

## **Flujos de fondos: Stocks y flujos financieros**

Universidad de Buenos Aires

Facultad de Ciencias Económicas

Programa de Investigación en Cuentas Nacionales

Documento de trabajo N° 4

Pérez Regueira Guadalupe\*

Buenos Aires, Diciembre de 2020

\* Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Programa de Investigación en Cuentas Nacionales (PICNA). Buenos Aires. La autora agradece los valiosos comentarios de Juan Carlos Propatto.

## Resumen

Las estadísticas financieras abarcan los flujos y los stocks de los instrumentos financieros, las cuales permiten analizar las relaciones financieras por tipo de instrumento y por sector acreedor / deudor. La variación de los stocks de los instrumentos financieros puede desglosarse en los flujos debido a las transacciones determinantes del saldo financiero y en los otros flujos no debido a transacciones. Con especial énfasis, se estudiará los stocks y los flujos financieros del banco central y de las sociedades captadoras de depósitos.

## Abstract

Financial statistics cover the flows and the stocks of financial instruments, which allow to analyze the financial relationships by type of instrument and by creditor / debtor sector. The analysis of the changes of the stocks of the financial instruments can be broken down into the flows due to the transactions determining the net lending / net borrowing / and in the other flows not due to transactions. With special emphasis, the financial stocks and flows of the central bank and depository corporations.

Key words: Monetary and financial statistics, Financial flows and stocks, Real and monetary Analysis.

Palabras clave: Estadísticas monetarias y financieras, Flujos y stocks financieros, Análisis real y financiero.

JEL codes: E44, G20



<b>Índice</b>	<b>Página</b>
I) Introducción	4
II) Transacciones reales corrientes y de capital	5
III) Análisis del saldo financiero y su relación con la economía real	7
IV) Naturaleza de los instrumentos financieros	9
V) Sectores emisores y acreedores de los instrumentos financieros	13
VI) Transacciones financieras y otros flujos no debido a transacciones	15
VII) Stocks de activos y pasivos financieros	18
VIII) Consideraciones finales	24

## I) Introducción

El Sistema de Cuentas Nacionales (SCN) es un sistema integrado de cuentas macroeconómicas donde se registran flujos por transacciones, otros flujos y stocks. El marco del SCN permite presentar datos económicos que se utilizan para el análisis económico, la toma de decisiones y la formulación de la política económica.

Los stocks de activos producidos, activos no producidos y activos financieros y pasivos se registran en la cuenta de balance. Mientras que los flujos por transacciones corrientes se registran en las cuentas corrientes, los flujos por transacciones de capital, los flujos por transacciones financieras y por otros flujos se registran en las cuentas de acumulación (cuenta capital, cuenta financiera, cuenta de otros flujos debido a revalorizaciones y cuenta de otros flujos debido a variaciones de volumen de activos).

Dentro de cada cuenta se obtiene un agregado macroeconómico como saldo. Dentro de la cuenta de producción, el producto neto interno (PNI); dentro de la cuenta de generación del ingreso, el ingreso neto interno (YNI); dentro de la asignación del ingreso primario, el ingreso neto nacional (YNN); dentro de la distribución secundaria del ingreso, el ingreso neto nacional disponible (YNNND); dentro del uso del ingreso, el ahorro neto nacional (ANN) y dentro de la cuenta capital, el saldo financiero (SF).

En la cuenta financiera se detallan los flujos por transacciones sobre los instrumentos financieros, mientras que en la cuenta de otros flujos se detallan las variaciones del valor neto debido a revalorizaciones (REV) y a variaciones en el volumen de activos (VVA).

Dentro de la cuenta de balance, la diferencia entre el total de activos y pasivos determina el valor neto de cada sector institucional y para la total la economía, la riqueza nacional.

BALANCE DE APERTURA		Cuentas de Acumulación			BALANCE DE CIERRE	
Stocks	Stocks	Transacciones CyF	Otros flujos	Otros flujos	Stocks	Stocks
Activos producidos		Cuenta Capital	REV	VVA	Activos producidos	
Activos no producidos		Cuenta Capital	REV	VVA	Activos no producidos	
Activos financieros	Pasivos financieros	Cuenta financiera	REV	VVA	Activos financieros	Pasivos financieros
	Riqueza nacional					Riqueza nacional

El presente trabajo se focalizará en el estudio de los stocks y los flujos de activos financieros y pasivos en poder del banco central y de las sociedades captadoras de depósitos y se analizarán los sectores deudores / acreedores de dichos instrumentos financieros. Para tal fin, se utilizará el esquema de flujos de fondos.

El flujo de fondos es una presentación de las estadísticas financieras donde se detallan las dos partes intervinientes de una transacción, así como el carácter del instrumento financiero objeto de la transacción. También aparece una presentación similar con respecto a los stocks de activos y pasivos financieros donde se muestra al acreedor y al deudor de cada instrumento (párrafo 27.9, SCN 2008).

Las estadísticas financieras abarcan los stocks y los flujos de los instrumentos financieros entre los sectores residentes de una economía y entre éstos y el resto del mundo. En consecuencia, resulta relevante conocer

las relaciones financieras entre los sectores y los instrumentos financieros mediante los cuales se llevan a cabo.

El análisis de los flujos de fondos provee un sistema coherente y completo sobre información macroeconómica de las variables financieras de cada sector y las interrelaciones entre ellos. Los flujos de fondos reflejan las transacciones financieras, los otros flujos y la posición de activos financieros y pasivos de cada sector. Asimismo, las transacciones financieras tienen su utilidad por su función de contraparte en el análisis con la economía real y en particular con la actividad económica.

Asimismo, el estudio de los flujos de fondos sobre la base de las series de flujos y stocks de instrumentos financieros permite examinar las implicancias de las transacciones financieras futuras y sus efectos por instrumento y por sector bajo supuestos sobre el comportamiento de las tasas de interés, el tipo de cambios, la tasa de inflación, la variación del PBI, el superávit o déficit de los sectores institucionales, entre otros.

En el marco del sistema de cuentas nacionales los datos son clasificados por sector acreedor/deudor y por tipo de instrumento financiero con distinto nivel de agregación en función del uso y objeto de análisis. En función de ello, es relevante estudiar la consistencia entre stocks, flujos y las rentas de la propiedad sobre los activos financieros y pasivos, por sector e instrumento.

## **II) Transacciones reales corrientes y de capital**

Las transacciones reales corrientes comprenden las transacciones sobre bienes y servicios que se originan en la oferta (producción interna e importación) y en la demanda (consumo intermedio, consumo de hogares, consumo de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, consumo de gobierno y exportaciones).

Las transacciones reales corrientes distributivas comprenden las transacciones surgidas del ingreso interno generado en el proceso productivo que se distribuye entre la renta del trabajo, la renta del capital y los impuestos netos de subsidios a la producción e importación. Mientras que las transacciones corrientes redistributivas implican la redistribución del ingreso y la riqueza.

Las transacciones reales de capital comprenden la adquisición neta de disposiciones de activos producidos (bienes de capital, existencias y objetos valiosos), la adquisición neta de activos no producidos y las transferencias netas de capital.

Las transacciones reales mencionadas pueden realizarse entre unidades institucionales residentes o entre unidades residentes y el resto del mundo. Para el segundo caso, las transacciones internacionales corrientes refieren a las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, las rentas netas de factores del exterior y las transferencias corrientes con el resto del mundo, mientras que las transacciones internacionales de capital incluyen a las adquisiciones netas de activos no producidos con el exterior y a las transferencias netas de capital.

De la diferencia entre los ingresos y los egresos corrientes surge el ahorro de los sectores institucionales (ahorro nacional) y de la diferencia entre los ingresos y los egresos corrientes del resto del mundo surge el ahorro del resto de mundo (siendo el saldo inverso de la cuenta corriente de la balanza de pagos). Es decir, existe un vínculo entre el ahorro nacional, el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos y la inversión (real y financiera). Siendo que el saldo de las transacciones reales internacionales determina el saldo financiero de los residentes de la economía (y el resultado financiero del resto de mundo con su saldo inverso).

Las rentas de los factores productivos de la cuenta de generación del ingreso comprenden la remuneración al trabajo (RI), el excedente bruto de explotación (EBE), el ingreso bruto mixto (YBM) y los impuestos netos de subsidios a la producción e importaciones (T-S<sub>m</sub>) componen el ingreso bruto interno:

$$YBI = RI + EBE + YBM + (T-S)_m$$

A partir del ingreso bruto interno (YBI), puede estimarse el ingreso bruto nacional disponible (YBND) sumando las rentas netas de factores del exterior (RNFE, en la cuenta asignación primaria del ingreso) y las transferencias corrientes netas con el resto del mundo (TCN, en la distribución secundaria del ingreso):

$$YBND = YBI + RNFE + TCN$$

Una vez obtenido el ingreso nacional disponible, al deducir el consumo final de los residentes (consumo de los hogares, consumo de las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares y consumo de gobierno), se obtiene el ahorro bruto nacional.

$$YBND = Ch + Cisflsh + Cg + ABN$$

Esto demuestra que el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos (SCC) tiene relación con el ahorro nacional y la formación bruta de capital (FBK, la inversión real). Si el ahorro nacional es negativo, esto implica que el gasto corriente de los residentes es mayor que su ingreso disponible.

$$SCC = X - M + RNFE + TCN$$

$$Arm = M - X - RNFE - TCN$$

El ahorro bruto interno (ABI) tiene su identidad con el ahorro bruto nacional (ABN) y del resto del mundo (Arm) y es el agregado que vincula la formación bruta de capital fijo (FBKF), la variación de existencias (VE) y la adquisición neta de objetos valiosos (OV).

$$ABI = ABN + Arm$$

$$FBK = FBKF + VE + OV$$

$$ABI = FBK$$

Por lo expuesto, la inversión interna de una economía tiene una identidad con el ahorro nacional de los hogares (Ah), de las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares (Aisflsh), de las sociedades (As), del gobierno general (Ag) y con el ahorro del resto del mundo.

$$Ah + Aisflsh + As + Ag + Arm = FBKh + FBKisflsh + FBKs + FBKg$$

Esta identidad muestra que el desahorro (ahorro) de los sectores institucionales (economía total) implicará un saldo de la cuenta corriente deficitaria (superavitaria) dado un nivel de inversión interna.

Las ecuaciones presentadas anteriormente refieren a identidades sobre estimaciones *ex post* de los agregados macroeconómicos. Dichas ecuaciones de identidad no serían de utilidad para analizar la evolución de los agregados. Es decir, la aplicación de medidas de política económica que tengan por objeto incentivar el ahorro o desincentivar el desahorro de un sector debe analizarse en función de los efectos finales. Por ejemplo, un aumento de las alícuota del IVA aumentará el ahorro del gobierno por vía de la recaudación, pero también reducirá el ahorro de los hogares por el aumento del consumo. Para determinar el impacto final deberá estudiarse la interacción entre las decisiones de ahorro y de inversión de las

unidades institucionales. Una identidad no describe el comportamiento de los agentes, sino que definen relaciones entre variables.

En las próximas secciones se estudiará los efectos de las distintas políticas económicas sobre los agregados macroeconómicos y las fuentes de financiamiento.

### III) Análisis del saldo financiero y su relación con la economía real

El análisis de los flujos de fondos sirve para observar los flujos y los stocks financieros de cada sector institucional, sus transacciones, sus efectos por revalorizaciones sobre los activos y pasivos financieros, la evolución de la deuda pública interna y externa, la participación de las entidades dedicadas a la intermediación financiera y la expansión de los agregados monetarios, el nivel de monetización, los factores de creación primaria y secundaria, las reservas internacionales, el financiamiento público del banco central, entre otros. De los datos de los flujos de fondos también pueden surgir indicadores macroeconómicos de la liquidez y solidez financiera de los sectores no financieros y del sistema financiero.

En una situación ideal, las cuentas financieras de los sectores están integradas dentro del enfoque teórico y no debería existir discrepancia entre las transacciones financieras y las transacciones reales. En la práctica, existen inconsistencias porque los datos son diversos, incompletos y son recolectados para distintos propósitos y por diversas instituciones. Por lo tanto, la integración se realiza en sentido práctico por la consistencia de los compiladores, dentro de la cual, los sectores hogares y sociedades no financieras suelen ser en los cuales ocurren los mayores inconvenientes.

En la cuenta financiera pueden analizarse la estructura y los cambios en el portafolio entre distintos instrumentos financieros. Los cambios de los instrumentos pueden reflejar el efecto crediticio por el incremento de los activos y pasivos financieros de los sectores no financieros originado por la expansión del crédito del sector financiero (bancario o no bancario) o el efecto del cambio de portafolio donde, con un determinado nivel de activos financieros, se modifica la participación de los instrumentos financieros de cada sector en función de la preferencia por la liquidez, la rentabilidad y el riesgo. En forma análoga, desde la óptica de los pasivos, puede analizarse la importancia del crédito bancario (y no bancario) para observar la evolución de la intermediación financiera y del financiamiento del resto del sector financiero y/o del sector no financiero.

Cada sector institucional tiene ingresos, egresos y activos financieros y pasivos característicos por su tipo de actividad y forma de financiamiento. Siendo que se detallan a continuación el comportamiento de algunos sectores y luego se profundizará en su sectorización.

Es importante distinguir la evolución de los flujos y de la posición financiera por sector. Por ejemplo, para el sector privado no financiero es importante analizar el coeficiente deuda / PBI por la acumulación de flujos de endeudamiento en períodos de expansión económica debido al crédito incurrido en esta fase, así como el cambio de precios de los activos. Cuando esta tendencia rápidamente se revierte, este sector se ve afectado por los activos y los pasivos que componen su hoja de balance.

Respecto al sector gobierno, su posición financiera usualmente se deteriora fuertemente en los años de crisis por la caída de la recaudación de los impuestos a la producción y/o por la expansión del gasto público. Bajo estas situaciones, el ratio de la deuda pública / PBI tiende a crecer en forma considerable.

Asimismo, resulta de vital importancia conocer qué tipo de pasivos utiliza el gobierno para financiar el déficit fiscal que surge de sus ingresos totales deducidos sus egresos totales y qué sectores (residentes o el resto del mundo) otorgan su financiamiento.

La interacción entre la economía real y financiera del sector hogares puede analizarse en función de los ingresos laborales y no laborales, su gasto en consumo y otros egresos corrientes, su tasa de ahorro, la incidencia de los impuestos, su demanda de inversión en vivienda y en bienes de activo fijo de los hogares productores, la tasa de inflación y su forma y restricciones de financiamiento.

En el caso de las sociedades captadoras de depósitos, resulta relevante conocer la composición de sus activos por préstamos o títulos, de sus pasivos por depósitos y de qué sector provienen estos instrumentos. Esto es importante porque la función de la intermediación financiera surge de la movilización de los recursos financieros para que estén disponibles para otros sectores en otras formas mediante la modificación del plazo de vencimiento pactado de los activos disponibles.

La importancia de la cuenta financiera radica en su consistencia con las cuentas corrientes, es decir, con el ahorro de los sectores sumado a los ingresos y los egresos de capital. Esto refiere a la conciliación de la economía real y su contraparte financiera.

El ahorro y las transferencias netas de capital pueden aplicarse a la adquisición neta de activos producidos y no producidos (inversión real) o de activos financieros (inversión financiera). Esencialmente, en la consistencia entre el ahorro, la inversión real y la inversión financiera se pone de manifiesto que el ahorro no aplicado a la demanda de activos no financieros fue aplicado a la adquisición de instrumentos financieros. El estudio de la relación entre el ahorro y la inversión financiera provee una herramienta de estudio de los canales a través de los cuales las acreencias financieras llegan a los prestatarios luego de pasar por instituciones financieras por medio de instrumentos financieros creados para tales fines o de otros instrumentos (obligaciones negociables, acciones, títulos, etc.).

Los agentes aplican su ahorro a la adquisición neta de activos no financieros o de activos financieros. Es decir, los agentes deciden la aplicación de su ahorro a diferentes tipos de activos y pasivos según su retorno, riesgo y liquidez. Esta es la razón por la cual el esquema de flujo de fondos contribuye al estudio de las interrelaciones entre el ahorro, la inversión real y la inversión financiera.

Consolidando todos los sectores, la existencia de superávit de cuenta corriente de la balanza de pagos de la economía (es decir, ahorro negativo del resto del mundo) implica un aumento neto de los activos financieros del sector privado, del gobierno o de los activos de reserva frente a no residentes<sup>1</sup>.

Para un determinado saldo en la cuenta corriente, un aumento neto de los activos frente al resto del mundo refleja un exceso de ahorro respecto a la inversión interna. De forma análoga, si existe desahorro del gobierno y el ahorro del sector privado es inferior a la inversión interna, la diferencia es financiada por el exterior.

Los saldos que surgen de las transacciones y que dan origen a los flujos de fondos dependen principalmente de la actividad económica y del resto de los ingresos / egresos reales de la economía. En la economía se realizan transacciones únicamente financieras pero la mayor parte de las transacciones financieras son la contraparte de la economía real.

Asimismo, las hojas de balance sectoriales pueden afectar los niveles del PBI. El efecto riqueza por desvalorizaciones (valorizaciones) de activos y/o revalorizaciones (desvalorizaciones) de pasivos y los cambios en su estructura reducen (aumentan) la demanda en bienes de consumo y la demanda de inversión sumado a que las restricciones del crédito pueden reforzar las disminuciones del gasto. La caída del gasto también ocurre por la caída de las exportaciones, con su impacto en la cuenta corriente, en el tipo de cambio y en la capacidad en generar activos externos.

---

<sup>1</sup> Siendo no significativas las transferencias externas netas de capital y las adquisiciones netas de activos no producidos con el resto de mundo en la mayoría de los países.



La relación entre flujos y stocks de activos financieros y pasivos es muy relevante para el análisis macroeconómico. El stock de deuda es el resultado acumulado de los flujos deficitarios anteriores. Los problemas de solvencia implican que, con el valor presente descontado de los flujos futuros sea por superávit / déficit de los sectores público o privado o externo para toda la economía, deben cubrirse los servicios de deuda (amortización del capital e intereses).

Por ejemplo, el cronograma de amortización del capital e intereses de la deuda pública interna y externa es un elemento importante para analizar la sostenibilidad de la posición fiscal y de la balanza de pagos. Los flujos inmediatos de amortización de pagos del capital de deuda y sus intereses deberían cubrirse con los ingresos por recaudación, con los ingresos por exportaciones y/o por rentas del exterior para no recurrir a nuevo endeudamiento o a una reestructuración del preexistente.

Si en el futuro inmediato se prevén elevados pagos de amortización y las entradas financieras previstas no son suficientes para cubrir los pagos a medida que vencen, tal vez sea necesario adoptar medidas anticipadamente para no tener que tomar después otras medidas más drásticas para hacer frente a una crisis de balanza de pagos.

Por lo expuesto, se quiere reflejar la importancia de los ingresos y egresos de la economía real y su forma y la sustentabilidad del financiamiento. En función de ello, en la próxima sección se estudiará la naturaleza de los instrumentos financieros utilizados como fuente y uso del financiamiento.

#### **IV) Naturaleza de los instrumentos financieros**

Los activos financieros son derechos sobre otras unidades institucionales creados cuando el deudor acepta la obligación de realizar un pago o pagos al acreedor en el futuro. Dichas obligaciones se extinguen cuando el deudor ha cumplido con la misma en los términos del contrato.

Un activo genera beneficios para su propietario por su posesión o uso. Es decir, es un mecanismo económico para intercambiar beneficios de una unidad a otra a través de pagos.

La clasificación de los activos financieros se basa en dos criterios: a) la liquidez del activo según su facilidad de transferencia y de negociación en el mercado secundario y b) las características legales que definen la relación subyacente entre el acreedor y el deudor. Este análisis permite evaluar las fuentes y los usos del financiamiento y el nivel de liquidez de las unidades instituciones. A continuación, se detalla la clasificación vigente en el SCN de los instrumentos financieros y ciertas características de éstos (capítulo 11, SCN 2008).

#### **Clasificación de activos y pasivos financieros**

- 1) Oro monetario y Derechos especiales de giro (DEG)
- 2) Dinero legal y depósitos (transferibles y otros depósitos)
- 3) Títulos de deuda
- 4) Préstamos
- 5) Participaciones de capital y participaciones de fondos de inversión
- 6) Sistemas de seguros, de pensiones y garantías estandarizadas
- 7) Derivados financieros
- 8) Otras cuentas por cobrar o por pagar

El oro monetario es el oro en propiedad de las autoridades monetarias, incluyéndose en los activos de reserva. El oro es el único activo financiero que no tiene un pasivo correspondiente, por tal razón, las transacciones con oro monetario consisten en compras y ventas de oro entre autoridades monetarias y se registran como aumentos y disminuciones de este activo (párrafo 11.50, SCN 2008).

Los Derechos Especiales de Giro (DEG) son activos internacionales de reserva creados por el Fondo Monetario Internacional. El mecanismo de creación y extinción corresponde a asignaciones y cancelaciones de DEG dando lugar al registro de transacciones. Los DEG están en poder solamente por los bancos centrales y ciertas agencias internacionales. Los DEG son activos con contraparte en pasivos, pero los activos representan derechos de los participantes colectivamente y no sobre el FMI.

Los billetes y monedas son valores nominales fijos que son emitidos por el banco central (y en algunos casos por gobiernos). La moneda nacional y la moneda extranjera son el pasivo de las unidades residentes y las unidades no residentes antes referidas. Siendo que todos los sectores pueden mantener el dinero legal como un activo, excepto el ente emisor (párrafo 11.52, SCN 2008).

Los depósitos transferibles son negociables a la vista por billetes y monedas sin penalización ni restricción y son directamente utilizables para efectuar pagos. Un depósito transferible no puede tener un valor negativo. Un depósito en cuenta corriente se considera un depósito transferible, pero en caso de que exista un sobregiro dicho monto se considera como el otorgamiento de un préstamo (párrafo 11.54, SCN 2008).

Los depósitos con capacidad de transferencia limitada que están excluidos de la categoría de depósitos transferibles se incluyen en la categoría de otros depósitos. Sus formas más típicas comprenden los depósitos de ahorro (no transferibles), los depósitos a plazo fijo y los certificados de depósito no negociables.

Los títulos de deuda son instrumentos negociables en los mercados financieros con posibles descuentos en el valor nominal dependiendo de la tasa de interés y del vencimiento. Dichos valores conceden a sus propietarios el derecho incondicional a recibir una suma establecida en una fecha concreta (párrafo 11.64, SCN 2008).

Los préstamos se establecen directamente entre el deudor y el acreedor cuando éste último transfiere los fondos, lo cual queda evidenciado en un documento no negociable. La categoría de préstamos incluye sobregiros, préstamos reembolsables a plazo, créditos por compras a plazo y préstamos para financiar créditos comerciales (párrafo 11.72, SCN 2008).

Las participaciones de capital tienen la característica distintiva que representa para el tenedor un derecho sobre el valor residual de una sociedad (o cuasi-sociedad) una vez satisfechos los derechos de todos los acreedores. En contraste al resto de los instrumentos, las participaciones de capital no proveen a su dueño un derecho a un monto predeterminado siendo que el retorno de las participaciones de capital depende de la actividad económica del emisor (párrafo 11.81, SCN 2008).

Los fondos de inversión son instituciones de inversión colectiva. Dichos fondos son agrupados por los inversionistas e invertidos en activos financieros o no financieros. Los fondos de inversión emiten acciones cuando se usa una estructura corporativa y unidades cuando se usa una estructura fiduciaria (párrafo 11.94, SCN 2008).

Los sistemas de seguros, de pensiones y garantías estandarizadas funcionan como una forma de redistribución del ingreso o de la riqueza intermediada por las instituciones financieras. La redistribución puede ser entre unidades institucionales individuales en el mismo período, para la misma unidad institucional en diferentes períodos o una combinación de ambas. En todos los casos, las contribuciones netas o las primas están definidas como contribuciones efectivas o primas más las rentas de la propiedad distribuidas menos el costo de los servicios retenidos por la institución financiera pertinente. Los registros en la cuenta financiera, por tanto, reflejan la diferencia entre las contribuciones netas o primas netas pagadas a los sistemas menos las prestaciones y derechos pagados (párrafo 11.103, SCN 2008).

Existen cinco tipos de reservas aplicables a los sistemas de seguros, de pensiones y garantías estandarizadas. Estos son las reservas técnicas de los seguros no de vida, los derechos sobre las reservas de

seguros de vida y rentas vitalicias, los derechos sobre los fondos de pensiones, las indemnizaciones de los fondos de pensión por los gerentes de planes de pensiones y las provisiones para ejecuciones bajo sistemas de garantías estandarizadas (párrafo 11.104, SCN 2008).

Los derivados financieros son instrumentos financieros que están vinculados a un instrumento financiero específico, un tipo de cambio, un tipo de interés o a una mercancía. Su valor proviene del precio del indicador de referencia siendo que las transacciones en derivados financieros deben tratarse por separado del valor de las transacciones subyacentes a las cuales pueden estar vinculadas (párrafo 11.111, SCN 2008).

La categoría de otras cuentas por cobrar o por pagar comprende los créditos y anticipos comerciales sumados a los impuestos, dividendos e intereses, sueldos y salarios y contribuciones sociales devengados pero no pagados.

La descripción de las características de los instrumentos financieros contribuirá al análisis de los mercados e instituciones financieras permitiendo estudiar el tipo de demanda de los activos financieros por parte de los agentes con acreencias financieras y de los pasivos por parte de los agentes deudores. Con especial énfasis, en el análisis de los tipos de monedas, plazos de vencimiento, grados de liquidez, riesgos cambiarios y en los activos financieros y pasivos del banco central y de las sociedades captadoras de depósitos.

El esquema de flujos de fondos representa una herramienta útil para el análisis de la política monetaria. Tales como ser la variación de la base monetaria del banco central y su relación con agregados monetarios más amplios surgidos de las sociedades captadoras de depósitos; los cambios de portafolios entre el dinero y otros activos con rendimiento; la fuente de financiamiento (de las sociedades captadoras de depósitos o del resto de los sectores) y la relación con su renta, la tasa de inflación, el tipo de cambio y el calce de plazos.

La fuente de financiamiento por medio de préstamos otorgados por el sector de las sociedades captadoras de depósitos o por el resto del sector financiero es una fuente principal de liquidez de la economía. En este sentido, los sectores no financieros (hogares, sociedades no financieras, instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares y el gobierno) pueden tener acceso a financiamiento no provisto por el sector financiero, como ser los títulos de deuda, las participaciones de capital, etc.

Para el estudio de los agregados monetarios más amplios es necesario evaluar el grado de monetización de algunos activos financieros según su grado de liquidez el cual está determinado por la posibilidad de venderse a sus precios de mercado sin restricciones. Los activos más líquidos son los billetes y monedas y los depósitos transferibles porque pueden utilizarse como medio de pago. Los activos financieros distintos de billetes y monedas y depósitos transferibles que posean cierto grado de liquidez pueden incluirse en la definición de dinero amplio (párrafo 288, FMI 2001).

La clasificación sectorial de los tenedores y emisores de dinero en sentido amplio y clasificación de los instrumentos financieros son la base de los componentes de los agregados monetarios. Existen diferencias en la implementación de los países sobre las tres dimensiones que sirven de fundamento en la determinación del concepto de dinero amplio: 1) clase de instrumento financiero, 2) clase de acreedor y 3) clase de emisor.

En el marco de las estadísticas monetarias, el concepto de dinero amplio corresponde a los pasivos del banco central y de las sociedades captadoras de depósitos. Tal como se mencionó, algunos países incluyen dentro de la definición de dinero amplio a los pasivos no emitidos por sociedades de depósitos (gobiernos, sociedades públicas no financieras o no residentes). "En la mayoría de los países, la moneda nacional, los depósitos transferibles y otros depósitos que figuran bajo el encabezamiento *Emitidos por sociedades de depósitos* se incluyen en el rubro de dinero en sentido amplio"<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup>Véase recuadro 6.1 FMI 2001 y sus aclaraciones. En una menor cantidad de países, los instrumentos mencionados corresponden a otros sectores. Siendo que las mismas consideraciones aplican a la base monetaria.

La base monetaria es el pasivo monetario del banco central y se compone de los billetes y monedas en poder del público y de las sociedades captadoras de depósitos (ByM) más los depósitos de reserva en el banco central (reservas bancarias RB de éstas últimas). Siendo que la base monetaria comprende a los pasivos monetarios del banco central que dan lugar a la expansión secundaria del dinero.

El concepto de “oferta monetaria M” comprende definiciones más o menos amplias tales como M1, M2 y M3, siendo que su definición depende de la clasificación de los depósitos ordenados en orden decreciente de liquidez.

$$BM = ByM + RB$$

$$M1 = ByM \text{ pp} + \text{Depósitos en cuenta corriente del sector privado y del sector público en pesos}$$

$$M2 = M1 + \text{Depósitos en caja de ahorro del sector privado y del sector público en pesos}$$

$$M3 = M2 + \text{Depósitos a plazo y otros depósitos del sector privado y del sector público en pesos}$$

Los agregados monetarios M1\*, M2\* y M3\* corresponden a cada tipo de los depósitos, incluyendo los realizados en moneda extranjera.

El agregado monetario M1 se compone de los billetes y monedas en poder del público más los depósitos de elevada liquidez. Cuando a este agregado se le suman los depósitos de baja liquidez no utilizados como medio de pago y no convertibles fácilmente en dinero se obtiene el agregado monetario M2.

El análisis de los instrumentos que componen los agregados monetarios permite estudiar su evolución con otros indicadores macroeconómicos. Cuando el crecimiento nominal de M2 es mayor que el incremento del nivel de precios implica un crecimiento de M2 en términos reales. Asimismo, cuando las tasas de interés nominales son menores que la tasa de inflación y de depreciación de la moneda esto tiende a desincentivar la tenencia de moneda local.

Los agregados de liquidez tienen mayor cobertura que los agregados de dinero amplio, es decir, incluye otros pasivos con cierto grado de liquidez. Los pasivos asociados a las medidas de liquidez comprenden los valores distintos de acciones emitidos por sociedades de depósitos, participaciones de capital emitidas por otras sociedades financieras, efectos comerciales, entre otros. Los costos transaccionales, la divisibilidad, el vencimiento y el rendimiento son los indicadores para delimitar los instrumentos financieros que corresponden a la definición de dinero amplio.

Las características mencionadas sobre la clasificación de los instrumentos financieros tuvieron por objeto clarificar sus aplicaciones dentro de la economía financiera. Con especial énfasis, el análisis de los principales activos financieros y pasivos del banco central y de las sociedades captadoras de depósito. Asimismo, esto permitirá estudiar su asociación con los sectores emisores y acreedores y su vínculo con la política macroeconómica.

## V) Sectores emisores y acreedores de los instrumentos financieros

Dentro del SCN, las unidades institucionales se agrupan en sectores según su actividad económica principal o función. La economía total se define como el conjunto de unidades institucionales residentes, las cuales se asignan a un único sector dentro de los cinco sectores institucionales:

- 1) Hogares
- 2) Instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares
- 3) Gobierno general
- 4) Sociedades no financieras
- 5) Sociedades financieras

Los sectores pueden agregarse o subsectorizarse según el objeto de estudio. Por ejemplo, puede agruparse los cuatro primeros en el sector no financiero o puede ponerse el centro de análisis en la sub-sectorización del sector financiero para analizar las interacciones dentro del mismo, con los sectores no financieros residentes y el resto del mundo.

El resto de mundo está constituido por todas las unidades institucionales no residentes que realizan transacciones, poseen activos u otros flujos económicos con otras unidades residentes.

El análisis de flujos de fondos permite estudiar los flujos entre los sectores residentes y su relación con el resto del mundo, así como los stocks de activos financieros y pasivos (internos y externos).

En la consolidación de las cuentas se compensan las transacciones y los stocks de instrumentos financieros a raíz de la agrupación de unidades institucionales, en tanto, que los orígenes y las aplicaciones de las transacciones y los activos de contrapartida corresponden al mismo grupo de unidades institucionales que se consolidan. Dicha consolidación puede realizarse a nivel de la economía total, de los sectores institucionales y de los subsectores; dependiendo del tipo de análisis que resulte más apropiado.

La consolidación de la cuenta financiera por sectores permite seguir los movimientos financieros entre sectores con acreencias netas y sectores con endeudamiento neto e identificar la intermediación financiera y otras fuentes de financiamiento.

En base a las estadísticas monetarias, puede sub-sectorizarse al sector financiero en: el banco central, las sociedades captadoras de depósitos y otras sociedades financieras.

### 5) Sector financiero:

#### 5.1) Banco Central

#### 5.2) Sociedades de depósitos

#### 5.3) Otras instituciones financieras

##### 5.3.1) Los fondos del mercado monetario

##### 5.3.2) Los fondos de inversión

##### 5.3.3) Los otros intermediarios financieros,

##### 5.3.4) Los auxiliares financieros,

##### 5.3.5) Las instituciones financieras cautivas y prestamistas de dinero

##### 5.3.6) Las sociedades de seguro

##### 5.3.7) Los fondos de pensiones.

Las sociedades (o cuasi-sociedades) financieras tienen como actividad principal la prestación de servicios financieros. La producción de servicios financieros es el resultado de la intermediación financiera, la gestión del riesgo financiero, la transformación de la liquidez o la actividad financiera auxiliar (párrafo 4.98, SCN 2008).

La intermediación financiera se realiza en base a los pasivos captados por fondos ajenos y donde dichos fondos son canalizados a otras unidades por medio de préstamos o la adquisición de activos financieros.

Existen otras entidades financieras que no contraen pasivos por cuenta propia. Las entidades financieras no depositarias no emiten pasivos monetarios, dentro de este sector se incluyen las administradoras de los fondos de pensiones, las sociedades fiduciarias, las sociedades de seguros y reaseguros, las sociedades de capitalización, las casas de cambio, las bolsas de valores, entre otros.

La proliferación de otras entidades financieras ha provocado que la interrelación del lado financiero y real de los sectores económicos por instrumento sea más difícil de consistir. Es decir, la posibilidad de captación de las transacciones financieras realizadas a través de estas entidades y la posición de distintos instrumentos financieros que surgen de éstas. Dichas entidades financieras son relevantes en muchos países en la captación de fondos y financiamiento a otras unidades institucionales para que éstas puedan administrar sus activos y pasivos en función de su preferencia por la tasa de retorno, la liquidez y el riesgo.

Los indicadores de solidez o apalancamiento refieren a los ratios de deuda / activos y deuda / valor neto. Los problemas de liquidez refieren a la falta de activos líquidos para cumplir con las obligaciones de pagos. Como consecuencia de la propia actividad económica, del descalce de plazos y/o de monedas al momento del pago de los vencimientos del capital y de las rentas pueden surgir riesgos de insolvencia para afrontar obligaciones. De hecho, los sectores con deudas elevadas respecto a sus activos líquidos tienden a ser más vulnerables a las disminuciones del precio de sus activos. La fragilidad de las unidades institucionales puede observarse por el cambio de deuda de largo plazo a deuda de corto plazo, por los cambios en los valores de mercado y/o por el aumento de los intereses que incrementan los pagos de los servicios de deuda y su morosidad.

La contribución del valor agregado del sector financiero al total de la economía es muy reducida en comparación al resto de los sectores productores, tampoco tiene un saldo financiero de monto importante (sea positivo o negativo). Su importancia deriva de su intermediación entre los sectores acreedores que disponen de fondos prestables y los sectores deudores que requieren dichos fondos o poseen carteras de inversión financiera por la naturaleza de la actividad (seguros generales, de vida y retiro, fondos de pensiones, etc.).

Los sectores que comúnmente son acreedores netos son las sociedades no financieras, los hogares y las ISFLSH. El sector gobierno puede incurrir más usualmente en déficits. Esto implica que será demandante de fondos prestables. El resto de mundo puede ser oferente o demandante de fondos según si los pasivos externos son mayores o menores que los activos externos.

Sin perjuicio de la posición neta acreedora o deudora, deberá tenerse en cuenta también la posición bruta de cada sector no financiero (variación de activos y pasivos) para considerar los instrumentos específicos de cada uno de ellos (acciones, obligaciones negociables, títulos públicos, depósitos de gobierno, etc.), los comunes (deudas comerciales, salarios impagos, depósitos, etc.) y la interrelación entre sectores.

La función de canalizador de fondos hace que el sector financiero sea una fuente estadística principal para la estimación de las cuentas financieras del resto de los sectores que son la contraparte de las transacciones corrientes y de capital y que, junto a los otros flujos, permiten determinar los balances de cierre de los activos financieros y pasivos.

La solidez del sistema financiero depende en gran medida de la sustentabilidad del endeudamiento de las sociedades, de los hogares y del gobierno. Esto también tiene relación, como ya fue mencionado, con que cada sector institucional tiene ingresos y egresos y una fuente de financiamiento que es característica de su función y actividad económica.

Como ya fue mencionado, para el sector hogares, es de vital importancia conocer su demanda en consumo, su inversión en viviendas (y otros activos fijos), sus ingresos laborales (por ser asalariado y/o cuentapropista), sus ingresos / egresos por intereses, sus ingresos por dividendos y sus transferencias realizadas y recibidas; y analizar la correspondencia con sus transacciones financieras y la variación de sus activos, pasivos y valor neto (incluyendo el efecto de otros flujos).

Los hogares consumidores poseen activos no financieros tales como viviendas, terrenos, etc.; mientras que los hogares productores, bienes de capital y existencias. Dentro de los instrumentos financieros, poseen activos tales como depósitos bancarios, acciones cotizadas y no cotizadas y títulos de deuda; mientras que como pasivos tienen créditos hipotecarios, créditos personales, préstamos y deudas comerciales.

Cuando el valor de sus activos sube por encima (o debajo) de los incrementos del nivel general de precios, los hogares se perciben más (menos) ricos tendiendo a consumir más (menos) y ahorrar menos (más). Este efecto influyente en el comportamiento de los hogares es conocido como el efecto riqueza. Por tal razón, es importante estudiar la evolución del patrimonio que surge de la diferencia entre los activos y pasivos totales.

Respecto a las sociedades no financieras es importante conocer su excedente de explotación que surge del proceso de producción (cuenta de generación del ingreso), sus ingresos / egresos por rentas de la propiedad, el pago de los impuestos a los ingresos, su demanda de inversión real y la financiación de estas transacciones detalladas, con igual enfoque al de hogares.

Las funciones de cada sector institucional, es decir, sea productor, receptor de ingresos, recaudador de impuestos, canalizar de fondos, etc., hacen que posean una tipología de financiamiento, lo cual se refleja en los activos y pasivos a través de los cuales realizan transacciones o éstos se acumulan. Asimismo, los flujos y stocks de los instrumentos financieros permiten analizar los distintos períodos en los cuales son afectados y su sustentabilidad en el tiempo.

## **VI) Transacciones financieras y otros flujos no debido a transacciones**

Los flujos sobre activos financieros y pasivos se desagregan en: transacciones y otros flujos no debido a transacciones. A su vez, los otros flujos sobre activos financieros y pasivos se desglosan en revalorizaciones nominales devengadas (neutrales más reales) y variaciones en el volumen de activos.

Las transacciones sobre instrumentos financieros refieren a la adquisición neta de activos financieros y la emisión neta de pasivos. Estas variaciones son la contrapartida de las transacciones no financieras (el caso más frecuente) o el resultado de las transacciones exclusivamente financieras.

Cabe aclarar que existe una simetría entre los instrumentos financieros ya que para cada uno se utiliza la misma clasificación para activos y pasivos. Además, el valor de las transacciones de los instrumentos financieros registrados en la cuenta financiera excluye los cargos por servicios y el pago de rentas.

Dentro de los otros flujos por revalorizaciones, la ganancia por tenencia nominal de un instrumento financiero surge del aumento del valor del activo o de la disminución del valor del pasivo. En contraposición, la pérdida por tenencia nominal se define como una reducción del valor de un activo o un aumento del valor de un pasivo.

Las ganancias (o pérdidas) por tenencia nominal de los activos financieros se corresponden con pérdidas (o ganancias) por tenencia sobre pasivos en la mayoría de los instrumentos financieros (excepto el oro monetario que siempre es un activo).

La estimación de las revalorizaciones debe efectuarse para cada activo y pasivo entre dos momentos, al inicio del período o cuando el activo es adquirido o el pasivo es contraído y al final del período o cuando el activo se vende o el pasivo se liquida (párrafo 3.154, SCN 2008). Cabe aclarar que la ganancia o pérdida por tenencia no realizada ocurre cuando varía el precio de un instrumento financiero en poder de un agente sin que exista una transacción sobre el mismo, es decir, sin que se haya vendido. En cambio, la ganancia o pérdida por tenencia es realizada cuando el agente efectúa su venta o cancelación. Cuando esto ocurre, la ganancia no realizada se convierte en ganancia realizada. Dentro de las cuentas nacionales, las ganancias por tenencia realizadas son difíciles de estimar por la falta de flujos en base caja. En consecuencia, el acento se pone en la ganancia no realizada porque las unidades institucionales se perciben más ricas (o más pobres) cuando sube (o baja) el precio de sus activos independientemente si los vendan o no (capítulo 8, OECD 2009).

Los residentes pueden mantener activos denominados en moneda local como en moneda extranjera, así como los no residentes pueden mantener activos expresados en moneda nacional o externa. En los casos donde la denominación es en moneda extranjera, la ganancia o pérdida por tenencia nominal surge para la economía total de las variaciones del tipo de cambio.

La diferencia entre el valor de los stocks de apertura y de cierre incluye las ganancias y las pérdidas por tenencia y cuyos datos pueden ser utilizados por los economistas para calcular el “efecto riqueza” siendo que las variaciones de valor no se registran como rentas.

Puede generarse la expectativa sobre la ocurrencia de un “efecto riqueza” si, por ejemplo, una unidad institucional acreedora de una cartera importante de acciones de una sociedad procedería a su venta podría ocasionar una caída en el precio y la pérdida de las ganancias por tenencia potenciales de este inversor. Cabe aclarar que la contabilidad empresarial suele aplicar el principio de valoración del precio de adquisición (salvo en los casos de las acciones que cotizan en el mercado, donde las ganancias por tenencia potenciales seguramente ocurrirán). Esta diferencia entre la contabilidad empresarial y las cuentas nacionales dificulta la utilización de los balances de las empresas al elaborar los stocks y sus variaciones por flujos de transacciones y otros flujos (capítulo 8, OECD 2009).

Las otras variaciones del volumen de activos y pasivos reflejan la entrada o salida de determinados activos y pasivos por vías diferentes a las transacciones, así como a cambios en la clasificación. A continuación, se ejemplifica algunos casos que refieren a variaciones en el volumen de activos financieros y pasivos.

Las expropiaciones sin indemnización realizadas por los gobiernos u otras unidades institucionales surgen cuando toman posesión de los activos de otras unidades institucionales sin una compensación completa (por motivos distintos del pago de impuestos, multas o gravámenes análogos).

La aparición y desaparición de activos financieros y pasivos se debe a la anulación de una deuda por vías que no son de carácter normal ya que no se realiza en acuerdo mutuo entre las partes. El reconocimiento de la imposibilidad de cobrar una deuda se trata como su cancelación unilateral. En estos casos, el acreedor reconoce que el derecho financiero es incobrable y el pasivo correspondiente también debe suprimirse del balance del deudor para mantener la consistencia entre los instrumentos financieros<sup>3</sup>.

Las pérdidas por catástrofes de activos financieros surgen cuando el comprobante de la propiedad depende de un registro escrito y la destrucción del instrumento imposibilita reestablecer su posesión. La destrucción

---

<sup>3</sup> Las variaciones en los derechos financieros como resultado de amortizaciones parciales reflejados en sus valores reales de mercado comercializables se registran en la cuenta de revalorización, Naciones Unidas (2015). También véase SCN 2008 Capítulo 12 “Las cuentas de otras variaciones de activos”.



accidental de dinero o de valores al portador (robos, daños o incendios) pueden ser el resultado de catástrofes naturales o acontecimientos políticos.

Las reclasificaciones comprenden las modificaciones en la clasificación o estructura sectorial, y las modificaciones en la clasificación de los activos. También se detallan algunos ejemplos.

Cuando una sociedad se divide legalmente en dos o más unidades institucionales, los nuevos activos financieros que pueden surgir en forma de títulos de deuda (aparición de activos financieros) se registran como otras variaciones del volumen.

Los activos financieros y pasivos que pueden ser afectados por reclasificaciones son algunas reservas de los sistemas de seguros, pensiones y de garantías estandarizadas. Un ejemplo en los fondos de pensiones son los cambios actuariales en la estructura de prestaciones o cambios en la edad de jubilación.

Los cambios en la clasificación pueden deberse al traspaso por monetización de oro mercancía a oro monetario como reserva internacional, de los valores de renta fijas a participaciones de capital, etc.

De forma análoga a las transacciones reales, los flujos financieros (debido a transacciones y a otros flujos) pueden ocurrir entre residentes o entre residentes y el resto del mundo.

El saldo de las transacciones reales corrientes y de capital resultará en un incremento del endeudamiento / acreencia neta externa por parte del sector no financiero (hogares, sociedades no financieras o gobierno) que, ajustado por la variación de los activos externos netos del sector financiero, determinará el préstamo o endeudamiento neto de la economía total en el período. Así, por ejemplo, un saldo negativo de las transacciones financieras de toda la economía puede implicar un endeudamiento externo neto del gobierno, y/o del sector privado no financiero y/o la reducción neta de los activos externos del banco central o de las sociedades financieras.

Una vez obtenidos los flujos debidos a transacciones financieras deben sumarse los otros flujos sobre activos y pasivos financieros para realizar un análisis consistente de la variación de los stocks de instrumentos financieros.

La consistencia de los flujos y stocks entre los sectores residentes y entre éstos y el resto del mundo, determina el vínculo existente entre la balanza de pagos y las estadísticas financieras. Bajo este esquema pueden analizarse las transacciones entre el banco central y las sociedades captadoras de depósitos, el resto de la economía y el exterior. Esta exposición pone de relieve el efecto de las transacciones internacionales en la liquidez interna y el vínculo entre la balanza de pagos y las estadísticas monetarias y financieras (FMI 2009).

Estas relaciones se analizarán en la próxima sección, considerando los stocks y flujos de los instrumentos financieros para los sectores institucionales.

## VII) Stocks de activos y pasivos financieros

La comprensión de la articulación entre los flujos por transacciones y otros flujos; y los stocks de instrumentos financieros es un aspecto esencial del análisis del SCN.

Los instrumentos financieros se registran con el mismo valor como activo y pasivo dentro del balance. Los activos financieros y pasivos deben valorarse a los precios corrientes cuando se negocian regularmente en los mercados financieros organizados. Los instrumentos financieros no negociados en mercados financieros organizados deben valorarse por el importe que el deudor debe pagar al acreedor para extinguir la deuda<sup>4</sup>.

La valoración de los activos y pasivos refiere al valor al que podrían adquirirse o enajenarse a los precios observados en los mercados. Cuando no existen precios de mercado, los valores corrientes pueden estimarse por los valores acumulados y revalorizados de las transacciones o por el valor actual descontado del rendimiento futuro esperado del activo o pasivo referido.

Los stocks son el resultado de la acumulación de las transacciones de capital y financieras y otros flujos que han acontecido previamente. Los flujos sobre activos y pasivos originan las variaciones de los balances, ésta es la razón por la cual los stocks y estos flujos no corrientes están estrechamente relacionados.

Luego del análisis de los períodos en los cuales los flujos financieros debido a transacciones y a otros flujos son registrados, resulta de vital importancia consistirlos con sus respectivos stocks al inicio y al final de cada período.

Los flujos pueden ser muy volátiles de un período al siguiente, pero es probable que el nivel de stocks sea más estable. En función de ello, resulta de gran utilidad analizar las fluctuaciones de los niveles de los stocks y la desagregación de su cambio por transacciones financieras, por revalorizaciones o por otras variaciones en su volumen.

Los activos financieros en poder de los sectores institucionales residentes corresponden a pasivos de los sectores residentes o a pasivos del resto del mundo. Para los sectores acreedores serían activos internos y externos, respectivamente.

En forma análoga, los pasivos emitidos por los sectores institucionales residentes corresponden a activos financieros en poder de los residentes o a activos financieros en poder del mundo del mundo. Para los sectores deudores serían pasivos internos y externos, respectivamente.

En el SCN, los balances de las unidades institucionales comprenden los activos no financieros (producidos y no producidos), los activos financieros y los pasivos donde la diferencia entre los activos y pasivos totales determina el valor neto de cada sector. Cabe aclarar que el patrimonio neto que surgen de las estadísticas monetarias incluye las participaciones de capital (éstas no encuentran incluidas dentro del valor neto, sino que se registran dentro de los pasivos) sumado a que la desagregación de los activos financieros y pasivos pueden tener algunas diferencias con la presentación de esta sección. Estas consideraciones se apreciarán en los balances presentados a continuación con fines ilustrativos, donde luego sólo se focalizará en los activos financieros y pasivos para analizar la base monetaria y los agregados monetarios más amplios en lo que se conoce como la expansión secundaria del dinero y los multiplicadores monetarios.

Si del total de pasivos del balance del banco central, sólo se considera la base monetaria, la contraparte financiera de ésta son: los activos externos netos, los préstamos y títulos con el sector financiero, los préstamos netos de depósitos del sector público, la posición neta de pases y los otros activos netos de pasivos.

---

<sup>4</sup> Naciones Unidas (2008) Capítulo 13 "El balance"

<b>Balance del Banco Central</b>	
<b>Activos no financieros</b>	
<b>Activos financieros externos</b>	<b>Pasivos externos</b>
<b>Activos financieros domésticos</b>	<b>Pasivos domésticos</b>
Títulos de deuda y préstamos con el sector financiero	Billetes y monedas en poder del público
Títulos de deuda y préstamos con el sector público	Billetes y monedas en poder de las soc. cap. de depósitos Reservas bancarias
Derechos por operaciones de pases	Depósitos del sector público
	Títulos emitidos por el banco central
	Obligaciones por operaciones de pases
<b>Otros activos financieros</b>	<b>Otros pasivos</b>
	<b>Valor neto</b>

Las sociedades de depósitos proveen servicios de intermediación financiera como actividad principal, la cual es realizada contrayendo pasivos que corresponden a la definición de agregados monetarios amplios, como ya se ha explicado. Los depósitos se dividen en depósitos transferibles y otros depósitos: los primeros son negociables a la vista sin restricciones y pueden utilizarse como medio de pago mientras que los segundos, no cumplen estas condiciones. Lo que define a estas entidades es su capacidad para generar un agregado monetario.

<b>Balance de las Sociedades de depósitos</b>	
<b>Activos no financieros</b>	
<b>Activos financieros externos</b>	<b>Pasivos externos</b>
<b>Activos financieros domésticos</b>	<b>Pasivos domésticos</b>
Billetes y monedas en poder de las soc. cap. de depósitos Reservas bancarias	
Títulos de deuda y préstamos con el sector público	Depósitos del sector público
Títulos emitidos por el banco central	Pasivos frente al banco central
Títulos de deuda y préstamos con el sector privado no financiero	Depósitos del sector privado no financiero
Participaciones de capital	Participaciones de capital
<b>Otros activos financieros</b>	<b>Otros pasivos</b>
	<b>Valor neto</b>

Consolidando y agregando los activos financieros y pasivos del banco central y de las sociedades de depósitos se obtiene su balance consolidado, siendo que los instrumentos que corresponden a activos y pasivos intersectoriales entre ambos sub-sectores se netean a cero. Sean éstos: los préstamos del banco central a las sociedades captadoras de depósitos y los títulos emitidos por el banco central, las reservas bancarias y los billetes y monedas en poder dichas sociedades de depósitos (FMI 2001).

<b>Balance Consolidado del Banco Central y de las Sociedades de depósitos</b>	
<b>Activos no financieros</b>	
<b>Activos externos</b>	<b>Pasivos externos</b>
<b>Activos domésticos</b>	<b>Pasivos domésticos</b>
	Billetes y monedas en poder del público
Títulos de deuda y préstamos con el sector público	Depósitos del sector público
Títulos de deuda y préstamos con el sector privado no financiero	Depósitos del sector privado no financiero
Participaciones de capital	Participaciones de capital
<b>Otros activos financieros</b>	<b>Otros pasivos</b>
	<b>Valor neto</b>

Una referencia fundamental de las estadísticas monetarias para los indicadores de seguimiento de la política macroeconómica es el análisis de los pasivos del sector de sociedades captadoras de depósitos de donde surge el concepto de dinero amplio y su relación con la evolución del crédito (activos de este sector).

Los pasivos del sector consolidado (del banco central y de las sociedades de depósitos) referentes a los agregados monetarios (M1, M2, M3) tienen su contraparte en activos externos netos frente al resto del mundo y activos internos netos frente al sector público o al sector privado (no financiero y el resto de las instituciones financieras).

Los activos internos netos frente al sector público no financiero ocurren por la tenencia de títulos públicos en poder del banco central y de las sociedades de depósitos y sus préstamos netos de los depósitos de gobierno en el banco central.

Los activos internos netos frente al sector privado no financiero (hogares y sociedades no financieras) corresponden a los préstamos otorgados y a los valores adquiridos al sector privado no financiero. Considerando los flujos, los préstamos netos de depósitos del sector privado no financiero tienen relación principalmente con el ingreso nacional, el consumo nacional y la formación de capital y los saldos financieros resultantes. Todo ello sin perjuicio de la incidencia de los instrumentos financieros con otros sectores tales como las acciones, las obligaciones negociables, las deudas comerciales, etc.

Los otros activos internos netos corresponden a participaciones de capital, deudas comerciales y otras cuentas a cobrar.

Los activos externos netos corresponden a la tenencia de moneda extranjera, depósitos en el exterior y otros activos externos neto del endeudamiento externo y de los depósitos de no residentes.

Tal como fue ya referido los cambios en los stocks de activos financieros y pasivos de cada sector se debe a transacciones, revalorizaciones o variaciones en el volumen de activos.

Los agregados monetarios M son indicadores compuestos por los pasivos monetarios del banco central y de las sociedades de depósitos, que corresponden a instrumentos financieros que son utilizados para la adquisición de bienes y servicios, el pago de deuda o reserva de valor.

De hecho, se puede reflejar en una ecuación la variación (flujos) de los agregados monetarios amplios considerando que la contraparte son las transacciones sobre activos externos netos del banco central y de las sociedades de depósitos, las transacciones por créditos internos y el resto de las transacciones sobre otros activos y pasivos (párrafo 14.21, FMI 2009).

$$\Delta M = \Delta AE + \Delta CI + OT$$

$\Delta AE$ : Transacciones sobre activos externos del banco central y las sociedades captadoras de depósitos

$\Delta CI$ : Transacciones por créditos internos

$\Delta M$ : Expansión / contracción de los agregados monetarios

OT: Otras transacciones sobre activos y pasivos

Dado que el flujo de las transacciones internacionales corrientes, de capital y financieras son cero:

$$\Delta AE + OTE = 0$$

OTE: Transacciones corrientes y de capital de la balanza de pagos y transacciones de los activos y pasivos externos realizadas por sectores distintos del banco central y de las sociedades captadoras de depósitos.

Combinando ambas ecuaciones se determina el vínculo entre la expansión / contracción del dinero en sentido amplio, la expansión / contracción del crédito interno y las transacciones internacionales efectuadas por sectores distintos del banco central y de las sociedades captadoras de depósitos:

$$\Delta M = \Delta CI + OT - OTE$$

A partir de esta identidad, pueden hacerse varias apreciaciones.

Las mejoras de la cuenta corriente pueden afectar la expansión monetaria. Cuando la contraparte de un superávit de cuenta corriente es el aumento de las reservas internacionales, dicha compra de activos de reservas internacionales genera una expansión de la base monetaria. Generalmente esto lleva a la expansión de los agregados monetarios y del crédito. La esterilización de la acumulación de reservas internacionales para neutralizar el impacto monetario requiere, por ejemplo, de la venta de títulos públicos por parte del banco central a las sociedades captadores de depósitos. El costo asociado surge porque usualmente las tasas de interés pagadas son más altas que las recibidas por las reservas internacionales por parte de las autoridades monetarias.

Cuando la contraparte del superávit en cuenta corriente se refleja en la acumulación de los activos de reserva en lugar de un aumento de los activos externos del sector privado, esto genera una herramienta de intervención en el mercado de divisas. La intervención mediante la venta de moneda nacional a cambio de moneda extranjera tiene como objeto mantener un valor menor de la moneda extranjera respecto a la moneda local.

En consecuencia, el saldo de la cuenta financiera de la balanza de pagos, y en especial, la evolución de los activos de reservas en poder de las autoridades monetarias tiene una importante afectación sobre la expansión monetaria y fiscal. Usualmente, las políticas monetarias y fiscales expansivas incentivan el

crédito y generan presiones inflacionarias y en ese marco, dichos activos de reservas son afectados por las compras / ventas de moneda extranjera y por el endeudamiento externo.

Los préstamos netos de depósitos del sector público no financiero se ven afectados por la cobertura del superávit / déficit fiscal resultante de la diferencia entre el gasto público (remuneraciones, insumos, jubilaciones y pensiones, subsidios a la producción, intereses de la deuda, inversión real pública u otras transferencias, etc.) y la recaudación (impuestos a la producción, impuestos a los ingresos y riqueza, aportes jubilatorios, etc.).

Una vez analizado los pasivos del banco central y de las sociedades de depósitos correspondientes a los billetes y monedas en poder del público y los depósitos se obtiene el panorama del financiamiento canalizado a través de intermediarios financieros (excepto el financiamiento de otras instituciones financieras como las sociedades de seguros, los fondos de pensión, los fondos de inversión que no contraen pasivos por depósitos y billetes y monedas).

El resto de las fuentes de financiamiento de los mercados de capitales corresponden a participaciones de capital, deudas comerciales, y otros pasivos.

La estructura de financiamiento por medio de intermediarios financieros o del mercado de capitales permite estudiar los canales de transmisión de la política monetaria. Asimismo, la estabilidad financiera puede analizarse por el riesgo, el apalancamiento, la liquidez y la solvencia. Asimismo, las formas de financiamiento pueden indicar futuras situaciones de crisis bancarias, crisis monetarias, crisis de balanza de pagos, burbujas financieras, volatilidad de los precios de los activos y efectos de contagio. Todo lo cual requiere una visión estructural del desglose de los instrumentos financieros por vencimiento, por moneda de denominación y por sectores de contrapartida.

Las estimaciones de la cuenta financiera y los stocks de activos financieros y pasivos provenientes de las estadísticas del sector financiero suelen muy completas. La contraparte de estos flujos y balances debe tener su correcta correspondencia en el resto de los sectores.

<b>Balance Consolidado del Sector No financiero</b>	
<b>Activos no financieros</b>	
<b>Activos externos</b>	<b>Pasivos externos</b>
<b>Activos domésticos</b>	<b>Pasivos domésticos</b>
Billetes y monedas en poder del público	
Depósitos del sector público	Titulos de deuda frente al sector público
Titulos de deuda frente al sector público	
Depósitos del sector privado no financiero	Titulos de deuda y préstamos del sector privado no financiero
Participaciones de capital	Participaciones de capital
<b>Otros activos financieros</b>	<b>Otros pasivos</b>
	<b>Valor neto</b>

Según lo referido anteriormente y sólo considerando los activos financieros y pasivos externos se obtiene la denominada Posición de Inversión Internacional (PII). La PII muestra el valor de los activos financieros de los residentes de una economía que son derechos sobre no residentes y las obligaciones de los residentes de una economía que son activos de los no residentes.

Respecto a los activos financieros y pasivos externos, éstos se agrupan de acuerdo a las categorías funcionales: inversión directa, inversión de cartera, otra inversión, activos de reservas y derivados financieros. A continuación, se describen en forma resumida algunos criterios de las principales categorías, señalando su incidencia entre los balances de apertura y cierre y los flujos de una economía e integrándolo con la visión de la PII y la balanza de pagos.

Balanza de Pagos						
Cuentas corrientes						
Transacciones corrientes						
Exportaciones e importaciones de bienes y servicios						
Rentas netas de factores del exterior						
Transferencias corrientes con el exterior						
Cuentas de Acumulación						
Transferencias capital con el exterior						
Adquisición neta de activos no producidos con el exterior						

  

BALANCE DE APERTURA		Transacciones financieras	Otros flujos		BALANCE DE CIERRE	
Activos externos	Pasivos externos	Adquisición neta de instrumentos financieros	REV	VVA	Activos externos	Pasivos externos
Inversión directa	Inversión directa				Inversión directa	Inversión directa
Inversión de cartera	Inversión de cartera				Inversión de cartera	Inversión de cartera
Otra inversión	Otra inversión				Otra inversión	Otra inversión
Derivados financieros netos					Derivados financieros netos	
Reservas internacionales					Reservas internacionales	

*“La inversión directa es una categoría de inversión transfronteriza vinculada a un residente en una economía que posee el control o un grado significativo de influencia en la administración de una empresa que es residente en otra economía” (párrafo 26.84, SCN 2008).*

*“Las inversiones de cartera se definen como transacciones y posiciones transfronterizas que entrañan títulos de deuda o títulos de participación de capital, distintos de los que se incluyen en la inversión directa o en el activo de reserva” (párrafo 26.91, SCN 2008).*

*“Los activos de reserva son aquellos activos externos que están disponibles de inmediato y que son controlados por las autoridades monetarias para cubrir las necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, para intervenir en los mercados cambiarios con el fin de afectar el tipo de cambio y para otros fines relacionados (tales como mantener la confianza en la moneda y en la economía y servir como base para la obtención de préstamos extranjeros). El activo de reserva tiene que ser denominado y establecido en divisas” (párrafo 26.95, SCN 2008).*

Sumado al resto de las categorías por otras inversiones y derivados financieros, dichas categorías fueron creadas en base a la clasificación de los instrumentos financieros y su relación entre los agentes y el objeto de la inversión.

En resumen, existe una relación entre los stocks de activos y pasivos de la economía, su variación y los gastos e ingresos de cada sector institucional, considerando que los activos y pasivos, los flujos debido a transacciones y los otros flujos pueden corresponder a variables entre residentes y entre éstos y el resto del mundo.

Asimismo, el resultante de las transacciones reales determina las necesidades netas de financiamiento (préstamo o endeudamiento neto equivalente al saldo financiero de la economía total) entre los sectores residentes y entre éstos y el exterior.

## X) Consideraciones finales

El SCN es un sistema integrado de cuentas macroeconómicas donde se registran flujos por transacciones, otros flujos y stocks en el cual se presentan datos económicos utilizados para el análisis económico, la toma de decisiones y la formulación de la política económica. Dentro del marco del SCN, el esquema de los flujos de fondos muestra los stocks y flujos de los activos financieros y pasivos en poder de los diferentes sectores según el tipo de instrumento, el vencimiento y la denominación de la moneda.

La ventaja de una matriz de flujos de fondos es que puede señalar las fuentes de vulnerabilidad y las relaciones entre sectores sin requerir excesiva modelización. Cuando se estiman los stocks y los flujos financieros surgen problemas prácticos respecto a la disponibilidad de las estadísticas, a su valuación, a la desagregación por sectores, a la consistencia con la economía real debido a la tenencia de los activos no financieros y a las transacciones reales. Respecto a la desagregación por sectores, el sector privado no financiero suele presentar las mayores complicaciones dado que el gobierno y el sector financiero son relevados por las administraciones públicas (federales, provinciales y municipales) y las autoridades monetarias, respectivamente. De todas maneras, la mayor fortaleza de las estadísticas del gobierno y del sector financiero radica por el lado de los pasivos, siendo más difícil la asignación de los activos al sector hogares y sociedades no financieras. El caudal de datos no responde sólo a razones estadísticas sino a los requerimientos de los organismos de supervisión (bancos, empresas de seguros, etc.), a la naturaleza de estas instituciones financieras gestoras de fondos ajenos y a razones presupuestarias para el caso del gobierno.

Dado que la mayoría de las transacciones financieras son el resultado de las transacciones reales, es de vital importancia analizar los ingresos y los egresos corrientes y de capital de los sectores privado y público. Con especial atención, los ingresos generados en el proceso productivo (YBI) incluyendo la remuneración a los asalariados, el excedente de explotación / ingreso mixto y los impuestos netos de subsidios a la producción. Estas variables y las de asignación primaria y distribución secundaria del ingreso deben estudiarse en relación con los gastos de consumo de los hogares, de consumo de gobierno, así como las respectivas demandas de inversión y otros ingresos y egresos de capital. Una vez obtenido el saldo financiero acreedor o deudor de la economía total, esto también tiene su contraparte en las transacciones reales por exportaciones e importaciones, rentas del exterior por intereses y dividendos y otras de menor cuantía.

Existe un gran desafío para estimar un sistema integrado y consistente con la totalidad de los datos disponibles. Las transacciones y los activos económicos del SCN son compilados por distintos departamentos de diversas entidades. Como ser las encuestas, las bases de comercio exterior y la balanza de pagos correspondientes a los organismos de estadísticas; las bases administrativas de los organismos de control fiscal; las estadísticas monetarias de los bancos centrales y las bases fiscales del Ministerio de Hacienda; entre otros. Las distintas unidades de reporte, los momentos de registro, el secreto estadístico y la valuación dificultan la consistencia sistémica.

Para realizar un análisis integrado y consistente es necesario disponer de las estadísticas del sector real para los flujos de los ingresos y gastos corrientes y de capital de los sectores público y privado. Dado que la mayoría de las transacciones reales tienen su contraparte en transacciones financieras, eso sería una herramienta para consistir la economía real y financiera, a lo que habría que sumar las transacciones únicamente financieras entre los sectores. Una vez obtenido el saldo financiero de cada sector debido a transacciones, otro paso necesario es estimar los otros flujos sobre los instrumentos financieros para así analizar sus correspondientes stocks y descomponer su variación entre transacciones financieras y otros flujos sobre instrumentos financieros.

Otro inconveniente es la falta de datos. En particular, la información financiera de los hogares y las sociedades no financieras suele ser escasa y el detalle por instrumento declina. Esto hace que se limite la recolección de datos microeconómicos a un grupo seleccionado de sectores e instrumentos. En el caso de las sociedades no financieras mediante centrales de balances de grandes empresas donde se generen las



cuentas económicas integradas, incluyendo las respectivas cuentas financieras. Respecto a las restantes sociedades no financieras y a los hogares, puede trabajarse con información de las administraciones públicas, especialmente la oficina de impuestos, así como las encuestas direccionadas a segmentos de ambos sectores. En este último caso, si bien las encuestas tienen la ventaja de ser de bajo costo de recolección comparado con una fuente censal, sirven para tener una estructura de distribución, pero su aplicación a instrumentos financieros es mucho más débil que las estimaciones de la economía real.

Muchas fuentes de información no son consistentes con las definiciones y las prácticas estadísticas del SCN. Como ser la base devengado y la base percibido, los diferentes criterios de agrupación de los sectores, los precios a los cuales las transacciones y los activos son relevados, los registros de la economía no observada, el rango temporal dentro del cual las transacciones ocurren y el registro de los stocks, entre otros.

Respecto a la participación de los activos financieros del banco central, en los períodos de reducción del porcentaje de los activos de reserva se observa el crecimiento de los activos provenientes de los sectores público y/o privado como contraparte de la emisión de los pasivos del banco central sea por la expansión de la base monetaria u otros pasivos no monetarios (dependiendo si la deuda es monetizada). En caso que no exista un aumento de los activos externos en poder del banco central, debe analizarse si la contraparte de estos activos se debe a las transacciones internacionales reales por exportaciones o ingresos de la propiedad o a transacciones internacionales financieras de endeudamiento externo. Asimismo, debe considerarse si las transacciones que generan un incremento de reservas internacionales son monetizadas, es decir, si afectan la base monetaria. En el caso inverso, la reducción de los activos de reserva puede deberse al pago de las importaciones y de rentas (por transacciones reales) y/o a las amortizaciones del capital de la deuda externa (transacciones financieras).

Respecto a los activos de las sociedades captadores de depósitos, también deben analizarse los activos externos, los préstamos otorgados al resto de los sectores y los títulos de deuda en su poder. Mientras que dentro de los pasivos es importante conocer los tipos de depósitos por plazo y por moneda de denominación.

Finalmente, debe observarse que cada activo financiero y pasivo reflejados en las estadísticas monetarias tiene subyacente un agente acreedor o deudor del sistema financiero o fuera del mismo. Por tal motivo, se sugiere que es importante contar con fuentes estadísticas que permitan consistir las relaciones reales y financieras entre los sectores.

**Bibliografía**

- Banco de Pagos Internaciones (2009): “El buen gobierno en los bancos centrales”
- Caruana, J. (2012): “Why central bank balance sheets matter”, Bank for International Settlements.
- European Central Bank (2009): “Flow-of-funds Analysis at the ECB, Framework and Applications”, Occasional Paper Series N°105.
- European Central Bank (2011): “The Supply of Money – Bank Behaviour and the Implications for monetary analysis”.
- Feldman, E. e Itzcovich, S. (1971): “Estructura financiera y concentración bancaria: el caso argentina”, Revista Económica, Universidad Nacional de La Plata.
- FMI (2009): “Manual de Balanza Pagos de Posición de Inversión de Internacional”, Sexta edición.
- FMI (2001): “Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras”.
- IMF (2002): “A Balance Sheet Approach to Financial Crisis”, Working Paper Policy Prepared by Mark Allen, Christoph Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser, and Nouriel Roubini.
- Naciones Unidas (2008): “Sistema de Cuentas Nacionales”.
- Naciones Unidas (2015): “Producción financiera, flujos y en el Sistema stocks de Cuentas Nacionales”.
- OECD (2009): “Comprendiendo las Cuentas Nacionales”, Preparado por François Lequiller y Derek Blades.
- Pattipeilohy, C. (2016) “A comparative analysis of developments in central bank balance sheet composition” Bank for International Settlements, Working Papers N° 559.