciones s otras participaciones de capital		
Fondos aportados por propietarios		
Utilidades (o beneficios) retenidas		
Reservas generales y especiales		
Ajuste por valoración		
Otras partidas (neto)		

* Incluye Otras sociedades financieras, Gobiernos estatales y locales, Sociedades públicas no financieras, Otras sociedades no financieras y Otros sectores residentes.

Fuente: Elaboración propia a partir del Panorama del Banco Central presentado en el MEMF, 2001.

Anexo 6. Panorama de las sociedades de depósito.

Panorama de las sociedades de depósito	Saldo Inicial	Saldo Final
Activos externos netos		
Activos internos		
Activos netos frente al gobierno central		
Activos frente a otros sectores*		
Pasivos en forma de dinero en sentido amplio		
Billetes y monedas fuera de las sociedades de depósito		
Depósitos transferibles*		
Menos: Cheques pendientes de cobro depositados en el Banco Central		
Otros depósitos*		
Valores distintos de acciones incluidos en la definición de dinero en sentido amplio*		
Depósitos excluidos de la definición de dinero en sentido amplio		
<i>De los cuales: Otras sociedades financieras</i>		
Valores distintos de acciones excluidos de la definición de dinero en sentido amplio		
<i>De los cuales: Otras sociedades financieras</i>		
Prestamos		
<i>De los cuales: Otras sociedades financieras</i>		
Derivados financieros		
<i>De los cuales: Otras sociedades</i>		
Créditos comerciales y anticipos		
<i>De los cuales: Otras sociedades financieras</i>		
Acciones y otras participaciones de capital		
Otras partidas (neto)		
Menos: Ajuste de consolidación***		

* Incluye Otras sociedades financieras, Gobiernos estatales y locales, Sociedades públicas no financieras, Otras sociedades no financieras y Otros sectores residentes

** Otros pasivos incluye los cheques pendientes de cobro depositados en el Banco Central.

*** El ajuste de consolidación en el PSD se muestra como componente separado de otras partidas (neto) y se obtiene de la siguiente manera: 1) pasivos del Banco Central frente a otras sociedades de depósito menos activos de las otras sociedades de depósito frente al Banco Central en forma de depósitos de reserva y otros activos más 2) pasivos de las sociedades de depósito frente al Banco Central menos activos del banco central frente a otras sociedades de depósito más 3) el ajuste de consolidación proveniente del POSD.

Fuente: Elaboración propia a partir del Panorama del Banco Central presentado en el MEMF, 2001.

Anexo 7. Estructura del Balance Monetario para análisis dinámico.

	Año t			Año t+1			Variaciones		
	BC	Bancos	SB	BC	Bancos	SB	BC	Bancos	SB
A. Datos No Monetarios									
1. De origen externo.									
Deuda o crédito netos	RIN _{1,t}	RIN _{2,t}	RIN _{3,t}	RIN _{1,t+1}	RIN _{2,t+1}	RIN _{3,t+1}	RIN ₁	RIN ₂	RIN ₃
2. De origen interno.									
a) Sector oficial	CNG _{1,t}	CNG _{2,t}	CNG _{3,t}	CNG _{1,t+1}	CNG _{2,t+1}	CNG _{3,t+1}	CN	CNG ₂	CN
			t			t+1	G ₁		G ₃
b) Redescuentos	RB _{1,t}	RB _{2,t}	RB _{3,t}	RB _{1,t+1}	RB _{2,t+1}	RB _{3,t+1}	RB ₁	RB ₂	RB ₃
c) Préstamos a personas y empresas	EC _{1,t}	EC _{2,t}	EC _{3,t}	EC _{1,t+1}	EC _{2,t+1}	EC _{3,t+1}	EC ₁	EC ₂	EC ₃
d) Cuasi-dinero	CD _{1,t}	CD _{2,t}	CD _{3,t}	CD _{1,t+1}	CD _{2,t+1}	CD _{3,t+1}	CD ₁	CD ₂	CD ₃
e) Otros activos o pasivos	OA _{1,t}	OA _{2,t}	OA _{3,t}	OA _{1,t+1}	OA _{2,t+1}	OA _{3,t+1}	OA ₁	OA ₂	OA ₃
B. Datos Monetarios									
a) Billetes emitidos por el BC	EM _t	-	-	EM _{t+1}	-	-	EM	-	-
b) Billetes en circulación	CP _t	-	CP _{3,t}	CP _{t+1}	-	CP _{3,t+1}	CP	-	CP ₃
c) Billetes en las bóvedas de los bancos	LB _{1,t}	LB _{2,t}	-	LB _{1,t+1}	LB _{2,t+1}	-	LB ₁	LB ₂	-
d) Depósitos de los bancos en el banco central	DB _{1,t}	DB _{2,t}	-	DB _{1,t+1}	DB _{2,t+1}	-	DB ₁	DB ₂	-
e) Depósitos del público en cuenta corriente	-	DP _{2,t}	DP _{3,t}	-	DP _{2,t+1}	DP _{3,t+1}	-	DP ₂	DP ₃

Fuente: Elaboración propia a partir de Brovedani, Bruno, "Bases analíticas de la política monetaria", 1961.

Anexo 8. Principales cambios en el balance de las sociedades de depósito de Nicaragua.

Antes	Ahora (Según MEMF 2000)
I. Activos Externos Netos	I. Activos Externos Netos
1.1. Reservas internacionales brutas	1.1. Activos frente a no residentes
1.2. Pasivos de corto plazo	1.2. Pasivos frente a no residentes
II. Activos internos netos al sector público no financiero	II. Activos internos netos
2.1. Sector público no financiero	2.1. Frente al gobierno general
2.2. Crédito al sector privado	2.2. Frente a sociedades públicas no financieras.
2.3. Certificados Negociables de Inversión.	2.3. Pasivos con otras sociedades financieras
2.4. Pasivos externos de mediano y largo plazo.	2.4. Frente al sector privado
2.5. Otros activos y pasivos netos	2.5. Frente a otros sectores
III. Pasivos monetarios	III. Pasivos monetarios
3.1. Depósitos a la vista	3.1. Depósitos transferibles
3.2. Depósitos de ahorro	3.2. Otros depósitos
3.3. Depósitos a plazos	
3.4. Depósitos en moneda extranjera	

Fuente: Elaboración propia a partir de Banco Central de Nicaragua, Notas metodológicas del sector monetario, 2004.

Anexo 9. Estructura del Panorama de las Sociedades de Depósitos de Costa Rica.

Reservas internacionales netas

Crédito interno

Gobierno

Crédito corriente neto

Crédito renegociado

Resto del sector público

Crédito corriente

Crédito renegociado

Sector privado no financiero

Moneda nacional

Moneda extranjera

Sector privado financiero no bancario

Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares

Crédito al exterior

Otros activos netos

Liquidez total

Cuasi dinero

Moneda nacional

Moneda extranjera

Medio circulante (M1)

Numerario en poder del público

Depósitos en cuenta corriente en moneda nacional

Operaciones de mercado abierto

Sistema de Inversiones de Corto Plazo

Depósitos electrónicos a plazo

BEM en moneda nacional

BEM en moneda extranjera

Endeudamiento externo de mediano y largo plazo

Fuente: Elaboración propia a partir del Panorama de las Sociedades de Depósito de Costa Rica de octubre 2014.

Anexo 10. Costa Rica: Dinero en sentido estricto y sentido amplio.

Activos financieros que usualmente se incluyen en la DEFINICIÓN DE DINERO EN SENTIDO Estricto

- Billetes y monedas
- Depósitos transferibles (en moneda nacional y extranjera)
- Cheques de caja emitidos por sociedades de depósito (que circulan como medio de pago)

Activos financieros que deberían incluirse en la DEFINICIÓN DE DINERO EN SENTIDO AMPLIO

- Cheques de viajero emitidos por sociedades financieras y utilizados dentro del país
- Depósitos de ahorro (en moneda nacional y extranjera)
- Depósitos a plazo (en moneda nacional y extranjera)
- Depósitos de importación
- Participaciones de capital emitidos por asociaciones de ahorro y préstamo, sociedades hipotecarias, cooperativas, etc.
- Acuerdos de recompra
- Participaciones de capital en fondos de mercado monetario que se invierten en instrumentos de corto plazo

Fuente: *Estadísticas Monetarias y Financieras de Costa Rica Armonizadas con las de Centroamérica, Panamá y República Dominicana, 2008.*

Anexo 11. Componentes del Cuasi dinero según el Banco Central de Costa Rica.

Componentes del cuasi dinero	
Moneda nacional	Moneda extranjera
Depósitos a plazo y certificados de inversión	Depósitos en cuenta corriente
Depósitos de ahorro	Depósitos a plazo y certificados de inversión
Depósitos a plazo vencido	Depósitos de ahorro
Cheques de gerencia	Depósitos a plazo vencido
Cheques certificados	Otras exigibilidades
Depósitos judiciales	Cheques de gerencia
Otras exigibilidades	Cheques certificados
Otras obligaciones de Banco Central	Depósitos judiciales
	Depósitos no clasificados de Banco Central

Fuente: Banco Central de Costa Rica, Notas metodológicas del sector monetario, 2008.

Anexo 12. Cuentas monetarias de las sociedades de depósito de Perú.

Activos	Pasivos
1. Activos Externos Netos de Corto Plazo	4. Liquidez
2. Activos Externos Netos de Largo Plazo	a) Moneda Nacional
3. Crédito Neto	Dinero
a) Crédito neto al sector público	Cuasidinerio
b) Crédito al sector privado	b) Moneda extranjera
c) Otras cuentas netas	

Fuente: Elaboración propia a partir de BCRP, (2010).

Anexo 13. Panorama de las Sociedades de Depósito del Salvador.

CONCEPTOS	Saldo al Inicio del período	Saldo al final del período
1 Activos Externos Netos (AEN)		
1.1 Activos Externos Brutos		
1.1.1 Banco Central de Reserva		
1.1.2 Otras Sociedades de Depósitos		
1.2 Pasivos Externos de Corto Plazo		
1.3 Pasivos Externos de Mediano y Largo Plazo		
2 Activos Internos Netos		
2.1 Crédito Interno Neto Total		
2.1.1 Crédito e Inversión al Sector Privado		
2.1.1.1 Préstamos al Sector Privado		
2.1.1.2 Otros Créditos		
2.1.1.3 Otras Sociedades Financieras		
2.1.2 Crédito Sector Público no Financiero		
2.1.2.1 Gobierno Central (neto)		
2.1.2.2 Sociedades Públicas no Financieras		
2.1.2.3 Gobierno Local		
2.2 Otras Cuentas Netas		
3 Dinero en Sentido Amplio (DSA)		
3.1 Medio Circulante (M1)		
3.1.1 Colones en Circulación en poder del Público		
3.1.2 Depósitos a la Vista		
3.1.2.1 Otras Sociedades Financieras		
3.1.2.2 Gobierno Local		
3.1.2.3 Sociedades Públicas no Financieras		
3.1.2.4 Otras Sociedades no Financieras		
3.1.2.5 Hogares e ISFLSH		
3.2 Agregado Monetario M2 (3.1+3.2.1)		
3.2.1 Cuasidinero		
3.2.1.1 Otras Sociedades Financieras		
3.2.1.2 Gobiernos Locales		
3.2.1.3 Sociedades Públicas no Financieras		
3.2.1.4 Otras Sociedades no Financieras		
3.2.1.5 Hogares e ISFLSH		
3.3 Valores Distintos de Acciones		
3.3.1 Banco Central de Reserva		
3.3.2 Otras Sociedades de Depósitos		

Fuente: Elaboración propia a partir del Panorama de las Sociedades de depósito del Salvador, junio 2014.

Anexo 14. Posición General en moneda extranjera del Banco Central de Uruguay.

Conceptos	Saldos al Final del año	Variaciones desde		
		Comienzos del mes	Comienzos del trimestre	Comienzos del año
A. ACTIVOS DE RESERVA				
I. Oro II. Fondos de trabajo De los cuales: <i>Tenencia de DEG</i> <i>Tramo de reserva en el FMI</i> III. Corresponsales de convenio ALADI IV. Otros activos				
B. OTROS ACTIVOS NETOS CON NO RESIDENTES				
I. Activos II. Pasivos Corto plazo Largo plazo -- <i>FMI</i> -- <i>Otros</i>				
C. ACTIVOS NETOS CON RESIDENTES				
I. Activos I-1. <i>Sistema bancario</i> I-2. <i>Sector público</i> I-3. <i>Sector privado</i> II. Pasivos II-1. <i>Sistema bancario</i> II-2. <i>Sector público</i> II-3. <i>Sector privado</i>				
D. OTRAS CUENTAS NETAS				
E. POSICION TOTAL NETA				

Fuente: Balance Monetario del Banco Central de Uruguay al 31 de diciembre de 2013.

Anexo 15. Balances Monetarios de Uruguay.

Balance Monetario del Banco Central de Uruguay

	Primer trimestre 2013	Tercer trimestre 2013
ACTIVOS EXTERNOS DE CORTO PLAZO	751404	1039685
<i>En millones de U\$S</i>	39412	47146
CRÉDITO INTERNO NETO	-530540	-822420
I. CRÉDITO NETO AL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO	224760	200283
1. Gobierno Central	230577	207230
2. Resto del sector público	-5817	-6947
II. CRÉDITO NETO AL SISTEMA BANCARIO	-219301	-322555
III. CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO	3970	4080
1. Moneda nacional	3413	3438
2. Moneda extranjera	556	643
<i>En millones de U\$S</i>	30	30
Residentes	30	30
No residentes	0	0
IV. LETRAS DE REGULACIÓN MONETARIA	-510613	-600668
V. OTRAS CUENTAS NETAS	-29357	-103561
PASIVOS MONETARIOS	220864	217264
I. EMISIÓN FUERA DEL BCU	147862	153008
II. DEPÓSITOS A LA VISTA M.N. DEL SISTEMA BANCARIO	18252	29338
III. DEPÓSITOS ENCAJE REMUNERADO M.N DEL SISTEMA BANCARIO	18588	20639
IV. DEPÓSITOS OVERNIGHT Y PLAZO M.N. DEL SISTEMA BANCARIO	31356	11474
V. OTROS DEPÓSITOS EN M.N.	4807	2807
1. Depósitos vista en moneda nacional otras instituciones	2559	2011
2. Depósitos overnight otras instituciones	935	795
3. Depósitos plazo otras instituciones	1312	0
<i>Posición externa neta (en millones de U\$S)</i>	41552	49321

Balance monetario del sistema bancario de Uruguay

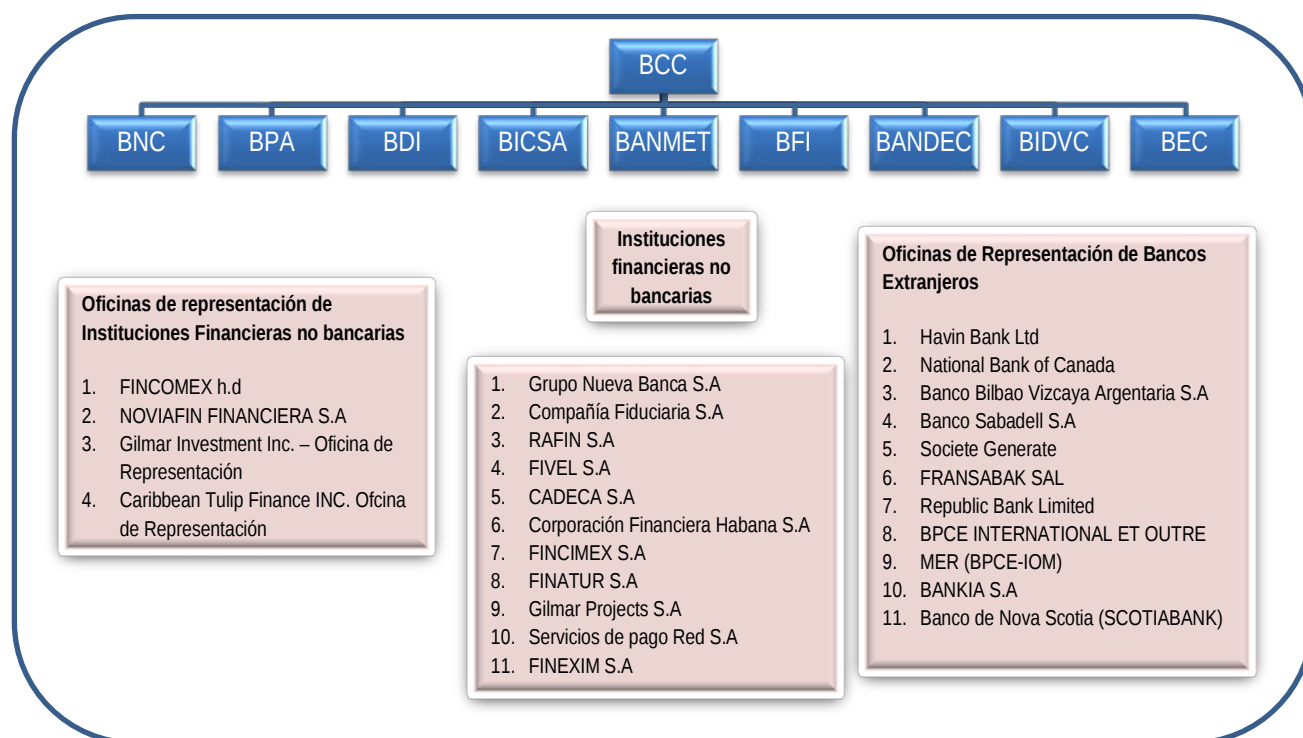
	Primer trimestre 2013	Tercer trimestre 2013
ACTIVOS EXTERNOS DE CORTO PLAZO	345197	412483
<i>En millones de U\$S</i>	18103	18717
CRÉDITO INTERNO NETO	990325	1200372
I. CRÉDITO NETO AL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO	63361	69701
1. Gobierno Central	44732	47124
2. Resto del sector público	18628	22577
II. CRÉDITO NETO AL BCU	219427	322716
III. CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO	782877	910443
1. Moneda nacional	338200	366914
2. Moneda extranjera	444678	543527
<i>En millones de U\$S</i>	23322	24659
Residentes	21487	23007
No residentes	1835	1652
IV. LETRAS DE REGULACIÓN MONETARIA	128853	133060
V. OTRAS CUENTAS NETAS	-204192	-235547
PASIVOS MONETARIOS	1335522	1612856
I. MEDIOS DE PAGO	150350	152545
1. Circulante en poder del sistema bancario	-39008	-39307
2. Depósitos vista moneda nacional	189359	191851
2.1. Empresas públicas y gobierno departamentales	33198	27866
2.2. Sector privado no bancario	156161	163988
II. DEPÓSITOS VISTA M.N DEL SISTEMA BANCARIO EN BCU	-18252	-29338
III. DEPÓSITOS ENCAJE REMUNERADO M.N. EN BCU	-18588	-20639
IV. DEPÓSITOS OVERNIGHT Y PLAZO M.N. EN BCU	-31356	-11474
V. DEPÓSITOS EN CAJA DE AHORRO EN M.N.	109142	120205
VI. DEPÓSITOS A PLAZO EN MONEDA NACIONAL.	89340	93631
1. Empresas públicas y gobiernos departamentales	11920	14348
2. Sector privado no bancario	77420	79282
VII. DEPÓSITOS DE AHORRO PREVIO EN M.N.	13189	14669
VIII. DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA	1041697	1293256
1. Empresas públicas y gobiernos departamentales	19720	26980
<i>En millones de U\$S</i>	1034	1224
2. Sector privado no bancario	1021977	1266277
<i>En millones de U\$S</i>	53598	57443
Residentes	42513	45650
No residentes	11086	11793
		0
<i>Posición extranjera neta (millones de USD)</i>	13019	12330

Balance Monetario Consolidado

	Primer trimestre 2013	Tercer trimestre 2013
ACTIVOS EXTERNOS DE CORTO PLAZO	1096601	1452168
<i>En millones de U\$S</i>	57514	65863
CRÉDITO INTERNO NETO	459785	377951
I. CRÉDITO NETO AL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO	288123	269984
1. Gobierno Central	275310	254353
2. Resto del sector público	12813	15631
II. CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO	786846	914523
1. Moneda nacional	341611	370353
2. Moneda extranjera	445233	544170
<i>En millones de U\$S</i>	23352	24689
Residentes	21516	23036
No residentes	1835	1652
III. LETRAS DE REGULACIÓN MONETARIA	-381760	-467608
IV. OTRAS CUENTAS NETAS	-233423	-338948
PASIVOS MONETARIOS	1556386	1830120
I. MEDIOS DE PAGO	301707	308359
1. Circulante fuera del sistema bancario	108852	113700
2. Depósitos vista moneda nacional	189359	191851
2.1 Empresas públicas y gobiernos departamentales	33198	27866
2.2. Sector privado no bancario	156161	163988
3. Otros depósitos en moneda nacional en el BCU	3495	2807
II. DEPÓSITOS EN CAJA DE AHORRO EN M.N.	109142	120205
III. DEPÓSITOS A PLAZO EN M.N.	90652	93631
1. Empresas públicas y gobiernos departamentales	11920	14348
2. Sector privado no bancario	78732	79282
IV. DEPÓSITOS DE AHORRO PREVIO EN M.N.	13189	14669
V. DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA	1041697	1293256
1. Empresas públicas y gobiernos departamentales	19720	26980
<i>En millones de U\$S</i>	1034	1224
2. Sector privado no bancario	1021977	1266277
<i>En millones de U\$S</i>	53598	57443
Residentes	42513	45650
No residentes	11086	11793
MEMO		
<i>Posición externa neta (en millones de U\$S)</i>	54571	61652

Fuente: Serie de Balances Monetarios Consolidados de Uruguay.

Anexo 16. Instituciones del sistema financiero cubano.



Fuente: Elaboración propia a partir de León y Pons, “Sistema financiero en Cuba: Premisas para su contribución al desarrollo”, 2014.

Anexo 17. Estructura del crédito otorgado por el sistema bancario (Finales de 2014).

Institución	Créditos otorgados en CUP		Créditos otorgados en CUC
	Personas naturales (%)	Personas jurídicas (%)	Personas jurídicas (%)
BANDEC	50.36	67.60	14.42
BPA	47.54	19.93	1.45
METRO	2.10	12.43	0.43
BEC	-	0.04	16.02
BICSA	-	-	67.67

Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por la Dirección de Política Monetaria del Banco Central de Cuba.

Anexo 18. Balance Sintético del Banco Central de Cuba y cálculo de la base monetaria en moneda total.

Activos (Fuentes)	Pasivos (Usos)
Reservas Internacionales	Efectivo
Crédito Interno Neto	Reservas bancarias
Base Monetaria total	Base Monetaria total

La Base Monetaria total se calcula por la vía de sus usos y posteriormente se determinan sus fuentes.

➤ **Cálculo de la base monetaria total según sus usos, expresada en CUP. ($BM_T = EFC_T + RES_T$)**

1. $RES_{A, CUC} = AHT_{A, CUC}$
 $RES_{B, CUC} = RES_{CUC} - RES_{A, CUC}$
2. $BM_{CUC, CUP} = EFC_{CUC} * e_a + RES_{A, CUC} * e_a + RES_{B, CUC} * e_b$
3. $BM_T = BM_{CUC, CUP} + BM_{CUP}$
 ✓ $EFC_T = EFC_{CUC} * e_a + EFC_{CUP}$
 ✓ $RES_T = RES_{A, CUC} * e_a + RES_{B, CUC} * e_b + RES_{CUP}$

➤ **Cálculo de las fuentes de emisión primaria.**

4. $RIN = MC_{CUP} + MC_{CUC}$
5. $CIN_T = BM_T - RIN_T$

Donde:

BM : Base monetaria

EFC_T : Total de efectivo en circulación (billetes y monedas en circulación)

RES_T : Total de reservas bancarias.

$RES_{A, CUC}$: Reservas bancarias en CUC asociadas al sector de la población.

$RES_{B, CUC}$: Reservas bancarias en CUC asociadas al sector empresarial estatal.

$AHT_{A, CUC}$: Ahorro de la población en CUC.

e_a :Tipo de cambio de CADECA.

e_b : Tipo de cambio oficial.

CIN_T : Crédito Interno Neto total.

RIN_T : Reservas Internacionales Netas totales

MC_{CUP} : Mercado cambiario CUP vs MLC

MC_{CUC} : Mercado cambiario CUC vs MLC

Fuente: Elaboración propia a partir de Lage, "Principios de la medición de la emisión monetaria en Cuba", 2011.

Anexo 19. Forma de cálculo de los agregados monetarios por monedas, segmento y totales.

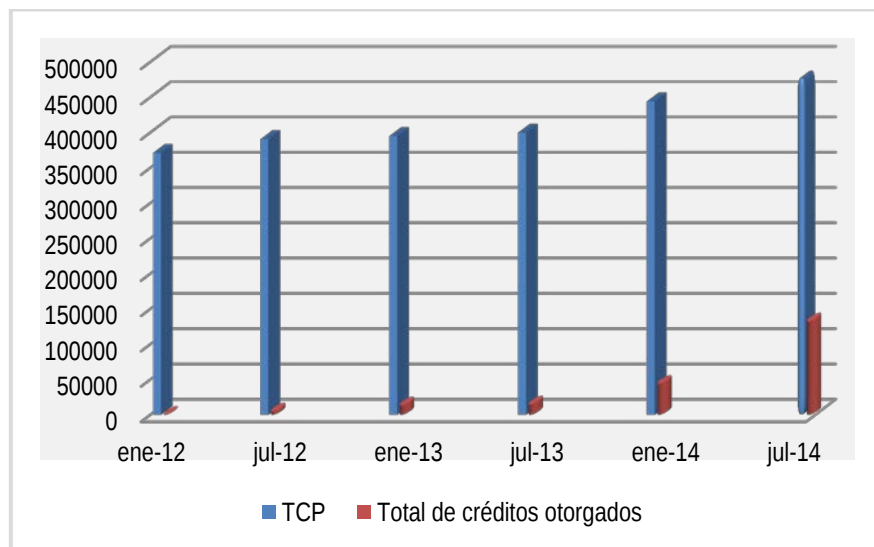
PESOS CUBANOS	PESOS CONVERTIBLES	TOTAL
$BM_{CUP} = EFC_{CUP} + RES_{CUP}$	$BM_{CUC} = EFC_{CUC} + RES_{CUC}$	$BM_T = BM_{CUC} + BM_{PC}$
EFC_{CUP}	EFC_{CUC}	$EFC_T = EFC_{CUC} + EFC_{CUP} * e_A$
$M_{1A,CUP} = AHV_{A,CUP} + CC_{A,CUP}$	$M_{1A,CUC} = AHV_{A,CUC} + CC_{A,CUC}$	$M_{1A,T} = M_{1A,CUC} + M_{1A,CUP} * e_A$
$M_{1,CUP} = AHV_{CUP} + CC_{CUP}$	$M_{1,CUC} = AHV_{CUC} + CC_{CUC}$	$M_{1,T} = M_{1A,T} + M_{1B,CUC} + M_{1B,CUP} * e_B$
$M_{2A,CUP} = M_{1A,CUP} + DPF_{A,CUP}$	$M_{2A,CUC} = M_{1A,CUC} + DPF_{A,CUC}$	$M_{2A,T} = M_{2A,CUC} + M_{2A,CUP} * e_A$
$M_{2,CUP} = M_{1,CUP} + DPF_{CUP}$	$M_{2,CUC} = M_{1,CUC} + DPF_{CUC}$	$M_{2,T} = M_{2A,T} + M_{2B,CUC} + M_{2B,CUP} * e_B$
		$M_{3A,T} = M_{2A,T} + AHT_{A,MLC} * e_{MLC}$
		$M_{3,T} = M_{2,T} + AHT_{MLC} * e_{MLC}$

Variables:	Subíndices:
M: agregados monetarios.	A: segmento de la población.
BM: base monetaria.	B: segmento empresarial.
CC: cuentas corrientes.	CUP: pesos cubanos.
AHV: cuentas de ahorro a la vista.	CUC: pesos convertibles.
DPF: cuentas de ahorro a plazo fijo.	PC: pesos cubanos expresados en CUC.
e: tipo de cambio.	T: moneda total.

Los agregados para el sector empresarial ($M_{1B,CUC}$, $M_{1B,CUP}$, $M_{2B,CUC}$ y $M_{2B,CUP}$) son deducciones del agregado total y del sector de la población correspondiente. Por ejemplo: $M_{1B,CUC} = M_{1,CUC} - M_{1A,CUC}$.
El tipo de cambio e_{MLC} es el tipo de cambio del peso convertible con el dólar y es el mismo para personas naturales y jurídicas.

Fuente: Lage, "Principios de la medición de la emisión monetaria en Cuba", 2011.

Anexo 20. Evolución del número de trabajadores en el sector privado y créditos otorgados.



Fuente: *Elaboración propia a partir de León y Pajón, (2015)*

Anexo 21. Cuentas pasivas del sistema bancario cubano según el nomenclador de cuentas.

	Depósitos a la vista		Depósitos a Plazo
	Cuentas Corrientes	Ahorro a la vista	
Personas Naturales	✓ Fondos libres ✓ Fondos colaterales ✓ Fondos libres de trabajadores por cuenta propia ✓ Fondos libres de personas autorizadas a ejercer otra forma de gestión no estatal ✓ Fondos colaterales de trabajadores por cuenta propia	✓ Depósitos recibidos de clientes ✓ Depósitos a la vista de colaboradores en el exterior ✓ Certificados de depósitos vencidos y no cobrados ✓ Otras captaciones ✓ Depósitos a la vista inactivos ✓ Depósitos a la vista inactivos de colaboradores en el exterior	✓ Depósitos a plazo fijos ✓ Certificados de depósitos a termino ✓ Otras captaciones
Personas Jurídicas	✓ Fondos libres ✓ Fondos colaterales ✓ Depósitos en administración ✓ Cuentas del presupuesto ✓ Otras captaciones	✓ Depósitos recibidos de clientes	✓ Depósitos a plazo fijos ✓ Certificados de depósitos a termino ✓ Otras captaciones

Fuente: Elaboración propia a partir de la Instrucción No. 3/2010 de la Oficina de supervisión bancaria.