

Versión Preliminar

Sólo para Participantes  
ORIGINAL: ESPAÑOL

20 de agosto 1990

---



EL DEFICIT CUASIFISCAL EN EL PARAGUAY  
1982/1989

---

Documento a ser presentado por el señor Ovidio Otazú Gimenez del Banco Central del Paraguay, en el Segundo Seminario Regional sobre Política Fiscal, Estabilización y Ajuste organizado por el Proyecto Regional de Política Fiscal CEPAL-PNUD en Santiago, Chile, durante el período 20 - 22 de agosto 1990. Las opiniones expresadas en este estudio, son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.



**BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY**  
GERENCIA DE ESTUDIOS ECONOMICOS

**EL DEFICIT CUASIFISCAL EN  
EL PARAGUAY 1982/1989**

**\*\* VERSION PRELIMINAR \*\***

**OVIDIO OTAZU GIMENEZ**

**AGOSTO 1990**

**Las opiniones expresadas en este trabajo son de exclusiva  
responsabilidad del autor y no comprometen las del  
Banco Central del Paraguay.**



I N D I C E

	Página
I. INTRODUCCION .....	1
II. BREVE RESEÑA DE LA ECONOMIA PARAGUAYA .....	4
La Nueva Orientación de la Política Económica .....	7
III. ASPECTOS CONCEPTUALES DEL DEFICIT CUASIFISCAL .....	10
IV. PRINCIPALES OPERACIONES CUASIFISCALES DEL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY (1982/89) .....	16
IV.1. Los Subsidios de Cambio .....	17
Régimen Cambiario Vigente en el Período 1982/88 .....	17
Metodología para la Cuantificación de los Subsidios Cambiarios .....	23
Cálculo de los Tipos de Cambios Promedio Ponderado de los Ingresos y Egresos de Divisas .....	25
Determinación del Subsidio de Cambio .....	28
IV.2. Los Subsidios Crediticios del BCP .....	35
Subsidio Crediticio del BCP al Sector Público .....	36
La Monetización del Déficit del Sector Público .....	38
IV.3. Subsidio Crediticio del BCP a los Bancos y al Sector Privado .....	41
IV.4. Subsidio Crediticio al Sector Privado .....	45
IV.5. Déficit Cuasifiscal del Banco Central del Paraguay (1982/89) .....	47
V. FUENTES LATENTES DE DEFICIT CUASIFISCAL .....	51
V.1. Operaciones de Cambio a Futuro .....	51
V.2. Pagos de la Deuda Externa .....	53
VI. CONCLUSIONES .....	55
VII. RECOMENDACIONES .....	62

BIBLIOGRAFIA.

INDICE DE CUADROS

	Página
1. VARIABLES MACROECONOMICAS .....	9
2. SINTESIS DE EVOLUCION DE TIPOS DE CAMBIOS OFICIALES DESDE 1982 .....	19
3. EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO SEGUN DESTINO .....	21
4. SUBSIDIOS CAMBIARIOS DEL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY ....	31
5. RESULTADO FINANCIERO DEL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY ....	33
6. SUBSIDIO CREDITICIO DEL BCP AL SECTOR PUBLICO .....	36
7. PRESTAMOS AL SECTOR PUBLICO .....	37
8. MONETIZACION DEL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO .....	39
9. TOTAL DE SUBSIDIOS DEL BCP AL SECTOR PUBLICO .....	40
10. CUADRO COMPARATIVO DE LOS INDICADORES DEL DESEQUILIBRIO FINANCIERO DEL SECTOR PUBLICO CON RELACION AL PIB .....	40
11. SUBSIDIO CREDITICIO DEL BCP AL BNF Y A LOS BANCOS .....	43
12. SUBSIDIO CREDITICIO DEL BCP AL SECTOR PRIVADO .....	46
13. TOTAL DE SUBSIDIOS CREDITICIOS OTORGADOS POR EL BCP ....	46
14. DEFICIT CUASIFISCAL DEL BCP EN PROPORCION DEL PIB .....	47
15. TRANSFERENCIAS AL SECTOR PRIVADO CON RECURSOS FONDEADOS EN EL BCP .....	48
16. DEUDA ADQUIRIDA POR EL BCP .....	53

INDICE DE ANEXOS

1. ORIGEN Y RESULTADO DE LAS CUENTAS "AJUSTE DE CAMBIOS" Y "REVALUACION DE LA RESERVA MONETARIA INTERNACIONAL".
2. DETERMINACION DE LA TASA EFECTIVA PROMEDIO DE INTERES O TASAS DE INTERES DE EQUILIBRIO.
3. EL IMPUESTO INFLACIONARIO.
4. CUANTIFICACION DEL DEFICIT CUASIFISCAL DEL BANCO CENTRAL, CONSIDERANDO EL CREDITO NETO AL SECTOR PUBLICO Y EL CREDITO NETO A LOS BANCOS.
5. SUBSIDIO CREDITICIO DEL BCP AL SECTOR PRIVADO VIA EX-BANCO DEL PARAGUAY.
6. DEPENDENCIA DE LOS BANCOS COMERCIALES Y DEL BNF DE RECURSOS DEL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY.
7. DEUDA DEL SECTOR PUBLICO AL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY AL 30-VI-90.

NOTA DEL AUTOR

En el complejo y apasionante campo de las cuestiones económicas y financieras, hemos percibido siempre una constante inclinación a la indagación de los fenómenos subyacentes en las informaciones estadísticas.

La oportunidad y el compromiso asumidos al frente de la Gerencia de Estudios Económicos del Banco Central del Paraguay, en un momento en que el país se propone realizar, por imperativo mismo de su propia coyuntura, transformaciones que potencien su crecimiento, nos han impulsado a investigar uno de esos fenómenos que constituye un aspecto central en las relaciones de la política monetaria y fiscal.

En efecto, el problema del déficit cuasifiscal, sus causas y derivaciones, aparece como un tema de necesario análisis ante la perspectiva del diseño y la implementación de nuevos instrumentos de las políticas públicas.

Con las limitaciones estadísticas y las restricciones de tiempo, nos hemos propuesto sentar las mínimas bases de discusión sobre el tema del déficit cuasifiscal en el Paraguay. Para ello hemos recurrido a la bibliografía a nuestro alcance lo que nos permitió poseer una aproximación al cálculo de indicadores pertinentes y sentar las conclusiones y recomendaciones que a nuestro parecer serían las más viables, al menos en el corto y mediano plazo, que a su vez, podrían cumplir en un futuro cercano un rol de mayor preponderancia al apoyar con argumentos técnicos las discusiones de política económica en general y de política monetaria y financiera en particular.



Las pretensiones de este trabajo hubieran quedado incompletas sin la colaboración de varios funcionarios y personal de apoyo. Para ellos nuestra gratitud y reconocimiento.

Finalmente, debemos dejar expuesto nuestro especial agradecimiento por la oportunidad, la comprensión y el estímulo que hemos recibido de parte de las autoridades superiores del Banco Central del Paraguay, así como del Profesor, y por sobre todo buen amigo y orientador, Dr. Juan Carlos Lerda.

Agosto 3, de 1990.

OVIDIO OTAZU GIMENEZ



## INTRODUCCION

Al encarar un primer ensayo para cuantificar el déficit cuasifiscal en el Paraguay, nos estamos refiriendo básicamente a los subsidios cambiarios y crediticios de los años ochenta, que son propios de las secuelas que dejan las rigideces institucionales, administrativas y de política económica que se mantuvieron en el país por un prolongado período de tiempo y que lastimosamente aún persisten varias de ellas.

Es así que en la década de los años setenta se implantaron los créditos subsidiados para los sectores productivos, con el supuesto objetivo de promover el desarrollo económico. En la década de los ochenta, específicamente en el período 1982/88, el país entró en las complejidades de un sistema de tipos de cambios múltiples, acompañado de los subsidios crediticios y las segmentaciones en los mercados financieros.

Al parecer, esta situación hizo que se confundiera en los niveles de decisión dinero con riqueza y crédito subsidiado con mejoría en la asignación de los recursos. No obstante, el resultado ha sido diferente en términos de crecimiento económico y distribución del ingreso, entre otros.

A partir de febrero de 1989, se inicia un proceso de reorientación de la política económica, dirigida fundamentalmente hacia una mayor transparencia y la reducción y/o racionalización de los subsidios implícitos. Esto como un claro reconocimiento de que la cuenta siempre se paga y cuando más tarde la misma resulta más elevada y más complicada.

En ese contexto se produjo una racionalización de los subsidios, sobre todo en materia cambiaria, a consecuencia de la instauración del sistema de cambios libre fluctuante. También, a partir del segundo semestre de 1989 se realizaron algunas correcciones en materia de subsidio crediticio, quedando aún mucho por implementar en este campo, tarea ésta que creemos debe ir enmarcada dentro de un plan serio de reforma estructural que cuente con la decisión y el apoyo político apropiado y oportuno.

Al respecto, sabido es que una sana política económica requiere de bajas tasas de inflación, no solamente porque ellas permiten a los inversionistas programar con mayor acierto la asignación de los recursos, sino también porque una inflación elevada es el germen más propicio para los conflictos sociales y políticos.

Para la obtención de bajas tasas de inflación es imprescindible lograr el equilibrio macroeconómico, es decir que la producción de bienes y servicios sea igual a la capacidad de gasto. Como en el corto plazo es muy difícil aumentar rápidamente la oferta de bienes y servicios, el control de la liquidez se convierte en una variable clave del manejo macroeconómico, debido a que el direccionamiento y control de la demanda agregada está íntimamente relacionado con las políticas monetaria, fiscal, de balanza de pagos y salarial. En síntesis, cualquiera que sea el origen de un gasto excesivo en la economía, este se financia generalmente con una combinación de ahorros del resto del mundo, reducción de las reservas internacionales del Banco Central e inflación.

Por otra parte, los desajustes de varios países en la década de los ochenta y la consecuente necesidad de recurrir a los programas de ajustes con el FMI, mostraron la necesidad de que las cuentas fiscales sean debidamente estudiadas

y que los subsidios implícitos en las pérdidas de los bancos centrales, sean debidamente cuantificados, a los efectos de disponer de indicadores que midan adecuadamente la problemática presupuestaria, y que las transferencias implícitas del Banco Central, sean éstas al sector público o privado, adquieran transparencia en lugar de ser disfrazadas con malos arreglos contables.

A esto se agrega, la importancia de incluir en la cuantificación del déficit fiscal las moras en los pagos de la deuda interna y externa del sector público y la necesidad de capitalizar los intereses vencidos e impagos, sobre todo los de la deuda interna; a los efectos de disponer de una aproximación bastante depurada del comportamiento presupuestario macroeconómico.

Sin más pretensión que sentar las bases para futuras discusiones sobre un tema de candente actualidad, en base a las informaciones disponibles, trataremos de cuantificar y explicar los subsidios cambiarios y crediticios otorgados por el Banco Central del Paraguay, durante el período 1982/88.

## II. BREVE RESEÑA DE LA ECONOMÍA PARAGUAYA

La tasa anual de crecimiento promedio del Paraguay durante la década de 1970 (8,8%) se encontraba entre las más elevadas del mundo. La tasa de inflación era relativamente baja (13,1%), sobre todo, comparada con la de los países vecinos. El auge en los primeros años de la década se debió a la expansión de la frontera agrícola, especialmente en los rubros como la soja y el algodón. Este impulso inicial fue luego dinamizado por los considerables excedentes de la balanza de pagos, los cuales a su vez respondieron a la construcción de la represa hidroeléctrica de Itaipú con el Brasil y luego la de Yacyretá con la Argentina. Es decir, el excedente económico que ocurrió en el Paraguay en la década de 1970 fue generado en su mayor parte por factores externos, tal como lo demuestra Richards Donald (1989) y Ovidio Otazú (1983)<sup>1</sup>

Durante la década de 1980, la economía paraguaya se caracterizó por el estancamiento del PIB, aumento de la deuda externa, incremento de la tasa de inflación y pérdida acelerada de las reservas internacionales. Estas informaciones y otras muy ilustrativas se observan en el Cuadro 1 y muestran el perfil de los distintos indicadores relevantes del comportamiento de la economía paraguaya en los últimos años .

---

<sup>1</sup> Mas detalle ver en; Richards, Donald G , Macroeconomic Dependency in The Southern Conc: The Case of Paraguay, Indiana State University, Department of Economics, (1989).

Otazú, Ovidio, El Encaje Legal y la Tasa de Interés como Instrumento de la Política Monetaria: El Caso Paraguayo, 1962/1980, Brasilia DF, 1983.

El crecimiento del PIB bajó del 8.7% en 1981 a -1% y a -3% en 1982 y 1983, respectivamente. La recuperación posterior fue moderada y no alcanzó los niveles de la década de 1970. A partir de 1982 y como respuesta a la reducción de los ingresos de capitales externos relacionados con las grandes obras hidroeléctricas, se adoptó la política de endeudamiento acelerado en lugar de programas apropiados de ajustes. La deuda externa pública pasó de 22% del PIB en 1982 a 51% del PIB en 1988. Posteriormente, se incrementó el servicio de la deuda externa e interna, que juntamente con la reducción de los ingresos de divisas crearon serios desequilibrios en las finanzas públicas y en la balanza de pagos.

El sistema de tipo de cambios múltiples consistía en tasas de cambio oficiales para las exportaciones, las importaciones del Estado, de petróleo y de ciertos insumos agrícolas e industriales y, para el servicio de la deuda pública externa. Los diferentes tipos de cambios y las brechas existentes, también se observan en el Cuadro 1 y luego con más detalle en los Cuadros N° 2 y 3.

El referido tipo de cambio, con tasas oficiales sobrevaluadas creó una serie de distorsiones, generando, entre otros efectos, elevados subsidios de cambios al sector público y al sector privado y penalizando fuertemente al sector exportador además de alentar el contrabando, la subfacturación de las exportaciones y la sobrefacturación de las importaciones preferenciales y del sector público.

De manera a compensar los efectos causados por los tipos de cambios irreales pagados al exportador, el Gobierno adoptó una política monetaria bastante laxa, caracterizada por el incremento de los descuentos, que no son otra cosa sino préstamos preferenciales a los agroexportadores, y a su vez se vió constreñido a mantener tasas de interés negativas

para esos préstamos y redescuentos, es decir, la tasa de interés se mantuvo muy por debajo de la inflación propiciando con ello la formación de grupos de presión que hasta la fecha interfieren fuertemente en la conducción de la política monetaria, volviéndola en cierta medida endógena o pasiva, según la metodología que se pretenda utilizar.

El régimen cambiario perjudicó a los sectores que no tenían acceso al crédito subsidiado que compensara el impuesto cambiario. Entre estos sectores se encontraban los exportadores de productos no tradicionales.

La política de crédito preferencial subsidiado contribuyó a aumentar la brecha de la balanza comercial y como la balanza de capital, mostraba permanente déficit, el resultado neto fue el saldo negativo de la balanza de pagos en los años de la década de 1980. Esta situación generó continuas pérdidas de las reservas monetarias internacionales del Banco Central del Paraguay (BCP).

El sistema de cambios vigente entre 1982 y febrero de 1989, generó dos impactos macroeconómicos inmediatos, además de los derivados: por un lado, una persistente caída de las reservas internacionales, y por otro, la mayor liquidez de la economía, debido a que entre los tipos de cambios administrados, el mayor era pagado a los ingresos por las exportaciones. El aumento de la liquidez por su parte contribuyó al aumento de la tasa de inflación que del 6.8% en 1982 pasó al 26% en 1989, con una tasa promedio de 22.9 entre 1982/89.

Paralelamente al sistema de cambios múltiples, el estancamiento económico, el incremento de la tasa de inflación y las expectativas inflacionarias, el crédito interno se aceleró. No obstante, la fuente de financiamiento del crédito interno no provino de ahorros financieros domésticos ni



externos, sino básicamente se originaron en los redescuentos del BCP a los bancos.

El estancamiento económico y las desviaciones del sistema de tipos de cambios múltiples, dejaron un marcado impacto negativo sobre las cuentas fiscales, que se deterioraron rápidamente en la década de los años 80. El resultado más claro muestra la caída de la presión fiscal de alrededor del 10% del PIB entre 1977/80 a 7,6% en 1981 y a 6,7% en 1988, registrándose de esa forma uno de los niveles más bajos de presión tributaria en la región.

Surge por lo tanto, como principales factores causantes del déficit cuasifiscal en el período estudiado, el subsidio de cambio y el subsidio crediticio, los cuales serán desarrollados con los detalles alcanzables en este trabajo en capítulos posteriores.

#### La nueva orientación de la política económica.

Con el Decreto N° 216 del 27 de febrero de 1989, se ha iniciado un programa para desregular la economía e introducir en la misma más eficiencia y competencia. A partir de entonces, se estableció el régimen de cambios libre, se han ajustado los precios internos y las tarifas públicas y se han liberalizado gran parte de las restricciones comerciales, con lo cual se propició mayor dinamismo en la economía, cuya tasa de crecimiento fue del 6% en 1989. No obstante, la inflación promedio fue del 26%, lo que revela la persistencia de una serie de desequilibrios macroeconómicos y, aunque no exista una fuerte memoria inflacionaria como en los países vecinos, siguen faltando la aplicación de una serie de medidas coherentes y apropiadas que permitan sacar a la economía del "filo de la navaja". Los obstáculos a sortear en forma más inmediata y que están muy relacionados con este trabajo son:

- i) La debilidad del sistema financiero y el mantenimiento de tasas de interés reales negativas, tanto para operaciones activas como pasivas, que desestimulan el ahorro interno, propician la fuga de capitales, el desvío de recursos hacia actividades no productivas, presionando de esa forma sobre los créditos subsidiados del Banco Central, en especial, para los sectores agroexportadores y de sustitución de importaciones.

Esta situación impide satisfacer la demanda de crédito para otros sectores claves, como por ejemplo el industrial, y a su vez impide una sana competencia basada en la eficiencia y la productividad en los distintos mercados. No obstante, "hasta el momento, presiones políticas han impedido que el Banco Central utilice una política de tasas de interés flexible, o que libere el sistema de tasas de interés" <sup>2</sup> .

- ii) La baja presión tributaria y el deterioro de las finanzas públicas que pueden limitar de una manera significativa la inversión interna y por tanto las posibilidades de desarrollo de la economía en el mediano plazo.

---

<sup>2</sup> FMI, Informe del Dpto. de Banca Central, Junio de 1990.

CUADRO N° 1

VARIABLES MACROECONOMICAS

	1970/1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1982/1989
- Tasa de Crecimiento del PIB % Base 1982	8.8	8.7	- 1.0	- 3.0	3.1	4.0	0.0	4.3	6.4	6.0	2.9
- Inflación anual % (s/ índice promedio).	13.1	14.0	6.8	13.5	20.3	25.2	31.7	21.8	23.0	26.0	22.9
- Finanzas Públicas 1/											
Ingresos Fiscales	--	11.7	12.8	12.0	10.9	12.6	10.9	11.1	10.7	12.4	11.7
Egresos Fiscales	--	- 14.3	- 16.4	- 19.6	- 18.3	- 17.1	- 14.1	- 14.4	- 14.2	- 12.6	- 15.8
Balance	- 0.3	- 2.6	- 3.6	- 7.6	- 7.4	- 4.5	- 3.2	- 3.3	- 3.5	- 0.2	- 4.1
Subsidio de Cambio	--	--	--	- 2.9	- 2.5	- 3.6	- 2.6	- 3.5	- 2.3	- 0.1	- 2.5
Balance Global	- 0.3	- 2.6	- 3.6	- 10.5	- 9.9	- 8.1	- 5.8	- 6.8	- 5.8	- 0.3	- 6.6
- Exportaciones 2/	201.9	398.4	396.1	325.9	361.2	620.2	573.4	951.6	831.6	1.097.2	15.6%
- Importaciones 2/	278.8	772.4	711.2	551.4	649.0	727.3	735.8	1.048.8	1.040.0	1.171.2	7.4%
- Deuda Pública Externa 2/	347.6	713.7	941.4	1.203.7	1.402.0	1.522.6	1.722.4	1.924.1	1.884.6	2.076.1	11.9%
- Atrasos de la Deuda Pública Externa 2/						15.9	99.4	226.8	279.9	280.1	105.0%
- Reservas Internacionales del BCP. 2/	228.3	780.4	650.2	625.3	517.0	479.2	397.5	437.3	304.1	426.8	-6.0%
- Tasa de Cambio Oficial 3/	126	126	160	160	160/240	160/240	240/320	240/400	240/400	400/550	19.3%
- Tasa de Cambio Paralelo 3/	136	150	206	321	388	612	702	807	934	1.145	27.8%
- PIB 2/	1826	5625	5419	5604	4387	3161	3547	3733	3951	4151	

1/ Sector Público no financiero en porcentaje del PIB. Fuente: FMI.

2/ Cifras en millones de dólares. Fuente: BCP

3/ Guaraníes por dólar. FOB. Fuente: BCP

4/ Cifras preliminares

### III. ASPECTOS CONCEPTUALES DEL DEFICIT CUASIFISCAL

Podríamos decir, en coincidencia con varios autores, que la década de 1980 impulsó el descubrimiento de un problema macroeconómico que sutilmente desde hace tiempo venía debilitando la eficacia de las políticas públicas. Fue así que en la segunda mitad de dicha década se comenzó a hablar cada vez con mayor insistencia de la problemática del déficit cuasifiscal o parafiscal, y al mismo tiempo se planteó que los Bancos Centrales deberían ocuparse de sus funciones propias y ortodoxas, como son el mantenimiento del valor de la moneda, el impulso de la política financiera, y la promoción cada vez mayor de la eficiencia en el proceso de intermediación financiera. Para el buen cumplimiento de esas funciones debía dejar a otras dependencias del sector estatal las funciones de promoción del desarrollo o de la cobertura de cierta brecha entre el ingreso y el egreso público, de tal forma que los subsidios y las transferencias resulten explícitos y tangibles.

Como el tema es de reciente discusión, no sería aventurado señalar que uno de los principales problemas en el diagnóstico del déficit cuasifiscal, en cuanto al estudio de su volumen, composición y evolución, resulta ser los mecanismos para detectar en forma comprensiva su existencia y cuantificar adecuadamente su monto.

Revisando las literaturas más recientes sobre el tema, extractamos algunos conceptos que pueden servir de marco de referencia al presente estudio y luego señalamos la conceptualización que más se adecua al caso paraguayo.

Piekarz (1987) señala como un nuevo concepto ad-hoc, que el resultado cuasifiscal del Banco Central puede ser definido como la diferencia entre los ingresos y egresos que no han sido considerados en el déficit fiscal. Es decir, básicamente, como la diferencia entre los ingresos del Banco Central por sus activos internacionales netos e internos y los egresos netos por los intereses y/o ajustes de los instrumentos que utiliza para controlar la expansión de los agregados monetarios. Los activos internos incluyen los préstamos y adelantos al tesoro, los títulos públicos y los préstamos y redescuentos al sistema financiero. En tanto la caracterización anterior quizá es suficientemente clara en lo que concierne a los ingresos del Banco Central, con respecto a los egresos no es tan así. Estos incluyen en la definición, los intereses y/o ajustes por todos los instrumentos propios con los que el Banco Central absorbe recursos para regular la cantidad de dinero dentro de sus periódicas metas monetarias<sup>3</sup>.

D. Onandi y M.L. Viana (1988) expresan, "..tradicionalmente, una serie de operaciones del Banco Central están fuera del presupuesto del Gobierno, pero no se pueden desconocer su afectación en el aspecto fiscal. Por lo tanto, entendemos que una operación del Banco Central es parafiscal, cuando no está relacionada con las funciones clásicas (ortodoxas) del Banco Central<sup>4</sup>.

Los citados autores, han señalado; "El surgimiento del déficit parafiscal da lugar a una reinterpretación del déficit público, que normalmente mide el déficit del sector

---

<sup>3</sup>Piekarz, Julio A. - El Déficit Cuasifiscal del Banco Central, en Mimeo, BC Rca. Argentina, 1987, Págs. 2/3.

<sup>4</sup>Onandi, D. y Viana, L. - El Déficit Parafiscal y la Inflación, Banco Central del Uruguay, Montevideo, Uruguay, 1988, Pág. 2.

público no financiero. Un análisis económico correcto debe contemplar ambos déficit. La omisión de esta consolidación, daría lugar a una mala interpretación de la situación fiscal del gobierno. A su vez, el manejo de ambos déficit afecta la política monetaria y las cuentas externas, requiriendo la coordinación del accionar público para el manejo y abatimiento"<sup>5</sup>.

Suarez Losada (1987) menciona; "normalmente las actividades de los bancos centrales han sido superavitarias. Debido a su función netamente monetaria y en un mundo sin demasiado desequilibrios, la actividad de la banca central se ha podido desarrollar sin otras interferencias extramonetarias. Agrega luego, que a partir de la ruptura del sistema de Bretton Woods en 1972, comienzan a gestarse o a ser transferidas nuevas actividades a los bancos centrales que ya no son netamente monetarias"<sup>6</sup>.

Asimismo, el autor precitado<sup>7</sup>, apunta que, a partir de los años 1980, la asignación de las actividades fiscales a los bancos centrales, no sólo han generado pérdidas, sino que concomitantemente han originado serios desajustes en sus actividades específicas, o sea, las de formulación y ejecución de la política monetaria (entendida esta en su sentido amplio). Señala a seguir, como las principales actividades que generan pérdidas de los bancos centrales las siguientes operaciones:

---

<sup>5</sup> Ibid, El Déficit Parafiscal: Un análisis de la Experiencia Uruguaya, Revista de Economía, Banco Central del Uruguay, Montevideo, Uruguay, 1987, Pág. 50.

<sup>6</sup> Suárez Losada, J.L., Un Análisis de los Efectos de los Depósitos Cuasifiscales de los Bancos Centrales en la Programación Financiera, en Mimeo, 1987, Pág.5 y sgtes.

<sup>7</sup> Ibídem, Pág. 7 y sgtes.

1. Remuneración de encajes obligatorios; 2. Operaciones de Mercado Abierto; 3. Algunas operaciones de redescuentos<sup>8</sup>; 4. Asistencia a bancos o empresas con dificultades; 5. Subsidios cambiarios; 6. Pagos del servicio de la deuda externa, entre otros.

Mario I. Blejer (1987)<sup>9</sup> puntualiza, a nuestro criterio con mucho acierto, que se hace cada vez más evidente que en la conducción de la política macroeconómica no se pueden disociar fácilmente el impacto y las consecuencias de las políticas fiscales y monetarias. Resaltando, más adelante, que en muchos países, debido a una variedad de consideraciones organizativas, administrativas y políticas, un gran número de actividades del sector público se llevan a cabo por instituciones que operan fuera del presupuesto del gobierno central<sup>10</sup>, entre ellas, las instituciones financieras del sector público y, particularmente, los bancos centrales, que pueden desempeñar un gran número de actividades, que además de sus características monetarias pueden tener implicaciones fiscales claras que no son captadas dentro del marco del presupuesto gubernamental. Más adelante, el mismo autor puntualiza que el problema se complica cuando hay inflación, debido a que es muy difícil captar con precisión los impactos reales de las acciones cuasifiscales de los bancos centrales.

---

<sup>8</sup> Básicamente constituyen créditos preferenciales como es en el caso paraguayo a partir de 1972.

<sup>9</sup> En el Paraguay, en especial, a los efectos de la programación financiera, es muy difícil captar con precisión las informaciones de la ejecución presupuestaria, los balances y las cuentas de ganancias y pérdidas de las empresas públicas y entidades descentralizadas. Por lo que interpretamos que un fenómeno similar es el puntualizado por Blejer.

<sup>10</sup> Blejer, Mario I., La Medición del Deficit Presupuestario y los Implicaciones Monetarias de las Políticas Fiscales, FMI, Washington DC 1987, Pág. 24 y sgtes.

Tras la breve reseña bibliográfica, nos surgen los siguientes cuestionamientos:

- Hasta qué punto las acciones del Banco Central responden a funciones que no les son propias, entendiendo éstas, como las acciones puramente monetarias?. ¿Cuál es el grado en que las cuentas fiscales captan los desequilibrios del sector público y las transferencias de éste (Sector Público) al sector privado, en especial, a través de las acciones monetarias?.
- ¿Cuál es la capacidad de la autoridad monetaria de captar esas actividades no propias, es decir, se reflejan realmente "esas acciones" en la cuenta de ganancias y pérdidas del Banco Central y bajo qué metodología?.

Al parecer, planteamientos como los mencionados, son los que han llevado a Robinson, D. y Stella P. (1987)<sup>11</sup> del Banco Mundial a señalar: "Si los bancos centrales generan ganancias, una porción se transfiere directamente al Tesoro, lo cual afecta directamente las cuentas fiscales. Sin embargo, si los bancos centrales generan pérdidas, éstas no se solventan por el Tesoro"<sup>12</sup>. También apuntan, que recientemente el FMI ha comprobado en muchos países que las medidas convencionales de las normas fiscales no han captado con exactitud las realidades económicas de la política fiscal y que en muchos países, los déficits del Banco Central han alcanzado importantes niveles y ésta es la razón por la que,

---

<sup>11</sup> Robinson, D. y Stella, P., Analgando Banco Central y Déficit Fiscales, Banco Mundial, Washinton DC, 1987.

<sup>12</sup> Al que nosotros agregamos, se solventan con inflación.



las actividades consideradas cuasifiscales deberían incluirse en todas las medidas de la actividad del Gobierno.

A los efectos de clarificar cuáles son las funciones ortodoxas de los bancos centrales y que bien llevadas no originarían problemas de índole cuasifiscal, Robinson, D., Stella, P. (1987) recurren a H.M. De Koch (un autor clásico en materia de Banca Central), para puntualizar esas funciones. Estas características identificatorias son señaladas igualmente por Stanford, J.D: (1987)<sup>13</sup> y De Magalhaes (1971)<sup>14</sup>, quien a su vez basándose en Kish y Elkin señalan: "la función de la banca central consiste en el control de la expansión y contracción de los medios de pagos en concordancia con la evolución de los precios, buscando siempre la estabilidad de precios y un desempeño equilibrado de la Balanza de Pagos" .

A modo de síntesis señalamos, que las funciones ortodoxas y clásicas de la banca central nos parece que consisten básicamente en propiciar una adecuada liquidez en la economía y mejorar la función de intermediación financiera, para cuyos propósitos, la autoridad monetaria debe contar con una gama de instrumentos cuya disponibilidad y uso están en cierta medida en relación directa con el grado de desarrollo de las economías, de los mercados financieros y de la autonomía del instituto emisor.

---

<sup>13</sup>Stanford, Jon D., Moeda, Bancos e Atividade Económica, Atlas, Sao Paulo, 1979.

<sup>14</sup>De Magalhaes, A.F.R. Os Bancos Centrais, e su funcao reguladora da moeda e do crédito, A casa Do Livro, Rio de Janeiro, 1971, p. 147.

#### IV. PRINCIPALES OPERACIONES CUASIFISCALES DEL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY (1982/89)

Existen varias fuentes generadoras de pérdidas de los bancos centrales, siendo la más común la concesión de préstamos al sector público no financiero a tasas de interés que esten muy por debajo de las tasas de mercado o incluso sin intereses. Otra importante fuente de pérdida de la autoridad monetaria deriva del otorgamiento de préstamos subsidiados a través del sistema bancario a sectores que son considerados prioritarios como por ejemplo, la agricultura, la exportación, la industria, la ganadería, la vivienda y otros.

La práctica de tasas cambiarias múltiples abre la posibilidad de pérdidas cambiarias muy fuertes, así como situaciones en las que el Banco Central debe recurrir en forma directa al endeudamiento externo para resolver problemas de los atrasos de la deuda externa u otro tipo de déficit fiscal. También, se encuentran casos en que el Banco Central ha recurrido al rescate de bancos o empresas con problemas financieros, así como cuando el instituto emisor garantiza tipos de cambios a futuro.

En este trabajo, a los efectos de cuantificar el déficit cuasifiscal, se estudiarán los impactos que las siguientes operaciones ejercieron, ejercen y podrían ejercer sobre las cuentas del Banco Central del Paraguay:

- i) Los subsidios de cambios al sector público y privado.
- ii) Los préstamos netos al sector público (subsidio crediticio al sector público).
- iii) Los préstamos preferenciales al sector privado vía sistema bancario (subsidio crediticio a los bancos y al sector privado).

- iv) Complementariamente, se analizarán los probables impactos del manejo actual de deuda externa y de las operaciones de cambio a futuro realizadas por el BCP entre noviembre de 1989 y febrero de 1990.

#### IV.1. LOS SUBSIDIOS DE CAMBIOS

##### a) Régimen Cambiario Vigente en el Período 1982/88.

El mercado libre de cambio instaurado en 1957 y su ampliación por el mercado libre fluctuante, establecido en 1973, han tenido vigencia hasta fines de enero de 1982, cuando el Banco Central del Paraguay, con acuerdo del Consejo Nacional de Coordinación Económica y a propuesta de una serie de entidades, tal como se observa en el Cuadro N° 2, comenzó a establecer un conjunto de tipos de cambios diferenciales tendiente a la limitación de la libertad cambiaria que hasta ese momento existía en el país. De ahí que, el sistema cambiario vigente de 1982 a febrero de 1989 respondía a un régimen de cambios múltiples con la aplicación de una serie de mecanismos diferenciales para la compra y la venta de divisas. El Cuadro N° 3 muestra el sistema de cambios como un mosaico de confusión y contradicciones.

En el período 1982/88, estuvo vigente un sistema de liquidación de divisas de exportaciones, que consistió en comprar al cambio oficial el importe correspondiente a los precios mínimos o precios aforos de exportación y el excedente resultante entre el precio de colocación y el precios mínimo se liquidaba al tipo de cambio libre. Es decir, el exportador recibía un promedio mayor al tipo de cambio oficial. Regía además la obligatoriedad de que las divisas liquidadas al tipo de cambio oficial sean transferidas al Banco Central, con el resultado de

que las divisas transadas a través del mercado oficial eran administradas por el BCP y las negociadas a través del mercado libre captaban los bancos y las casas de cambio. Consecuencia obvia de este mecanismo fue la insuficiencia permanente de las divisas transadas en el mercado oficial.

El mecanismo operativo de la compra y venta de divisas respondería al siguiente esquema:

CUADRO N° 2

SINTESIS DE EVOLUCION DE TIPOS DE CAMBIOS OFICIALES DESDE EL AÑO 1982

I. Tipo de cambio único hasta enero de 1982: G 126 por dólar.

II. Modificación de tipos de cambio oficial.

FECHA	PROPUESTA DE:	RESOLUCION	MEDIDA CAMBIARIA
Circular 14/82 del 11/02/82	Equipo Económico  BCP	CNCE Resolución 5 de 27 de enero de 1982	Exportación: 50% c/126 y 50% c/libre.  Lista de Importaciones pres- cindible por el mercado libre
Circular 52/82 del 16/07/82	MAG	CNCE Resolución 6 de 31/05/82	100% cambio libre frutas y hortalizas.
Circular 65/82 del 16/07/82	MIC	CNCE Resolución 6 de  16/07/82	Introduce cambio oficial G 160 por dólar. Exportación: 50% c/126 y 50% c/160. Pro- medio \$ 143. Carnes y hor- talizas \$ 160. Importacio- nes básicas c/126, importa- ciones necesarias c/160. Deu- da externa del sector priva- do, capital, interés y divi- dendo c/160. Cambio único, incluso casas de cambio \$ 160.
Circular 9/83 del 4/02/83	MAG-MIC	CNCE Resolución 4 de 11/01/83.	Exportación de fibras de al- godón: 25% c/libre, 37,5% c/ 160 y 37,5% c/126. Promedio c/166.
Circular 16/83 del 14/03/83	MAG-MIC	CNCE Resolución 2 de 07/03/83.  CNCE Acta 17 de 09/08/83	Exportación de soja y deri- vado: 25% c/230; 37,5% c/160 y 37,5% c/126. Promedio c/165.  Azúcar, mismo tipo de cam- bio promedio de \$ 165.
Circular 17/84 del 09/03/84	MAG-MIC	CNCE Resolución 1 de 21/02/84.	Exportaciones: 37,5% c/160; 160; 37,5% c/ 280; 25% c/300. Pro- medio \$ 240.

CUADRO N° 2 (continuación)

FECHA	PROPUESTA DE:	RESOLUCION	MEDIDA CAMBIARIA
Circular 27/84 del 25/05/84	BCP	CNCE Resolución 9 de 18/05/84 (Se suprime el tipo de cambio: de ₡ 126).	₡ 240 para todas las exportaciones c/240 por importaciones del Estado y particulares, capital e intereses sector privado. cambio ₡ 160 para deuda externa, combustibles, entidades binacionales.
Circular 7/85 del 18/02/85	MAG-MIC	CNCE Resolución 6 de 13/02/85	Exportaciones: 50% c/240; 50% c/400. Promedio c/320.
Circular 24/86 del 03/07/86	BCP	BCP-Resolución N° 17, Acta 93 del 2/07/86	Se autoriza a los bancos a realizar la liquidación de las divisas de exportaciones como sigue: el importe correspondiente a los precios mínimos de exportación al tipo de ₡ 320 por dólar; y al excedente entre el precio de colocación y el precio mínimo, al tipo de cambio del mercado libre.
Circular 59/86 del 10/12/86	Equipo Económico	CNCE-Resolución 28 de 3/12/86	Implementación de tipos de cambio por dólar de ₡ 240 y ₡ 400, ₡ 320, ₡ 550 y mercado libre.
Resolución 3, Acta 19 30/01/87	BCP	CNCE-Resolución 12 de 28/01/87	₡ 550 por dólar para desembolsos de préstamos del BIRF y del BID.
Decreto N° 216, 27/11/89	Equipo Económico		Sistema de Cambio Libre Fluctuante para las importaciones y exportaciones de bienes y servicios y el movimiento de capitales, incluyendo los pagos financieros públicos y privados.

Referencias: CNCE - Consejo Nacional de Coordinación Económica.  
 MIC - Ministerio de Industria y Comercio.  
 MAG - Ministerio de Agricultura y Ganadería.  
 BCP - Banco Central del Paraguay.

CUADRO N° 3  
EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO SEGUN DESTINO  
(Guaraníes por Dólar)

CONCEPTO	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Flujo de la deuda pública externa	126	126	160	160	160 - 240	200 - 320 4/	1988
Flujos Binacionales	126	126	160	160	240	240	600
acciones FOB de ANDE, FME, CORPOSANA, ANTELCO	126	126	240	240	240	240	600
acciones FOB de petróleo y combustibles derivados del petróleo	126	126 - 160	160	160	240	400	600
acciones CIF del Gobierno Central	126	126	240	240	240	400	600
acciones del resto del Sector Público no previstas en otra parte y pagos							
entimiento de aviones y otros servicios en el exterior de LAP	126 2/	126	240	240	240	400	400
acciones de insumos agrícolas	126	126	240	240	240	550 5/	550
flujos de préstamos externos	126	126	240	240	240	550 6/	550
acción de bienes del sector privado y empresas públicas	126-LIBRE 1/	126-160-LIBRE 3/	240	240 - 400	320-LIBRE	550	550
acciones de servicios del sector privado y de las empresas públicas	126-LIBRE 1/	126-LIBRE	240	240 - 400	320-LIBRE	LIBRE	LIBRE
flujos generales	160	160	LIBRE	LIBRE	LIBRE	LIBRE	LIBRE
flujos y salidas de capitales del sector privado	160	160	LIBRE	LIBRE	LIBRE	LIBRE	LIBRE
flujos externos del sector privado	160	160	240	240	240	LIBRE	LIBRE
flujos de proveedores	160	160	240	240	240	LIBRE	LIBRE
flujos de capital a corto y largo plazo del sector privado	160	160	240	240	240	LIBRE	LIBRE

EXPORTACIONES se liquidan 50% al tipo de cambio oficial y la diferencia al cambio libre, con excepción de las hortalizas 100% al cambio libre.  
importaciones prescindibles al mercado libre.

EXPORTACION de ALGODON-SOJA-AZUCAR liquidado 25% c/126, 37,5% c/160 y 37,5% libre - promedio 166.  
tipo de cambio \$ 320 por dólar corresponde al pago de la deuda externa con vencimiento a partir del 01/07/87  
ta los montos establecidos en el presupuesto de divisas del Banco Central.  
icables a préstamos del Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo a partir del 1/01/87.

NOTAS

- 
- Administración Nacional de Electricidad.
- Flota Mercante del Estado.
- ANA Corporación de Obras Sanitarias.
- 0 Administración Nacional de Telecomunicaciones.
- Líneas Aéreas Paraguayas.

- Ventas de Divisas: En el mercado oficial se vendían las divisas a un tipo de cambio preferencial para: las importaciones definidas como esenciales, los pagos del Gobierno al exterior y los pagos de la deuda pública externa, observándose una serie de restricciones cuantitativas.

En el mercado libre no existían restricciones y, a través el mismo, se efectuaban las transacciones no contempladas en el mercado oficial.

El Banco Central, en su calidad de ente regulador del mercado oficial, absorbía y cubría los déficit que se presentaban en este mercado con las pérdidas de sus reservas internacionales.

- Compra de Divisas: Se establecía la obligación de que el valor de las exportaciones de bienes del sector privado y de las empresas públicas sea entregado al Banco Central por el valor del precio mínimo fijado por este, por lo que, en el mercado oficial el principal factor de oferta consistía los ingresos de divisas por exportaciones y algunos otros ingresos como préstamos y remesas de las entidades binacionales.

A partir de la implementación del control de cambios en 1982, los precios mínimos para los productos de exportación se ajustaban periódicamente, permitiendo de esa forma que el tipo de cambio promedio de las exportaciones sea relativamente atractivo para el exportador, pero sin llegar a compensar en ningún momento el costo de oportunidad.



b) Metodología para la Cuantificación de los Subsídios Cambiarios

La vigencia de regímenes de cambios múltiples significaron pérdidas para el Banco Central, debido a que los tipos de cambios se iban alterando con el tiempo y con tasas diferentes para la compra y para la venta, tal como se observa en el Cuadro N° 3. Además, los montos comprados no coincidían con el volumen de ventas de un período determinado.

Tal como se observa en el Anexo N° 1, el registro contable a través de la Cuenta "Ajuste de Cambios" del Banco Central del Paraguay no capturaba en forma apropiada los montos de los subsidios, debido a que el tipo de cambio de contabilidad generalmente difería del tipo de cambio al que el Banco Central efectivamente realizaba las transacciones. Además, el monto registrado en la cuenta "Ajuste de Cambios" solamente podría ser igual al Subsidio de Cambio cuando el total de las ventas de divisas fuera exactamente igual al total de compras en el período considerado.

Junto a la restricción planteada, cabe señalar que los movimientos existentes entre las cuentas "Ajuste de Cambio" y "Revaluación de la Reserva Monetaria Internacional", previstas en el plan de cuentas vigente, impedían de por sí determinar en forma apropiada el monto de los subsidios, por lo que para el análisis monetario y macroeconómico era fundamental calcular las pérdidas cambiarias o subsidios de cambios del Banco Central del Paraguay, en base a alguna metodología que resultara coherente considerando la disponibilidad de

informaciones, el esquema de registro contable y otras restricciones institucionales vigentes en aquel entonces.

Existen varias formas de medir las Pérdidas Cambiarias del Banco Central, resultantes del hecho de que éste efectúa sus transacciones en divisas a diversos tipos de cambios en lugar de efectuarlas a un tipo de cambio uniforme. Al referirse a este tema, un informe del Banco Mundial sobre Paraguay de enero de 1988 señalaba; "las diversas medidas de las pérdidas de divisas, difieren respecto a la elección del tipo de cambio de referencia que es utilizado para los fines de comparación", avalando con ello la metodología que estamos presentando.

Mario Teijeiro (1989), señala al respecto que la medición de las pérdidas cambiarias presentan muchas dificultades en aquellos bancos centrales que no cuentan con un sistema contable que permita medir el verdadero costo de las monedas extranjeras utilizadas en sus operaciones. En estos casos, dice, es apropiado el uso de sistemas como el PEPS (primero en entrar, primero en salir) o el UEPS (último en entrar, primero en salir), para medir la pérdida o ganancia cambiaria por venta de moneda extranjera<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Teijeiro, Mario O., Pérdidas del Banco Central, Banco Mundial, 1989.

Sin embargo, debe decirse que para utilizar el método planteado por Teijeiro, se requiere disponer de un sofisticado sistema de control y medición que pueda determinar exactamente el costo al que fue comprado la divisa que se va a vender, y calcular la ganancia o pérdida que resulte de esa operación. La metodología de registro contable del BCP se halla en el Anexo 1.

Ante la carencia de tales elementos, (los señalados por Teijeiro) y adaptándonos a las informaciones disponibles, el Banco Central del Paraguay, a través del Departamento de Estudios Económicos, ha elaborado un método de registro de los subsidios cambiarios, que a continuación se explica.

**b.1 Cálculo de los Tipos de Cambios Promedio Ponderado de los Ingresos y Egresos de Divisas.**

Utilizando la planilla de compras y ventas de divisas proporcionada por la dependencia operativa del área externa del Banco Central del Paraguay (DOPI)<sup>16</sup>, se anotan en cuadros separados el monto de las divisas adquiridas y vendidas por el Banco Central en un período determinado (mes o año) con sus respectivos tipos de cambios, de tal forma a convertirlos en moneda nacional y determinar el tipo de cambio promedio ponderado para las compras y para las ventas, en el período considerado.

Con relación a las compras (I) y la ventas (E) se pueden presentar las siguientes situaciones:

---

<sup>16</sup> DOPI = Departamento de Operaciones Internacionales.

- i) Las compras (ingresos)(I) menor que las ventas (egresos)(E).  $I < E$
- ii) Las compras igual a las ventas,  $I = E$ , y
- iii) Las compras mayor que las ventas,  $I > E$ .

No obstante, el caso que podríamos considerar normal respondía a  $I < E$  y los cálculos se realizaban en base al esquema que se detalla.

### Ejemplo

Resumen de la planilla del DOPI para un período considerado:

#### Ingresos

<u>Concepto</u>	<u>Miles de US\$</u>	<u>Tipo de Cambio</u>	<u>Miles Gs.</u>
1. Exportaciones	100	550	55.000
2. Préstamos	10	400	4.000
3. Otros	90	160	14.000
	-----		-----
	90	160	14.000
	-----		-----
TOTAL	200		73.400

#### Egresos

<u>Concepto</u>	<u>Miles de US\$</u>	<u>Tipo de Cambio</u>	<u>Miles Gs.</u>
1. Pago Deuda Externa	200	160	64.000
2. Intereses Deuda Externa	100	320	32.000
3. Importaciones del Estado	100	240	24.000
4. Otros	100	160	16.000
	-----		-----
TOTAL	500		136.000

donde:

I = Ingresos o Compras

E = Egresos o Ventas

TCI= tipo de cambio promedio ponderado por las compras de divisas (dólares) realizadas por el BCP en el período considerado.

TCV= tipo de cambio promedio ponderado por las ventas de divisas (dólares) realizadas por el BCP en el período considerado.

PG = pagos realizados en moneda nacional por el BCP por la compra de divisas en el período considerado.

IG = monto de moneda nacional recibido por el Banco Central del Paraguay por la venta de divisas en el período considerado.

I\$ = monto de divisas (dólares) ingresadas por compras del BCP en el período considerado.

V\$ = monto de divisas (dólares) vendidas por el BCP en el período considerado.

SC = subsidio de cambio.

SCT= subsidio de cambio total.

SE = subsidio de cambio efectivo.

SI = subsidio de cambio implícito.

El cálculo del tipo de cambio promedio ponderado de las compras y las ventas del Banco Central resulta por lo tanto de aplicar la siguiente fórmula:

Por lo tanto:

$$TCI = PG \text{ \& } I\$ \quad \underline{\hspace{2cm}} \quad (1)$$

$$TCV = IG \text{ \& } V\$ \quad \underline{\hspace{2cm}} \quad (2)$$

$$SE = I\$ (TCI - TCV) \underline{\hspace{1cm}} \quad (3)$$

$$SI = (E-I)(TCI-TCV) \underline{\hspace{1cm}} \quad (4)$$

$$SCT = SE + SI \quad \underline{\hspace{3cm}} \quad (5)$$

#### b.2. Determinación del Subsidio de Cambio

Aplicando las fórmulas se tiene:

$$TCI = 73.400/200 = 367 \text{ guaraníes por dólar.}$$

$$TCV = 136.000/500 = 272 \text{ guaraníes por dólar.}$$

Debido a que el total de las ventas (E) en el período en cuestión ha superado al total de las compras (I), el subsidio de cambio se determina para ese caso en los dos tramos a los que hemos dado la denominación de subsidio efectivo (SE) y subsidio implícito (SI).

Subsidio Efectivo (SE), corresponde a la diferencia cambiaria en guaraníes (moneda nacional) resultante del total de las compras realizadas en el período considerado, que resulta de aplicar la fórmula 3;  $SE = I\$ (TCI - TCV)$ .

Subsidio Implícito (SI), se calcula multiplicando la diferencia de tipo de cambio por el exceso de ventas de divisas sobre las compras, lo cual responde a la ecuación 4:  $SI = (E-I) \cdot (TCI-TCV)$ .

El cálculo del subsidio total (SCT) de un período determinado resulta por lo tanto de la suma del subsidio efectivo (SE) más el subsidio implícito (SI), es decir, la ecuación 5.

Ejemplificando con los datos hipotéticos registrados, se tendrían los siguientes cálculos:

- Subsidio Efectivo (SE)

				S.E.		
<u>Miles US\$</u>		<u>T/C prom.</u>	=	<u>Miles ₡</u>	-	<u>Miles de ₡</u>
200	x	367	=	73.400		
200	x	272	=	54.400		19.000

- Subsidio Implícito (SI)

				S.I.	
	<u>Miles US\$</u>	<u>T/C promedio</u>		<u>Miles ₡</u>	
Ingreso de Divisas	200	367			
Egreso de Divisas	500	272			
	-----	-----			
	300	x	95	=	28.500

- Por lo tanto: Subsidio de Cambio Total (SCT = SE + SI)

$$\text{SCT} = 19.000 + 28.500 = 47.500 \text{ Mill.de } ₡$$

Sin desconocer, las limitaciones de la metodología ilustrada precedentemente, consideramos la más apropiada en virtud de los elementos disponibles hasta entonces, y teniendo en cuenta las deficiencias en la registración contable de estas operaciones, tal como se apreciará en el Anexo 1 preparado para el efecto.

También cabe señalar que se ha ensayado otro método de cálculo del subsidio, que responde a la siguiente fórmula

$$SCT = E(TCI - TCV) \text{ --- } (6) \text{ }^{(17)}$$

Es decir:

$$SCT = 500(367 - 272) = 47.500 \text{ Millones de Guaraníes.}$$

Conforme al esquema expuesto, se procedió a cuantificar los subsidios cambiarios en el Banco Central para el período 1983/89, el cual se ilustra en el cuadro siguiente:

---

<sup>17</sup> Metodología similar a ésta es la utilizada por el Banco Mundial, al respecto, ver Informe del Banco Mundial sobre Paraguay, Enero de 1988.



CUADRO N° 4

SUBSIDIOS CAMBIARIOS DEL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

(En millones de guaraníes)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
A. SECTOR PUBLICO	12.811	17.002	27.052	39.463	72.703	53.100	3.807
GOBIERNO							
CENTRAL.	4.789	6.096	10.444	19.014	32.380	24.317	1.110
ENTIDADES DES- CENTRALIZADAS.	8.022	10.906	16.608	20.449	40.322	28.783	2.697
B. SECTOR PRIVADO	5.930	4.425	12.785	4.172	7.061	8.964	(1.304)
C. PETROPAR 1/	5.616	5.118	7.518	( 581)	5.489	9.163	613
D. OTROS EGRESOS	0	0	2.423	4.388	1.105	5.802	(3)
<b>T O T A L</b>	<b>24.357</b>	<b>26.545</b>	<b>49.778</b>	<b>47.441</b>	<b>86.358</b>	<b>77.028</b>	<b>3.113</b>
Δ DE LA BASE MONETARIA	20.283	22.768	23.373	57.614	85.772	67.426	96.425
<u>SUBS. CAMBIO</u> Δ BASE MONET.	120.1%	116.6%	213.0%	82.3%	100.7%	114.2%	3.2%
<u>SUBS. CAMBIO</u> P.I.B.	2.98%	2.48%	3.57%	2.59%	3.46%	2.32%	0.07%

FUENTE: BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY, DPTO. DE ESTUDIOS ECONOMICOS

1/ PETROLEOS PARAGUAYOS, empresa pública que debido a su magnitud se registra por separado.

Una vez cuantificados los subsidios de cambios, recurrimos a la cuenta de resultados del BCP y observamos que la misma no registra la pérdida cambiaria, tal como se obtiene por medio del cálculo de los subsidios, sino por el contrario, revela un superávit operativo en el período en que el instituto emisor sufrió cuantiosas pérdidas cambiarias, es decir entre 1983/88. El resultado del balance, nos parece que se debe a los ajustes puramente contables a través de las cuentas "Ajuste de Cambio" y "Revaluación de la Reserva Monetaria Internacional". Más detalle sobre el tema se observá en el Anexo 1 y la cuenta de resultado en el Cuadro N° 5.

CUADRO N° 5  
RESULTADO FINANCIERO DEL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY  
(Millones de Guaraníes)

C U E N T A S	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
1.° I N G R E S O S	6532.14	4269.23	3182.71	4146	5280.7	8493.2	12466.8	15449.4	25233.1
Intereses Cobrados	5662.9	3279.4	2290.1	3609.4	4021.3	5827.8	10343.8	13155.8	20281.5
Comisiones Cobradas	289.3	251.9	301.3	200.9	302.7	1369.2	896.3	928.5	1877.4
Comisión de Cambios	391.4	557.1	407.2	200.3	677.3	982.3	957.4	947.7	2273.3
Comisos y Multas	9.3	12.1	5.8	3.1	50.5	33.4	49.1	50.7	78.5
Comunicaciones cobradas	4	4.2	5.8	2.1	17.5	14.5	16.1	21.6	23.3
Aportes Varios	124.4	131.1	126.8	128.9	175.4	239.5	184	265.8	618.4
Cambios	0.04	0.03	0.01	0	0	0	0	0	0
Utilidades Varias	50.8	33.4	45.7	1.3	36	26.5	20.1	79.3	80.7
2.° E G R E S O S	2210.5	2956.1	2298.9	2495	3047.1	4907.4	8519.1	10441.9	18869.6
Intereses Pagados	747.3	607.8	15	2.1	62	7.9	14.6	15	1293.1
Comisiones Pagadas	176.2	291.4	199.5	4	0.7	6	798.3	1850.1	3710.4
Impresion de Bill. y Ac. de Monedas	0	0	0	300.2	0	481.2	611.9	863	1187.9
Sueldo y otras remuneraciones	848	1223.8	1400.6	1518.1	2116.2	2739.7	5077.8	5144.1	7630.2
Beneficios Sociales al Personal	149.1	204.9	222.3	234.7	296	351.9	580.7	741.6	1717.3
Gastos Generales	205	269.8	273.6	320.6	496.6	960.7	1018.5	1295.2	2768.6
Amortización	60	321	159.7	60	60	60	160	230	160
Previsiones	15	15	15	15	15	300	255	300	315
Pérdidas Varias	9.9	22.4	13.2	40.3	0.6	0	2.3	2.9	87.1
3.° S U P E R A V I T (1-2)	4321.64	1313.13	883.81	1651	2233.6	3585.8	3947.7	5007.5	6363.5

Fuente: Cuadro de Resultados del B.C.P.

Por lo tanto, a modo de conclusión, nos parece fundamental una revisión del Plan de Cuentas del BCP, de tal forma a hacer explícita las pérdidas cambiarias y los subsidios de otros tipos en que el instituto emisor pueda incurrir. Con esto se evitaría la asimetría en cuanto a la distribución de los resultados y, sobre todo, la transferencia de recursos del BCP al Tesoro Nacional, en base a utilidades inexistentes.

Tomando en consideración los resultados del Plan de Cuentas y los Subsidios Cambiarios del BCP, podemos concluir que:

- i) a los efectos de un mejor análisis de las variables monetarias, la cuenta "Revaluación de la Reserva Monetaria Internacional" debería registrar solamente las revaluaciones de los activos y pasivos externos del Banco Central del Paraguay;
- ii) los Subsidios Cambiarios se deberían cuantificar adecuadamente y registrarlos en una cuenta separada;
- iii) para realizar la recomendación planteada, en la actualidad surgen problemas de difícil solución que están relacionados con la forma de liquidar el saldo de la cuenta "Ajuste de Cambio" ya que no se puede realizar por la cuenta "Pérdidas y Ganancias" debido a que:
  - Toda erogación con cargo a esta cuenta debe estar prevista en el Presupuesto del Banco Central que es aprobado por el Congreso Nacional y,
  - Los subsidios cambiarios concedidos por el Banco Central han superado varias veces al capital del BCP.

En consecuencia, para casos como éstos y también para una utilización ágil y eficiente de los mecanismos de control monetario, nos parece necesaria la separación del Presupuesto del Banco Central en dos partes:

- Un presupuesto administrativo que tenga la aprobación del Congreso Nacional, y
- Un presupuesto para fines de política monetaria, que por ley permita utilizar libremente los recursos y cuantificar adecuadamente los resultados.

#### IV.2. LOS SUBSIDIOS CREDITICIOS DEL BCP

La tasa de interés para los créditos financiados con recursos del Banco Central se mantuvo fija durante todo el período de análisis, por lo que a los efectos de determinar con mayor precisión las transferencias implícitas al sector público y privado hemos creído importante calcular la Tasa de Interés Efectiva Promedio de Equilibrio (Tep); dicho cálculo y su metodología se detallan en el Anexo 2. La Tasa Efectiva Promedio de Equilibrio (Tep) se ha determinado en base a la metodología empleada por Galbis (1977)<sup>18</sup>, que ya fuera encarado en forma muy preliminar en otro trabajo que hemos realizado en 1983.

En dicho cálculo se consideran la tasa de inflación y las expectativas inflacionarias (un spread que trata de cuantificar la preferencia del público por la liquidez), así como la estructura promedio ponderada del encaje legal vigente en el período. Con estas informaciones se llegó a una proxis de la tasa de interés que regiría en un régimen de competencia, para así medir, aunque sea en forma aproximada,

---

<sup>18</sup> GALBIS, Vicente, Neeligencia de la Política de Tipos de Interés en la Pos-guerra, Revista Española de Economía.

los subsidios que vía crédito, reciben los distintos sectores de la economía con recursos provenientes del Banco Central.

Como beneficiarios de estos subsidios crediticios se han clasificado al gobierno (sector público); los bancos y los particulares.

a) Subsidio Crediticio del BCP al Sector Público

Para la determinación de esta información, hemos multiplicado el monto de los préstamos netos del BCP al sector público por la diferencia entre la Tasa Efectiva Promedio (Tep) y la tasa cobrada por el BCP. Los montos y sus ajustes respectivos se registran a continuación:

CUADRO N° 6  
SUBSIDIO CREDITICIO DEL BCP AL SECTOR PUBLICO  
(Millones de Guaraníes)

Años	Préstamos al Sector Público(1)	Depósitos de Sector Público en el BCP(2)	Préstamos Netos al S. Público	Tasa Efectiva Promedio(Tep)(3)	Tasa Cobrada por el BCP al Sector Público	Subsidio Crediticio del BCP al Sector Público	% del P.I.B.	% de la Base Monetaria
1982	12.661	10.325	2.336	30.80%	8.00%	533	0.07%	0.70%
1983	22.969	8.428	14.541	25.90%	8.00%	2.603	0.32%	3.05%
1984	40.329	12.494	27.835	29.40%	8.00%	5.957	0.55%	5.67%
1985	52.742	15.897	36.845	39.80%	8.00%	11.717	0.84%	8.85%
1986	66.854	20.671	46.183	51.80%	8.00%	20.228 *	1.10%	12.62%
1987	94.730	31.517	63.213	52.90%	8.00%	28.383 *	1.14%	11.30%
1988	136.294	57.649	78.645	51.60%	9.00%	33.503 *	1.01%	10.36%
1989	148.388	142.913	5.475	47.40%	9.00%(4)	2.102 *	0.04%	0.50%

(1) No incluye capitalización de intereses

(2) Incluye Fondo Ganadero

(3) Ponderada en base al Encaje Legal

(4) En 1989 no se otorgaron nuevos préstamos al Sector Público.

\* A ser corregido en el cuadro N° 7 por los préstamos e intereses vencidos e impagos, por disponer de informaciones sólo a partir de ese año.

Para el período 1986/89, hemos calculado los préstamos al sector público incluyendo los intereses vencidos e impagos, que a su vez muestra otro componente del déficit cuasifiscal.

CUADRO Nº 7  
PRESTAMOS AL SECTOR PUBLICO  
(Millones de Guaraníes)

	1986	1987	1988	1989
1. Datos del Balance	66.854	94.730	136.294	148.388
2. Datos corregidos 1/	78.291	110.371	141.180	186.648
- Préstamos vigentes	67.160	92.457	99.858	62.436
- Préstamos vencidos	6.810	10.365	25.213	73.477
- Intereses acumulados	4.321	7.549	16.109	50.735
3. Diferencia	11.437	15.641	4.886	38.260
4. Subsidio Crediticio	20.228	28.383	33.503	2.102
5. Total Subsidio del BCP al Sector Público (3+4) 2/	31.665	44.024	38.389	40.362
6. % del PIB	1.8%	1.8%	1.2%	0.9%
7. % Base Monetaria	15.8%	15.4%	10.9%	9 %

1/ Fuente: División de Estudios Monetarios y Financieros.

2/ Subsidio crediticio efectivo del BCP al Sector Público.

El cuadro precedente nos muestra las correcciones contables y metodológicas que requiere el balance del Banco Central, a los efectos de disponer de indicadores consistentes de su cartera de préstamos, de modo que muestren sus distintos componentes y la medida en que la evolución de éstos condiciona a la política monetaria. Llama la atención que el Banco Central, como autoridad monetaria sea la institución con un alto porcentaje de cartera morosa que, sin lugar a dudas, es una de las causas de la inflación.

b) La Monetización del Déficit del Sector Público

Con los datos del subsidio de cambio y los aumentos de los créditos netos del BCP destinado al sector público se puede cuantificar una proxis de la monetización del déficit de caja originado en las transacciones del Sector Público con el BCP (Cuadro N° 8 y N° 9).

Considerando las restricciones de recursos externos en el período, la monetización permite observar la tendencia real del déficit operacional del sector público y con ello, comprender el impacto de los resultados financieros de la cuenta del sector público sobre la inflación, la cuenta corriente de la balanza de pagos, la evolución del tipo de cambio en el mercado libre y de otros precios claves en la economía.

Las cifras y los coeficientes de la monetización del déficit del sector público, son en cierta medida el reflejo de la falta de eficiencia de la política fiscal y las acciones desacertadas de las empresas públicas, además de la falta de coordinación entre la política fiscal y monetaria, crediticia y cambiaria, sobre todo en el período 1982/88, sin soslayar con ello algunos resabios de inconsistencias que aún persisten hasta la fecha.



CUADRO N° 8  
MONETIZACION DEL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO  
(Millones de Guaraníes)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 *
I. SUBSIDIOS DE CAMBIOS	0	0	18427	22120	36993	43269	79297	68064	4420	0
a) Gobierno Central	0	0	4789	6096	10444	19014	32380	24317	1110	0
b) Empresas Públicas y Ent. Descentr. 1/	0	0	13638	16024	26549	24255	46917	43747	3310	0
II. INCR. DEL CREDITO NETO AL SECTOR PUBLICO	12568	4311	20544	5980	12749	41446	32080	30809	45468	76664
III. TOTAL DE MONETIZACION DEL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO	12568	4311	38971	28100	49742	84715	111377	98873	49888	76664
% DEL PIB	1.77%	0.58%	4.76%	2.63%	3.57%	4.62%	4.47%	2.98%	1.08%	1.22%
% DE LA BASE MONETARIA	17.67%	5.67%	45.70%	25.81%	37.59%	52.85%	44.35%	39.37%	15.43%	17.75%

\* Hasta marzo/90; PIB 1990 provisional.

1/ Incluye PETROPAR y otros egresos.

2/ Hasta junio/90, conforme se detalla en el Anexo 7.

CUADRO N° 9  
TOTAL DE SUBSIDIOS DEL BCP AL SECTOR PUBLICO  
(Millones de Guaraníes)

Años	Subsidio Cambiario 1/	Subsidio Crediticio	Total de Subsidio	% del PIB	% de la Base Monetaria
1982	0	533	533	0.07%	0.70 %
1983	18.427	2.603	21.030	2.57%	21.6 %
1984	22.120	5.957	28.077	2.62%	23.4 %
1985	36.993	11.717	48.710	3.49%	33.9 %
1986	43.269	31.665 2/	74.934	4.1 %	37.3 %
1987	79.297	44.024 2/	123.303	5.0 %	43.0 %
1988	68.064	38.389 2/	106.453	3.2 %	30.1 %
1989	4.420	40.362 2/	44.782	1.0 %	10.0 %

1/ Incluye PETIOPAR y otros egresos.

2/ Cifras corregidas en base al subsidio crediticio calculado en el Cuadro N° 7.

Una vez determinada la monetización del déficit del sector público y el total de subsidios destinados a ese sector, es posible presentar un cuadro ilustrativo de dichos indicadores del desequilibrio macroeconómico, así como del impuesto inflación. Con ello se podrá apreciar el grado de correlación existente entre dichas variables y al mismo tiempo disponer de argumentos más firmes en favor de la necesidad de apropiados ajustes estructurales, coincidentes con los formulados en el informe del Banco Mundial referente a las Operaciones del Sistema Financiero (1989)\*

CUADRO N° 10  
CUADRO COMPARATIVO DE LOS INDICADORES DEL DESEQUILIBRIO  
FINANCIERO DEL SECTOR PUBLICO CON RELACION AL PIB

Año	Monetización del Déficit del Sector Público. %	Total de Subsidi- os del BCP al Sector Público %	Impuesto Inflacionario (1) %
1982	0.58	0.07	0.78
1983	4.76	2.57	1.29
1984	2.63	2.62	1.99
1985	3.57	3.49	1.57
1986	4.62	4.1	1.72
1987	4.47	5.0	2.11
1988	2.98	3.2	1.32
1989	1.08	1.0	1.69

(1) Calculado con relación a la Base Monetaria.

\* Ver Banco Mundial, Informe del Grupo de Estudio sobre Operaciones del Sistema Financiero, 1989.

Los coeficientes presentados muestran en forma coincidente los fuertes desequilibrios del Sector Público en el período 1983/1988. Estos, fueron acompañados en la misma dirección por el comportamiento de otros indicadores macroeconómicos claves como: las caídas persistentes de las reservas internacionales del BCP; el crecimiento de precios, con un promedio de 24% entre 1983/89; además de una fuerte inflación reprimida por los controles de precios, en especial de precios claves como el tipo de cambio, las tasas de interés y los precios de una serie de bienes y servicios que eran administrados hasta esa fecha. También se registraron, acumulación en los atrasos de los pagos de la deuda externa e interna del sector público, y una creciente desintermediación financiera.

En síntesis, las estimaciones observadas revelan que las medidas convencionales de cuantificación del déficit fiscal no han captado la verdadera dimensión de esta variable y en consecuencia no son válidas para demostrar los impactos efectivos de la política fiscal en el Paraguay, que hasta 1988 ha sido disfrazada con los subsidios cambiarios y crediticios, entre otros. Estos a su vez, se tradujeron en impuestos inflacionarios y otra serie de factores de distorsiones de la capacidad asignativa del gobierno, provocando serios desequilibrios macroeconómicos

#### IV.3. SUBSIDIO CREDITICIO DEL BCP A LOS BANCOS Y AL SECTOR PRIVADO

A partir de 1972, el BCP ha establecido el Régimen de Cartera Mínima para los bancos comerciales, con exclusión del Banco Nacional de Fomento (BNF) y más tarde del Banco Nacional de Trabajadores (BNT). El objetivo de este régimen consiste en la redistribución de la cartera de préstamos de los bancos comerciales, de tal forma que el 50% sea destinada a los sectores agrícola, de exportación, industrial y ganadero. Hasta fines de 1985, estos préstamos eran apoyados

con redescuentos del BCP (entendiendo por redescuentos a los préstamos concesionales otorgados por el BCP y no a la función de prestamista de última instancia que normalmente debe desempeñar).

No obstante, a partir de noviembre de 1985, los préstamos concesionales del BCP a los bancos se han otorgado para productos específicos que són básicos en la exportación. Estos se otorgan para los cultivos, acopio y comercialización de la soja, el algodón y el trigo, y la comercialización de la caña de azúcar. En este punto, a modo de digresión, queremos señalar que el crédito dirigido, más aun en una economía con mercado financiero sumamente fragmentado como es el paraguay, no siempre tienen el destino final deseado, tanto en volumen como en precio, debido a que el dinero es una mercancía extremadamente fungible.

A los efectos de dar mayor consistencia al cálculo del subsidio crediticio con recursos del BCP, se procedió dividiendo en dos partes: el subsidio a los bancos y el subsidio a los particulares. Para el cálculo del subsidio a los bancos se ha considerado el préstamo del Banco Central a este sector, que luego es multiplicado por el diferencial entre la tasa de interés máxima que los bancos pueden aplicar en estas operaciones y la tasa de redescuento aplicada por el BCP a los bancos. Luego, y a los efectos de dar más detalle al análisis, se calculó por separado el subsidio crediticio al Banco Nacional de Fomento, por ser este Banco estatal que más sucursales posee en el interior y que recibe mayor apoyo financiero del gobierno, con el propósito de impulsar las actividades productivas, y en especial el sector agrícola.

Los porcentajes muestran que los subsidios al sector bancario vía préstamos preferenciales no son significativos, incluso podríamos decir que no tienen un impacto

cuasifiscal negativo, sobre todo si se consideran los préstamos netos tal como se muestra en el Anexo 4<sup>19</sup>.

Este mecanismo de crédito subsidiado genera distorsiones asignativas y un proceso de concentración de rentas. Al respecto, J.C. Protasi<sup>20</sup> señala que en el caso del B.N.F. los grandes usuarios de créditos, sin llegar a representar el 5% de los prestatarios concentraban el 70% del total de la cartera de préstamos (entendemos que en los otros bancos esta situación debe ser similar). Es decir, que la política de redescuento (préstamos preferenciales) y de cartera mínima, en el fondo constituye un instrumento de privilegio para unos pocos usuarios que pueden acceder más fácilmente al crédito preferencial.

CUADRO N° 11  
SUBSIDIO CREDITICIO DEL BCP AL BNF Y A LOS BANCOS  
(Millones de Guaraníes)

Año	Préstamos a Bancos (total)1/	Préstamos a Otros Bancos2/	Tasa de interés máxima (Timax)	Tasa de Redes - cuenta (Tr)	Tasa de Redes - cuenta BNF	Subsidio del BCP a Otros Bancos	Subsidio del BCP	Total Subsidio	%	
									Base Monetaria	% del PIB
1982	14.080	8.619	13.25%	8.00%	6.00%	452	396	848	1.10%	0.12%
1983	20.447	11.496	13.25%	8.00%	6.00%	604	649	1.252	1.29%	0.15%
1984	31.900	21.700	13.25%	8.00%	6.00%	1.139	740	1.879	1.56%	0.18%
1985	35.541	24.025	13.25%	8.00%	6.00%	1.261	835	2.096	1.46%	0.15%
1986	52.154	36.310	13.25%	8.00%	6.00%	1.906	1.149	3.055	1.52%	0.17%
1987	42.415	17.789	13.25%	8.00%	6.00%	934	1.785	2.719	0.95%	0.11%
1988	76.064	55.093	17.63%	9.00%	7.00%	4.752	2.228	6.980	1.97%	0.21%
1989	120.016	85.651	25.00%	13.66%	11.00%	9.713	4.811	14.524	3.22%	0.32%

1/ Préstamos brutos.

2/ No incluye Banco Nacional de Fomento.

<sup>19</sup> Debido a que, el Encaje Legal constituye el mayor porcentaje de los depósitos de los bancos en el BCP y a su vez es uno de los pocos instrumentos de control de la expansión monetaria de que dispone el BCP, creímos más conveniente estimar los subsidios crediticios a los bancos en base a los préstamos brutos. Por otro lado, como se observa en el Anexo 4 no existen mayores diferencias entre ambas formas de cálculo y revela con mayor claridad la represión financiera ya comentada.

<sup>20</sup> Protasi, J.C., Aspectos Macroeconómicos del Sistema Paraguayo, Informe para el BID, 1988.

Los argumentos expuestos, así como las cifras y los coeficientes observados, revelan la importancia de cuantificar los subsidios crediticios que reciben los particulares con recursos del Banco Central, debido a que, esta estimación posibilita disponer de un indicador, aunque sea aproximado, de la transferencia financiera de un sector a otro y a su vez revela el caso típico de "represión financiera", tal como lo señalan Mc Kinnon y otros.

El BCP destinó la expansión de la base monetaria hasta 1988 para ampliar el crédito al sector privado y al sector público y otorgar subsidios de cambios. A partir de 1989, excluyendo los subsidios de cambios, el incremento de la base monetaria se destinó, además de los fines ya citados, a acumular reservas internacionales.

Por otro lado, con los desarrollos presentados hasta este punto, se puede percibir que los indicadores presentados muestran la existencia de una política monetaria pasiva, cuyos instrumentos fueron utilizados básicamente, al menos hasta principios de 1989 para el financiamiento del déficit público y del crédito al sector privado. Al respecto, un informe para el BID<sup>21</sup> señala que los instrumentos monetarios empleados por el BCP hasta el momento han sido:

- compra y venta de reservas internacionales.
- encajes legales elevados.
- concesión de préstamos y redescuentos.
- topes a las tasas de interés.
- congelamiento de los depósitos del sector público en el BCP.

---

<sup>21</sup> Protasi, J.C., Aspectos Macrofinancieros del Sistema Paraguayo, Informe para el BID, noviembre de 1989.

Es decir, la gama instrumental disponible es pesada y directa y su utilización se debe básicamente a la falta de mecanismos más ágiles y basados en el mercado, que a su vez, guarda cierta concordancia con las rigideces estructurales de los instrumentos de política económica existentes hasta la fecha.

#### IV.4. SUBSIDIO CREDITICIO AL SECTOR PRIVADO

A consecuencia del proceso de "represión financiera" y el crecimiento del mercado informal del crédito, las instituciones financieras del mercado organizado no disponen de recursos suficientes a ser canalizados hacia las actividades productivas

Los particulares son renuentes a invertir en activos financieros con tasas de interés reales negativas, por ello la mayor parte de los depósitos en los bancos son a la vista y de ahorro a plazos inferiores a 30 días. Esto ha estimulado en los últimos tiempos todo tipo de deformaciones del sistema financiero institucional. Y en consecuencia ha debilitado el centro neurológico del proceso de ahorro e inversión que debe responder a la eficiencia y a la productividad.

Para el financiamiento de ciertos programas y actividades considerados claves por el gobierno, debido a la escasez de recursos en el sistema financiero organizado, no resta otra alternativa que financiarlos con fondos provenientes del BCP, por lo que a su vez esta circunstancia condiciona la necesidad de un elevado monto de inmovilizaciones (encajes legales) para financiarlos.

Para determinar el subsidio crediticio al sector privado hemos considerado el monto del saldo promedio mensual del año de los préstamos otorgados por el BCP a los bancos y el diferencial de la tasa efectiva promedio (Top) con relación a la tasa de préstamo preferencial autorizado por el BCP.

CUADRO N° 12  
SUBSIDIO CREDITICIO DEL BCP AL SECTOR PRIVADO  
(Millones de Guaraníes)

Años	Préstamos a Bancos Total(1)	Tasa efectiva Promedio(Tep) (2)	Tasa de Préstamo Preferencial	Subsidio del BCP al Sector Privado.	% del PIB	% de la Base Monetaria
1982	14.080	30.80%	13.25%	2.471	0.34%	3.25%
1983	20.447	25.90%	13.25%	2.587	0.32%	3.03%
1984	31.900	29.40%	13.25%	5.152	0.48%	4.73%
1985	35.541	30.80%	13.25%	9.436	0.68%	7.13%
1986	52.154	51.80%	13.25%	20.105	1.10%	12.54%
1987	42.415	52.90%	13.25%	16.818	0.67%	6.70%
1988	76.064	51.60%	17.63%	25.843	0.78%	7.99%
1989	120.016	47.40%	25.00%	26.884	0.58%	6.60%

(1) No incluye Fondo Ganadero ni ex-Banco del Paraguay  
(2) Fue ponderada en base al Encaje Legal.

Como el Banco Central del Paraguay ha absorbido parte de la cartera del Ex-Banco del Paraguay cuyo destino fuera al sector privado, también creimos importante estimar el subsidio otorgado por el BCP al sector privado via Ex-Banco del Paraguay, cuya cuantía se detalla en el Anexo 5.

CUADRO N° 13  
TOTAL DE SUBSIDIO CREDITICIO OTORGADO POR EL BCP  
(Millones de Guaraníes)

Años	Al Sector Público	A los Bancos	Al Sector Privado	Al Sector Privado vía Ex-Bco. del Paraguay	Sub-Total Subsidio Crediticio al Sector Privado	Total Subsidio Crediticio	% del PIB
1982	533	848	2471	304	3623	4155	0.56%
1983	2603	1252	2587	215	4054	6657	0.81%
1984	5957	1879	5152	284	7314	13271	1.24%
1985	11717	2096	9436	487	12019	23736	1.70%
1986	31665	3055	20105	730	23891	55556	3.03%
1987	44024	2719	16818	757	20293	64317	2.58%
1988	38389	6980	25843	735	33557	71946	2.17%
1989	40362	14524	26884	659	42067	82429	1.79%



IV.5. DEFICIT CUASIFISCAL DEL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY  
(1982/89)

A los efectos de determinar el total del déficit cuasifiscal del Banco Central, hemos incluido dentro del mismo el total de las pérdidas cambiarias explícitas más el subsidio crediticio del Banco Central al sector público y a los bancos.

En cambio, el subsidio crediticio al sector privado fondeado con recursos del Banco Central del Paraguay, entendemos que constituye una transferencia de un sector a otro, debido a que los préstamos otorgados son inferiores a los depósitos que el sistema bancario mantiene en el Banco Central. Por lo tanto, en lugar de déficit cuasifiscal, constituye un mecanismo de distorsión en el proceso asignativo originado en la represión financiera vigente en el país en el período de estudio.

En los cuadros siguientes se observan los indicadores referidos.

CUADRO N° 14  
DEFICIT CUASIFISCAL DEL BCP EN PROPORCION DEL PIB  
(Millones de Guaraníes)

	Subsidios de Cambios		Subsidio Crediticio		Total de Subsidios Al Sector Público	Total de Subsidios Al Sector Privado	Total de Déficit Cuasifiscal del BCP	% del PIB
	Al Sector Público	Al Sector Privado	Al Sector Público	A los Bancos				
1982	0	0	533	848	533	848	1381	0.19%
1983	18427	5930	2603	1252	21030	7182	28212	3.45%
1984	22120	4425	5957	1879	28077	6304	34381	3.21%
1985	36993	12785	11717	2096	48710	14881	63591	4.56%
1986	43269	4172	31665	3055	74934	7227	82161	4.48%
1987	79297	7061	44024	2719	123321	9780	133101	5.34%
1988	68064	8964	38389	6980	106453	15944	122397	3.69%
1989	4420	-1304	40362	14524	44782	13220	58002	1.26%

CUADRO N° 15  
TRANSFERENCIAS AL SECTOR PRIVADO  
CON RECURSOS FONDEADOS EN EL BCP  
(Millones de Guaraníes)

Años	Subsidio Crediticio al Sector Privado	% del PIB	Total Déficit Cuasifiscal del BCP en % del PIB	Total de Déficit Cuasifiscal y Transferencias en % del PIB
1982	2775	0.38%	0.19%	0.56%
1983	2802	0.34%	3.45%	3.79%
1984	5435	0.51%	3.21%	3.72%
1985	9923	0.71%	4.56%	5.27%
1986	20836	1.14%	4.48%	5.62%
1987	17574	0.70%	5.34%	6.04%
1988	26577	0.80%	3.69%	4.49%
1989	27543	0.60%	1.26%	1.86%

Los resultados presentados hasta el momento nos permiten concluir que, en el período de estudio, el país tuvo que soportar un nivel muy elevado de déficit cuasifiscal, sobre todo entre los años 1983/88, con picos más elevados entre 1985/87. El caso paraguayo puede ser presentado como un ejemplo ilustrativo de las distintas variantes que muestra el proceso de represión financiera, excepto en lo concerniente al mercado cambiario a partir del 27 de febrero de 1989.

Las principales características del sistema financiero paraguayo que ha sido partícipe de la deformación estructural y de políticas inadecuadas, uno de cuyos indicadores está representado por el déficit cuasifiscal, puede ser sintetizado en lo siguiente:

- La mayoría de los recursos movilizados a través del mercado organizado del dinero son de corto plazo e insuficientes.
- Muchas de las deformaciones estructurales están atadas a las políticas de desarrollo que siguieron los gobiernos a partir de los años cincuenta.
- El sistema financiero formal u organizado está muy controlado y poco desarrollado, debido fundamentalmente a que:
  - i) el marco regulatorio actual inhibe el desarrollo de un sistema financiero fuerte y eficiente.
  - ii) la existencia de una gama de reglamentos que impide una saludable competencia, privilegios especiales a la banca estatal, tasa de interés controlada favoreciendo a determinados sectores, créditos dirigidos, etc.
  - iii) las políticas impositivas existentes impiden el desarrollo de un genuino mercado de capitales.
- Deficiencias en el área de la supervisión de los intermediarios financieros.
- La existencia de contradicciones, indecisiones y falencias en las políticas macroeconómicas.

En consecuencia, sería oportuno introducir las medidas correctivas apropiadas en el área de las políticas fiscal, crediticia y de tasa de interés, si se pretenden lograr objetivos de recuperación económica a mediano plazo.

Esas medidas deberían incluir una reforma tributaria compatible con las reformas monetaria y financiera, de tal forma que el sistema tributario sea más elástico, menos gravoso y más equitativo, y que los subsidios y las transferencias sean transparentes y realizadas con recursos genuinos. Al mismo tiempo, se debería encarar reformas en el área arancelaria y de la política comercial.

El incremento del crédito interno real sobre una base sostenida, sin repercusiones adversas sobre los precios y las reservas internacionales, sólo podrá realizarse en un contexto de transparencia y sana competencia de los distintos agentes económicos, que a su vez implica la necesidad de un marco legislativo apropiado.

## V. FUENTES LATENTES DE DEFICIT CUASIFISCAL

### V.1. OPERACIONES DE CAMBIO A FUTURO

En cuanto a las operaciones de cambio a futuro, es importante resaltar que su existencia de ninguna manera garantiza la estabilidad del tipo de cambio del dólar, lo que sí puede es reducir la volatilidad del tipo de cambio al contado.

La existencia de un mercado de futuro posiblemente sea útil a nivel microeconómico para reducir riesgos de cambios de exportadores, importadores, deudores en divisas e inversionistas extranjeros, que pueden con este mecanismo cerrar sus respectivas posiciones cambiarias. Sin embargo, nada garantiza que la existencia de un mercado de futuros tenga a nivel macroeconómico efectos estabilizadores en el mercado de cambios al contado y en la economía en general.

La ecuación de la paridad de la tasa de interés establece que la relación entre el tipo de cambio futuro (f) y el tipo de cambio al contado (c) debe igualarse a la relación entre la tasa de interés interna (i) y la tasa de interés externa (r). Estas relaciones quedan expresadas en la siguiente fórmula:

$$f/c = (1 + i) / (1 + r)$$

Si la igualdad no se cumple en el corto plazo y si el primer término (f/c) es inferior al segundo y si la tasa de interés interna (i) es mayor que la externa (r), necesariamente en el mediano plazo se producirá un incremento en el tipo de cambio futuro, agrandándose la brecha con el tipo de cambio al contado (esto tiene efectos inflacionarios y desestabilizadores) y con ello vuelve la igualdad en la ecuación de paridad.

Sin embargo, contrariamente a la mayoría de las actividades cuasifiscales del Banco Central, las garantías cambiarias no tiene efectos inmediatos sobre la cuenta de resultados, por lo que la contingencia que ella origina se registra en la cuenta de orden. En este sentido, es importante señalar que el BCP por Resolución N° 2. Acta N° 162 del 10 de noviembre de 1989 dispuso comprar dólares de los bancos del país y de las empresas exportadoras (a través de los bancos del país) al tipo de cambio libre del día (comprador), reembolsar los dólares a los bancos al mismo tipo de cambio dentro de un plazo máximo de 240 días y realizar las liquidaciones definitivas con los exportadores al tipo de cambio del día dentro del plazo de 300 días.

El BCP ha realizado operaciones de este tipo por un monto aproximado de US\$ 33.0 millones, a un tipo de cambio promedio de aproximadamente ₡ 1.200 por US\$ y como hasta el presente dichas operaciones no han vencido, no se ha procedido a su cuantificación. No obstante, es importante aclarar que esta operación es una fuente potencial de déficit cuasifiscal del BCP, sobre todo si la tendencia del tipo de cambio se altera en las fechas de cancelación, lo cual es relativamente difícil de prever considerando la tendencia de los primeros siete meses del año.

En conclusión, la existencia de un mercado de cambios futuro no evita que los desequilibrios provocados por el aumento de oferta monetaria multipliquen la inestabilidad cambiaria a través del fenómeno denominado "over shooting" del tipo de cambio ( $\uparrow M$  ---  $\uparrow P$  ---  $\uparrow T/C$ ). Esto, debido a que los incrementos en la oferta monetaria generan necesariamente aunque sea en el mediano plazo, incrementos proporcionales en los precios y en el tipo de cambio. Es decir que, en el futuro este tipo de operaciones debe merecer reserva y prudencia por parte de la autoridad monetaria.

V.2. PAGOS DE LA DEUDA EXTERNA

El Banco Central, en su calidad de agente financiero del gobierno participa no sólo en el registro estadístico de la deuda externa, sino también en los procesos de negociación, reestructuración y compra de títulos de deuda externa de países acreedores. Esta circunstancia convierte al Banco Central en acreedor de una serie de entidades y deudor ante el exterior. Por lo tanto, como en otros países estas operaciones han dado resultados deficitarios para la autoridad monetaria es importante considerar que este tema debe ser estudiado con prudencia y realismo con el Ministerio de Hacienda y con las entidades deudoras locales, a los efectos de evitar que estas operaciones en el corto plazo se conviertan en un gran foco de déficit cuasifiscal. Los montos de los títulos de deudas adquiridos por el BCP y sus respectivos intereses se observan en el cuadro siguiente:

CUADRO N° 16  
DEUDA ADQUIRIDA POR EL BCP  
(En US\$ y ¢)  
RESUMEN

		Tipo de Cambio
I) <u>DEUDA BANCO DO BRASIL (CACEX)*</u>		
a) Monto de las compras	US\$ 88.191.977,97	
b) Intereses al 30-VI-90	US\$ 3.480.180,11	
	US\$ 91.672.158,08	x 1.205 = ¢ 110.465
II) <u>COMPRAS INC Y MSPBS **</u>		
a) Monto de las compras	US\$ 3.922.489,40	
b) Intereses al 30-VI-90	US\$ 55.772,07	
	US\$ 3.978.261,47	x 1.205 = ¢ 4.794
		<b>TOTAL</b> <u>¢ 115.259</u> =====

\* Renegociación firmada entre nuestro gobierno y el del Brasil el día 17 de abril de 1989 y aprobada por Ley N° 62/89 del 19 de enero de 1990.

\*\* INC (Industria Nacional del Cemento), MSPBS (Ministerio de Salud Pública y Bienestar Social).

El Banco Central, en el marco del acuerdo de reestructuración de la deuda con el Banco do Brasil (CACEX), adquirió con sus reservas títulos de la deuda comercial brasileña por un valor de US\$ 88.191.977,27. Aplicando a las remesas, el rendimiento promedio obtenido por sus colocaciones de reservas internacionales, resulta US\$ 3.480.180,11. Ambos items totalizan US\$ 91.672.158,08.

De la misma manera procedió a la compra de la deuda con la banca comercial, aprovechando la baja cotización de las obligaciones de algunos deudores con graves problemas financieros. La suma afectada en la operación asciende a US\$ 3.978.261,47 con inclusión de los intereses.

El total de compras sin la cobertura del gobierno hasta la fecha asciende a US\$ 95.650.419.55, que expresado en guaraníes al tipo de cambio del 30 de junio de 1990 (₡ 1.205 por dólar), representa ₡ 115.259 millones, equivalente al 24% de la Base Monetaria al 30 de junio de 1990.



## VI. CONCLUSIONES

1. La existencia del déficit cuasifiscal revela en gran parte la falta de coherencia y acompañamiento de las medidas de política económica y sus efectos se traducen en subsidios cambiarios y crediticios subyacentes en la política cambiaria, de préstamos subsidiados para ciertos sectores y de préstamos para el Gobierno. Estos fenómenos son acompañados de elevados volúmenes de inmovilizaciones en el Banco Central en concepto de encaje legal y otros depósitos. Por lo que, esta situación crea serios efectos distorsionantes en la asignación de recursos.
2. Los ciclos de estancamiento y fuertes inestabilidades en los distintos mercados y sectores de la economía paraguaya durante el período 1982/88, hallan su base de problemas en un serio desequilibrio fiscal ocultado por los subsidios de cambio basados en un sistema de cambio múltiple. Esto iba acompañado por una política monetaria acomodaticia y rigideces estructurales amplias.
3. En la medida en que se amplió la diferencia entre la tasa oficial de cambio y la del mercado libre fluctuante, las pérdidas cambiarias del Banco Central del Paraguay se acrecentaron al otorgar divisas a tipos subsidiados en diversos conceptos. A su vez, la política crediticia fue claramente expansionista como resultado del efecto combinado del subsidio de cambio, del elevado déficit público y del rápido aumento, en algunos años, del crédito al sector privado.
4. A partir de febrero de 1989 se tomaron una serie de medidas de política económica tendientes a liberalizar y desregular la economía en un clima de sana competencia. No obstante, restan por ajustar una serie de

reformas estructurales tales como la del sector financiero, la tributaria (fiscal), comercial y otras.

5. Las principales fuentes del déficit cuasifiscal del Banco Central del Paraguay en el período estudiado fueron: los subsidios de cambios al sector público y privado; los subsidios crediticios al sector público; los subsidios crediticios a los bancos y al sector privado vía sistema bancario. Además, cabe advertir que el manejo actual de la deuda externa y de las operaciones de cambio a futuro, son fuentes potenciales de déficit cuasifiscal.
  
6. A los efectos de determinar el monto del subsidio de cambio se ha explicado detalladamente los regímenes cambiarios vigentes en el período 1982/88, para luego presentar la metodología de cálculo, explicando sus alcances y relacionándola con el Plan de Cuentas del BCP. Además se presenta un anexo ilustrativo de discusión y análisis en base al plan de cuentas. Al respecto debe apuntarse que la actual estructura contable merece una serie de ajustes, a los efectos de que los registros contables se constituyan en una base confiable para el análisis monetario.

Los resultados de la cuantificación de los subsidios cambiarios, han revelado que los mismos han representado montos de 2,4% a 3,6% del PIB y casi siempre fueron mayores a los incrementos de la base monetaria. Es decir, sus impactos fueron absorbidos con reducciones de las reservas internacionales del BCP y con inflación.

Las circunstancias en que se dieron los subsidios de cambios, responden básicamente a la inadecuación de la política económica y a la confusión reinante en aquel entonces entre estabilidad monetaria y el mantenimiento artificial de tipos de cambios sobrevaluados.

7. El cálculo del subsidio crediticio del BCP al Sector Público fue acompañado por la monetización del déficit del Sector Público. También estos indicadores revelan que el déficit encubierto del Sector Público representa una cuantía importante, sobre todo en el período 1983/88, la que ha sido ocasionada por políticas públicas que no acompañaron la dinámica de esos tiempos y que fuera una forma de disfrazar la falta de capacidad de ingreso del gobierno. De todo el análisis se deduce la necesidad de una reforma tributaria, en la mayor brevedad, acompañada de un análisis más cuidadoso de las inversiones públicas y del estudio de la dimensión apropiada del sector público.
8. En términos relativos, los subsidios crediticios a los bancos no representaron más del 0.32% del PIB y 3,22% de la base monetaria. Ello obedece básicamente al diferencial de la tasa de interés para los préstamos subsidiados. No obstante, es importante señalar que en 1981 los redescuentos representaron el 23,8% de los depósitos de ahorro y a plazo en los bancos comerciales y el BNF, y para 1988 este coeficiente se elevó a 56% (ver anexo 6). En este punto también se concluye, que la política monetaria del BCP sigue siendo más bien pasiva y que los instrumentos utilizados son básicamente de control directo.

9. Se calcularon los subsidios crediticios al sector privado, cuya relación con el PIB mostró un coeficiente promedio de 0.61%, y se señaló que este subsidio representaba básicamente una transferencia de las personas que mantienen depósitos en los bancos a los beneficiarios de los préstamos subsidiados. Luego se determinó el total de subsidios crediticios, como resultado de la suma de dichos subsidios al sector público y privado, mostrando que la transferencia en 1986 alcanzó el pico de 3% del PIB, siendo los años de mayor impacto los comprendidos entre 1984 y 1989.
  
10. Para la determinación del total del déficit cuasifiscal del BCP se consolidaron los subsidios cambiarios y crediticios al sector público y privado, resultando coeficientes con relación al PIB de hasta 5,3%. Estos indicadores revelan los fuertes desequilibrios macroeconómicos con implicancias monetarias por lo que se ha estudiado el impuesto inflacionario y se lo ha cuantificado en el anexo 3. Al respecto, es oportuno recordar que la base imponible del impuesto inflacionario es la base monetaria, pero que en el proceso de expansión de la misma, también corresponde un porcentaje importante de dicho impuesto a las instituciones financieras. Esto se originó en gran parte en los subsidios al sector público y privado otorgado por el Banco Central del Paraguay.
  
11. En base a las informaciones disponibles se ha realizado una evaluación de la política monetaria y sus principales características, señalando algunos puntos básicos para la reflexión. En efecto, la política monetaria, fue predominantemente pasiva durante largo tiempo y lo es aún en la actualidad. Estuvo atada desde el pasado al resultado fiscal del Gobierno, a la política de redescuentos y a los movimientos de las cuentas

externas. La ausencia de una autoridad monetaria con poder suficiente y autónomo, derivó en una sucesión de marchas y contramarchas en la expansión de la base monetaria. El Banco Central del Paraguay no dispone de instrumentos de corto y mediano plazo para regular la oferta monetaria, razón por la cual ha empleado instrumentos pesados como son los encajes elevados tendientes a reducir el multiplicador para contrarrestar los aumentos de la base monetaria y la restricción de los depósitos del sector público en el sistema bancario, el otorgamiento de préstamos y redescuentos a los bancos, topes a las tasas de interés, entre otros.

12. Los hechos demostrados a través de los indicadores objetos de este estudio, explican con precisión el papel central que la política fiscal tiene en la capacidad de la autoridad monetaria para proseguir sus objetivos tal como señala Richard D. Erb<sup>22</sup>, "En un gran número de países, un incremento del déficit fiscal ha ejercido gran presión sobre las autoridades monetarias para financiar ese déficit, con los consiguientes efectos sobre la moneda, los mercados cambiarios y la inflación. Además, las decisiones por parte de las autoridades fiscales sobre gastos y sobre la estructura tributaria también afectan el nivel de ahorro del sector privado y, a su turno, el ambiente económico general en el cual se toman las decisiones de política monetaria".

---

<sup>22</sup>Erb, Richard D. El Papel de los Bancos Centrales, Finanzas y Desarrollo, Dic. 1989.

13. A lo expuesto por Richard D. Erb, creemos oportuno agregar que en todo programa estabilizador existen circunstancias que pueden convertirse en la clave de su éxito o de su fracaso, como las siguientes:
- Será necesario demostrar que se dispone del arsenal de instrumentos de política monetaria imprescindibles para disminuir el ritmo de la expansión monetaria hasta el punto deseado y que las autoridades están dispuestas a ejercer sus facultades plenas en el uso de dichos instrumentos.
  - Será necesario asegurarse de la armonía de las demás políticas económicas, principalmente la fiscal y la de tipo cambiario, y
  - La política estabilizadora tendrá que combatir las críticas "negativas" derivadas de posibles consecuencias adversas a corto plazo, así como "las presiones concretas" de grupos de intereses en relación con el ajuste; en este aspecto la factibilidad del plan dependerá muy estrechamente de la negociación apropiada de los salarios y demás rentas como por ejemplo el tipo de interés.
14. Otra importante conclusión del presente estudio es, que el propio balance del Banco Central debe estar protegido de acciones del Gobierno que puedan debilitarlo. Para ello, es importante que las operaciones del BCP sean abiertas y transparentes, para evitar los compromisos financieros que no estén debidamente registrados en el balance .

15. Por lo demás, el BCP debería estar protegido de asumir pasivos que deberían ser responsabilidad de las autoridades fiscales. A este respecto, si bien la independencia respecto del Gobierno no es una condición suficiente para garantizar un Banco Central fuerte y efectivo, la autonomía puede aportar una contribución significativa.

## VII. RECOMENDACIONES

1. El crecimiento económico sostenido y a largo plazo requiere el establecimiento en el país de un marco macroeconómico que tienda a la estabilidad y la eliminación de las distorsiones asignativas de factores. En el substracto de estos objetivos mediatos se halla la necesidad de concebir, diseñar e implementar medidas y acciones dentro de las dos vertientes principales de la política económica: la política fiscal y la política monetaria-financiera. La instrumentación de esas políticas debe darse en un esquema de coherencia que facilite y promueva las transformaciones estructurales de la economía.
  
2. La reforma tributaria se debe iniciar sin demora. El redimensionamiento del sector público, la racionalización y/o la privatización de las empresas del estado, deben acompañar a la implementación de un sistema tributario más flexible, eficiente, menos gravoso y más justo. Estos elementos podrán garantizar una mayor eficacia del sector público ante sus requerimientos y funciones, y al mismo tiempo reducir las potencialidades de nuevos subsidios implícitos derivados de sus operaciones con el Banco Central. Sólo en un marco que garantice la reducción de los déficit público y el financiamiento de sus gastos con recursos tributarios, es posible una reforma financiera y monetaria. Si así no fuere, las medidas en este campo pueden empeorar la inestabilidad macroeconómica.



3. La reforma monetaria y financiera debe implementarse gradual y prudentemente con el objetivo de alcanzar un sistema financiero eficiente que facilite la captación y colocación de excedentes para el financiamiento de los sectores productivos en los que el país posee las mejores ventajas comparativas.
4. La implementación de la política monetaria debe ser adaptada para reforzar los objetivos de reducir la inflación significativamente y mejorar el balance de pagos. Al mismo tiempo, las reformas en este campo deben promover la intermediación financiera en moneda nacional, para lo cual es necesario desregular y liberalizar las transacciones financieras.
5. Es fundamental reforzar el control monetario y la desregulación mediante la eliminación de límites existentes sobre las tasas de interés, con el fin de equilibrar la oferta y la demanda de crédito y dinero, reducir las presiones inflacionarias y apoyar el manejo del tipo de cambio. A estos instrumentos deben acompañar la reducción de la importancia de los redescuentos y de los encajes legales elevados, como mecanismos de política monetaria.
6. Se deberían emitir Letras de Regulación Monetaria y operar la Mesa de Dinero que permitan al BCP controlar la liquidez por medio de la intervención del tipo de Mercado Abierto. En este punto es fundamental realizar las modificaciones legislativas y los acuerdos interinstitucionales que permitan una mayor autonomía del BCP en el manejo de sus operaciones para el control monetario.

7. Vinculado a lo anterior, se precisa una evaluación apropiada de los créditos otorgados por el BCP al sector público de tal forma a disponer una cuantificación precisa que incluya los intereses vencidos e impagos, una nueva recalendarización de los vencimientos y la aplicación de tasas de mercado por parte del BCP a esos préstamos.
8. El monto de los redescuentos debería fijarse de acuerdo al Programa Monetario y estar a disposición de todos los bancos. La tasa de redescuento debería ser tal que aliente a los bancos a buscar nuevos depósitos antes que depender de los redescuentos. El carácter del BCP de prestamista de última instancia debe implementarse por períodos cortos y su acceso debe estar vinculado al capital y las reservas de cada banco.
9. Las operaciones del Banco Central del Paraguay deben ser captadas con la mayor fidelidad y precisión numérica y conceptual posible, de modo a que con toda transparencia se verifiquen los subsidios y otras transferencias que a través de los distintos instrumentos son realizados al sector público o privado. El sistema de cuentas del BCP debe ser modificado para hacer posible una nueva metodología de asiento de los Ajustes de Cambios y la Revaluación de las Reservas Internacionales.
10. Más allá de las recomendaciones sobre políticas, instrumentos y métodos de registración, debemos aclarar que el fondo de las distorsiones que hemos verificado, deja claro una cuestión de orden político institucional, esto es la necesaria autonomía del Banco Central para el cumplimiento de sus objetivos. A este respecto, el Banco Central del Paraguay debe adquirir la suficiente capacidad legal y efectiva para estar protegido

de las acciones del gobierno que puedan debilitarlo. El BCP debe constituirse en un ente con capacidad para llevar a cabo sus funciones propias mediante la calidad profesional, el criterio independiente y la probidad de su personal técnico y administrativo. Debe ser capaz de sentar posiciones claras y precisas sobre los peligros que para la economía representan los excesos populistas de los gobiernos y las ambiciones desmedidas y los intereses ocultos de la comunidad de los negocios privados.

Agosto de 1990.

BIBLIOGRAFIA

- 1) BLEJER, Mario I., La Medición del Déficit Presupuestario y las Implicancias Monetarias de las Políticas Fiscales, FMI, Washington DC., 1987.
- 2) DE MAGALHAES, A.F.R., Os Bancos Centrais, e sua Funcao Reguladora da Moeda e do Credito, A Casa Do Livro, Rio de Janeiro, 1971.
- 3) ERB, Richard D. El Papel de los Bancos Centrales, Revista Finanzas y Desarrollo, 1989.
- 4) FERNANDEZ-POL, Jorge E., Economía para no Economistas, Edición Tesis, Buenos Aires, 1989.
- 5) GALBIS, Vicente, Negligencia de la Política de Tipos de Interés en la Pos-guerra, Revista Española de Economía, 1987.
- 6) LIZANO, Eduardo, La Jarana Siempre Sala a la Cara, Las Pérdidas del Banco Central.
- 7) ONANDI, D. y VIANA, L., El Déficit Parafiscal: Un Análisis de la Experiencia Uruguay - Uruguay, 1987.
- 8) ONANDI, D. y VIANA, L., El Déficit Parafiscal: Un Análisis de la Experiencia Uruguay, Revista de Economía, Banco Central del Uruguay, Montevideo-Uruguay, 1987.
- 9) OTAZU, G., Ovidio, El Encaje Legal y la Tasa de Interés como Instrumento de la Política Monetaria: El Caso Paraguayo, 1962/1980, Brasilia DF, 1983.
- 10) PIEKARZ, Julio A., El Déficit Cuasifiscal del Banco Central, Montevideo, 1987.

- 11) FRUTASI, J.C., Aspectos Macrofinancieros del Sistema Paraguayo, Informe para el BID, 1989.
- 12) REYES, Heróles y GONZALEZ, Garza, Operaciones Cuasifiscales en un Contexto de Estabilización: Un Apunte sobre la Experiencia de México en 1986-1987, 1987.
- 13) RICHARDS, Donald G., Macroeconomic Dependency in the Southern Cone; The Case of Paraguay, Indiana State University, Department of Economics, 1989.
- 14) ROBINSON, D. y STELLA, P., Amalgamando Banco Central y Déficit Fiscales, Banco Mundial, Washington D.C., 1987.
- 15) RODRIGUEZ A., Ana, Interrelaciones entre la Política Monetaria y la Política Fiscal: La Experiencia de Costa Rica, Banco Central de Costa Rica, 1982.
- 16) SALAS, Antonio M., Informal Financial Markets in Paraguay, A report to BID, 1989.
- 17) STANFORD, Jon D., Moeda, Bancos e Atividade Económica, Atlas, Sao Paulo, 1979.
- 18) SUAREZ L., José Luis, Un Análisis de los Efectos de los Déficit Cuasifiscales de los Bancos Centrales en la Programación Financiera, 1987.
- 19) TAIT, Alan A., Consejos del FMI en Política Fiscal, Revista Finanzas y Desarrollo, 1990.
- 20) TELJEIRO, Mario O., Pérdidas del Banco Central, Banco Mundial, 1989.

ANEXO 1

ORIGEN Y REGISTRO DE LAS CUENTAS "AJUSTE DE CAMBIOS" Y  
"REVALUACION DE LA RESERVA MONETARIA INTERNACIONAL".

I. PLAN DE CUENTAS: según copias proporcionadas por el Departamento de Contabilidad y Administración, se registra en:

a) AJUSTE DE CAMBIOS: la diferencia entre el tipo de cambio real que resulta de las operaciones de compra venta de divisas realizadas por el Banco Central y el tipo de Contabilidad en que fue registrada la operación.

Ejemplo:

Se debitará (Activo)

- a) en la compra, cuando el tipo de compra es mayor al tipo de contabilidad.
- b) en la venta, cuando el tipo de venta es menor al tipo de contabilidad.

Se Acreditará (Pasivo)

- a) en la compra, cuando el tipo de compra es menor al tipo de contabilidad.
- b) en la venta, cuando el tipo de venta es mayor al tipo de contabilidad.

El saldo de esta cuenta, según su signo, que no representa necesariamente pérdida o utilidad, se registrará en el Activo o Pasivo del Balance Diario.

En el momento de producirse un ajuste de los tipos de cambio de contabilidad, el saldo de la cuenta "Ajuste de Cambio" es liquidado. Este saldo es el que se transfiere a la cuenta "REVALUACION DE LA RESERVA MONETARIA INTERNACIONAL".

Al registrar estas cuentas en el Balance Diario, se anota el saldo neto ya sea en el Activo o en el Pasivo. En el caso del Banco Central del Paraguay, generalmente los montos netos se consignaron en el Activo.

b) REVALUACION DE LA RESERVA MONETARIA INTERNACIONAL (Art. 86 Decreto Ley N° 18/52 - Carta Orgánica del BCP).

"Cuenta Activa y Pasiva: Registrará las utilidades o pérdidas provenientes de la revaluación de los activos o pasivos netos en oro o monedas extranjeras del Banco Central, las deudas o créditos del Paraguay al Fondo Monetario Internacional, al Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, al Banco Interamericano de Desarrollo y a la Asociación Internacional de Fomento, como resultado de modificaciones del valor del guaraní o de los tipos de cambios de la unidad monetaria con respecto a las monedas extranjeras.

Se debitará por las pérdidas registradas en los ajustes contables.

Se acreditará por las utilidades registradas en los mismos casos y por la reducción verificada en las obligaciones del Banco Central por emisión de billetes y monedas debido a pérdidas, destrucción o desmonetización de acuerdo a lo previsto en el Art. 75 inc. b) de la Carta Orgánica del Banco Central.

Su saldo, atendiendo a su signo, representará las pérdidas o utilidades provenientes de la revaluación de los activos y pasivos netos en oro o monedas extranjeras del Banco Central, no debiendo computarse como pérdidas o utilidades del Banco Central".

II. ASIENTOS DIARIOS DEL DEPARTAMENTO DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACION.

A los efectos del análisis nos ajustamos al tipo de operaciones que realiza el Banco Central del Paraguay a la forma de registro contable y a las metodologías de cálculo para lo cual se establecen tres casos hipotéticos:

- Caso I: cuando las compras son iguales a las ventas de divisas.
- Caso II: cuando las compras son mayores a las ventas de divisas.
- Caso III: cuando las compras son menores a las ventas de divisas (contracción monetaria por pérdida de reservas).

A) CASO I: Compras iguales a las ventas de divisas

- 1) Compra de US\$ 3.000 al tipo de cambio de ₡ 550 por dólar. Tipo de transacción (compra), mayor que el T/C de Contabilidad.

DEBE	(En ₡ )	HABER	
Corresp. en el Exterior (Aumento de Rva.)	960.000	Bancos del País (Emisión Monetaria)	1.650.000
Ajuste de cambios */	690.000		
	<hr/>		<hr/>
	1.650.000		1.650.000

\*/ Pérdida Cambiaria por T/C de Contabilidad. Se compra a ₡ 550 y se registra al tipo de ₡ 320.



- 2) Venta de US\$ 1.000 al tipo de Cambio de ¢ 240 por dólar. Tipo de Transacción (venta) menor que el T/C de Contabilidad.

DEBE	(EN ¢ )	HABER
Depósitos Oficiales (Contracc.Monet.)	240.000	Corresponsales en el Exterior 320.000
Ajuste de Cambios */	80.000	(Reducc.de Rvas)
	<hr/>	<hr/>
	320.000	320.000

\*/ Este es un subsidio, pero sólo un subsidio contable, pues el subsidio real sería de ¢ 310.000 dentro de las hipótesis del ejemplo. (Se compró a 550 y se vendió a 240).

- 3) Venta de US\$ 2.000 al tipo de cambio ¢ 320 por dólar. Tipo de cambio de transacción igual al T/C Contabilidad.

DEBE	(EN ¢ )	HABER
Depósitos Oficiales (Contracc.Monetaria)	640.000	Corresponsales en el Exterior 640.000
		(Reducc.de Rvas)
	<hr/>	<hr/>
	640.000	640.000

Observación: En este caso no se observa un subsidio contable, (Ajuste de Cambio) pero sí hay un subsidio real de ¢ 230 por dólar, equivalente a ¢ 460.000.

4) CONSOLIDACION DE LOS PASOS 1,2, y 3 EN UN BALANCE HIPOTETICO DEL BANCO CENTRAL

ACTIVO		PASIVO	
Δ de Rvas. Internacionales	960.000	Emisión Monetaria.	1.650.000
▽ de Rvas. Internacionales	- 320.000	-Contracción Monetaria	- 240.000
	- 640.000		- 640.000
Δ Neto de Rvas. =	0	Emisión Monetaria Neta =	770.000
Ajuste de Cambios	690.000		
	80.000		
Total Ajuste de Cambios:	770.000		
ACTIVO	770.000	PASIVO	770.000

El incremento del activo del Banco Central es aparente, ya que no hubo ninguna variación en las reservas en términos de dólares. El incremento simplemente está revelando una monetización de la economía, sin contrapartida.

Observación: El incremento del Activo se debe exclusivamente al Ajuste de Cambio, ya que las reservas están en su mismo nivel anterior.

5) CALCULO DEL SUBSIDIO DE CAMBIO SEGUN METODOLOGIA EMPLEADA EN LA DIVISION DE ESTUDIOS MONETARIOS Y FINANCIEROS.

	Dólares	Tipo de Cambio Promedio	¢
- Compras	3.000	550	1.650.000
- Ventas	3.000	293.3	.880.000
Subsidio de Cambio Total */			= 770.000

\*/ En este caso, el subsidio de cambio es igual al efecto Monetario Neto. Asimismo, dado que las compras netas son iguales a las ventas netas, también igual al Ajuste de Cambio calculado por el Dpto. de Contabilidad y Administración en el Balance Diario.

B) CASO II : Compras mayores que las ventas de divisas.

6) Se substituye el paso 3 y se supone que las ventas son de US\$ 1.000 al tipo de cambio de ¢ 320 por dólar. Tipo de cambio de transacción igual al T/C de Contabilidad.

DEBE		HABER	
Depósitos Ofic. (Contracc. Monetaria)	320.000	Corresponsales (Reducc. de Rvas.)	320.000
	<hr/>		<hr/>
	320.000		320.000

7) CONSOLIDANDO LOS PASOS 1, 2 y 6 SE TIENE UN SEGUNDO BALANCE HIPOTETICO DEL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY.

ACTIVO		PASIVO	
Δ de Rvas. Internacionales	960.000	Emisión Monetaria.	1.650.000
▽ de Rvas. Internacionales	- 320.000	- Contracción Monetaria	- 240.000
	- 320.000		- 320.000
Δ Neto de Rvas. =	320.000	Emisión Monetaria Neta =	1.090.000
Ajuste de Cambios	690.000		
	80.000		
Total Ajuste de Cambios:	770.000		
ACTIVO	1.090.000	PASIVO	1.090.000

Al igual que en el Caso I, el incremento del Activo del Banco Central se reparte, por un lado, en aumento de reservas de ₡ 320.000 y por otro, el efecto del Ajuste de Cambios de ₡ 770.000. Es decir, el incremento real corresponde al incremento de las reservas de ₡ 320.000; la diferencia es sólo monetización sin contrapartida.

8) CALCULO DEL SUBSIDIO DE CAMBIO SEGUN METODOLOGIA  
EMPLEADA EN LA DIVISION DE ESTUDIOS MONETARIOS Y  
FINANCIEROS

	Dólares	Tipo de Cambio Promedio	¢
- Compras	2.000	550	1.100.000
- Ventas	2.000	280	560.000
			<hr/>
Subsidio Total */		=	540.000
			<hr/>
Más: Sobrecompras de divisas	1.000	x 550	= 550.000
			<hr/>
Efecto Monetario Neto		=	1.090.000
			<hr/> <hr/>

\*/ En este caso, el Subsidio de Cambio es menor que el total de Ajuste de Cambio de ¢ 770.000. A su vez, el efecto Monetario Neto de ¢ 1.090.000 es mayor que el Ajuste de Cambio.

CASO III; Compras menores que las ventas de divisas: Caso Típico del Banco Central.

9) Se agrega al Caso I una venta de US\$ 1.000 al tipo de cambio de ₡ 400 por dólar. Tipo de cambio de transacción mayor que el T/C de Contabilidad.

DEBE	(EN ₡)	HABER
Depósitos Oficiales (Contracc.Monetaria)	400.000	Corresponsales en el Exterior 320.000 (Reducc.de Rvas)
		Ajuste de Cam- bios 80.000
	<u>400.000</u>	<u>400.000</u>

10) CONSOLIDANDO LOS PASOS 1, 2, 3 Y 9 SE TIENE UN TERCER BALANCE HIPOTETICO DEL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

ACTIVO		PASIVO	
Δ de Rvas.Internac.	960.000	Emisión Monetaria	1.650.000
∇ de Rvas.Internac.	- 320.000	-Contracción Monetaria	- 240.000
	- 640.000		- 640.000
	<u>- 320.000</u>		<u>- 400.000</u>
Saldo Neto de Rvas. Internacionales	- 320.000	Emisión Monetaria Neta =	370.000
Ajuste de Cambios	690.000		
Paso (2)	80.000		
Paso (9)	<u>- 80.000</u>		
Total Ajuste de Cambios:	690.000		
	<u>370.000</u>		<u>370.000</u>

En este caso, el Balance refleja un incremento aparente del Activo, sin embargo se produjo una reducción de las Reservas en US\$ 1.000, equivalente a ₡ 320.000 (al T/C. de Contabilidad). El referido aumento está originado por efecto del Ajuste de Cambio.

11) CALCULO DE SUBSIDIO DE CAMBIO SEGUN METODOLOGIA EMPLEADA  
EN LA DIVISION DE ESTUDIOS MONETARIOS Y FINANCIEROS.

	Dólares	Tipo de Cambio Promedio	¢
- Compras	3.000	550	1.650.000
- Ventas	3.000	320	- 960.000
			-----
Subsidio Efectivo		=	690.000
			-----
Más			
Sobreventas de			
Divisas	1.000	550 */	230.000
			-----
- <u>SUBSIDIO TOTAL</u>			920.000
- <u>Efecto Monetario Neto</u>			
Subsidio Efectivo			690.000
Menos: Sobreventas x PV (1.000x320)		= -	320.000
			-----
			370.000
			=====

\*/ Diferencia entre el tipo de compra y el tipo de venta.

Comentario: El cálculo precedente demuestra que el subsidio de Cambio alcanzó ¢ 920.000, en tanto que utilizando los mismos métodos empleados en la contabilidad del Banco Central, los ajustes de cambios alcanzaron tan sólo ¢ 690.000. Por otra parte la sobreventa de reservas muestra una contracción monetaria, por lo que el Efecto Monetario Neto es tan sólo de ¢ 370.000.

III. COMENTARIOS CON RELACION A LOS CALCULOS DE AJUSTE DE CAMBIOS Y SUBSIDIOS DE CAMBIOS.

- Conforme se observa en el caso I, el "Ajuste de Cambios puede ser igual al Subsidio de Cambios" única y solamente cuando el total de las ventas de divisas es exactamente igual al total de las compras, en el período considerado. En caso contrario, ambos cálculos dan resultados diferentes (ver caso II y III).
  
- La Cuenta "Ajuste de Cambios" recoge la diferencia entre el tipo de cambio de contabilidad ₡ por dólar y los otros tipos de cambios, tanto para la venta como para la compra; sin embargo, los cálculos del subsidio cambiario elaborados en el Dpto. de Estudios Económicos (DEE) reflejan la diferencia entre el valor promedio de las compras y el valor promedio de las ventas. El referido cálculo, al que se le agrega las sobrecompras o sobreventas de divisas, constituye un crédito sin contrapartida del Banco Central al Sector Público o al Sector Privado. Es decir, el subsidio de cambio elaborado por el DEE es diferente al cálculo de Ajuste de Cambio determinado por el Departamento de Contabilidad y Administración, ya que éste se limita a considerar como determinante del ajuste exclusivamente, la diferencia entre el Tipo de Cambio de las compras del Banco Central y el Tipo de Cambio de Contabilidad, que no siempre fue igual al tipo de cambio de compras y ventas de divisas.
  
- Este último (la diferencia entre el tipo de cambio de las compras y el contabilidad), es más bien un "subsidio teórico", porque sólo consiste en la diferencia entre el tipo contable y el tipo de compra, pues no puede considerarse como subsidio la diferencia entre los tipos de transacción del Banco y los tipos a los que se registran contablemente esas operaciones. El subsidio recién se dá, según la interpretación del DEE, cuando una divisa comprada, por ejemplo, a ₡ 550 por dólar, se vende a un tipo de cambio menor. Al parecer, esta situación no siempre registra el Dpto. de Contabilidad y Administración y este hecho



debe corregirse mediante un nuevo plan de cuentas y un sistema computarizado de registros.

- En consecuencia, los asientos contables realizados por el Departamento de Contabilidad y Administración no reflejan lo que en realidad sucede con los ingresos y egresos de divisas, es decir, no están contabilizados a los tipos reales de compras y ventas, sino al tipo de Contabilidad, que por ej. al 1º de diciembre de 1986 fue de ₡ 320 por dólar. Por ese motivo se elaboró en el Departamento de Estudios Económicos (DEE) un esquema del subsidio de cambio, con tipos de cambios reales para cada operación en cuanto al ingreso y egreso de divisas, con datos "reales" suministrados mensualmente por el DOPI (Departamento de Operaciones Internacionales).
  
- Finalmente, intentar reproducir las cifras del Subsidio de cambios del Balance del Banco Central del Paraguay será imposible, salvo que se prepare un esquema especial para la contabilización (División de Contabilidad - Sección Balance) que podría entrar a funcionar una vez que esté computarizado y debidamente codificado el esquema de registros del Balance del Banco Central.

IV. ULTIMOS AJUSTES OPERADOS EN LAS CUENTAS "AJUSTES DE CAMBIOS" Y "REVALUACION DE LA RESERVA MONETARIA INTERNACIONAL" DEL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY (RES.5), ACTA 108 - 7/VIII-87).

Por Resolución 5, Acta 108 del 7-VIII-87, el Directorio del Banco Central fijó nuevos tipos de cambios de contabilidad para las operaciones de oro y Derechos Especiales de Giro, autorizando a los Departamentos involucrados a realizar los ajustes de las cuentas con el FMI y las tenencias de oro en el Balance del Banco Central. Los ajustes respectivos, se realizaron el 12-VIII-87.

Como se observa en los cuadros explicativos, las cuentas del Activo fueron ajustadas en ¢ 21.685.7 millones y las del Pasivo en ¢ 7.092.8 millones, resultando un saldo neto de ¢ 14.592.9 millones. Este saldo neto resultante de ajuste de las cuentas activas y pasivas es deducido del monto acumulado del "Ajuste de Cambios" al 11-VIII-87 que fue de ¢ 85.292.6 millones, quedando un saldo neto de la cuenta Ajuste de Cambios de ¢ 70.699.7 millones que al 12-VIII-87 se transfiere a la cuenta "Revaluación de la Reserva Monetaria Internacional", que sumado al saldo acumulado de ¢ 3.974.0 millones al 11-VIII-87 resulta un saldo de ¢ 74.673.7 millones al 12-VIII-87. El monto de Ajuste de Cambios del día 12-VIII-87 fue tan solo de ¢ 283.3 millones (Ver cuadros 1, 2 y 3)

Parte del saldo de la Cuenta Ajuste de Cambios es absorbida por el saldo neto de las variaciones de las cuentas que el Banco Central mantiene con el FMI, BIRF, y otras que implican movimiento de divisas. Cada vez que se producen variaciones del tipo de Cambio de Contabilidad de esas cuentas, la diferencia resultante entre los saldo netos de las mismas y el monto acumulado del Ajuste de Cambios, se transfiere a Revaluación de la Reserva Monetaria Internacional, para luego ir acumulando de nuevo los Ajustes de Cambios.

En síntesis, las variaciones en guaraníes (aumentos) de las cuentas que forman parte del Activo Externo Neto del Banco Central no siempre significa aumento en términos de divisas de las reservas y, la cuenta Revaluación de la Reserva Monetaria Internacional, no es otra cosa sino un rubro que refleja los saldos netos de las diferencias cambiarias en las operaciones del Banco Central.

CUADRO 1  
ASIENTO DE CUENTAS EN EL BALANCE DEL BCP  
(En Guaraníes)

	11-VIII-87	12-VIII-87	Diferencia
<u>ACTIVO</u>			
1. FMI, tenencia DEG	8.096.573.363.06	17.769.530.566.06	9.672.957.203.00
2. FMI	5.588.918.667.85	12.416.364.308.05	6.827.445.640.20
- Cuenta Aporte Oro	2.019.436.614.96	4.486.388.548.23	2.466.951.933.27
- Cuenta Aporte N°1	3.569.482.052.89	7.929.975.759.82	4.360.493.706.93
3. FMI, Cta. Aporte 2	3.569.482.052.88	7.929.975.759.82	4.360.493.706.94
- Total Act. c/el FMI	17.154.974.083.79	38.115.870.633.93	20.860.896.550.14
4. Oro Físico	675.208.213.40	1.500.045.296.71	824.837.083.30
TOTAL DE REV. DE LAS CUENTAS ACTIVAS	17.930.182.297.19	39.615.915.930.64	21.685.733.633.45
 <u>PASIVO</u>			
1. FMI, Cta. N°1	3.896.651.598.13	5.868.377.244.82	2.971.725.646.69
2. FMI, Cta. N°1	3.896.651.598.13	5.868.377.244.82	1.971.725.646.69
3. FMI, Cta. N°2	893.706.61	1.985.462.21	1.091.755.60
4. FMI, Asig. DEG	2.577.138.317.09	5.725.380.904.43	3.148.242.587.34
	10.371.335.219.96	17.464.120.856.28	7.092.785.636.32
Revaluación de la R.M.I.	3.974.080.441.59	74.673.744.542.84	70.699.664.101.25
Ajuste de Cambios	85.292.612.098.38	283.321.203.05	-85.009.290.895.33

CUADRO 2  
AJUSTE DE CUENTAS ENTRE LOS DIAS 11 Y 12  
DE AGOSTO/87 EN EL BALANCE DEL BCP

1. Total Variación	
Ctas.del Pasivo .....	21.685.733.633.45
2. Total Variación	
Ctas.del Activo .....	- <u>7.092.785.636.32</u>
3. Variación Neta 1/.....	14.592.947.997.13
4. Total de Ajuste de Cambios antes de las variacio- nes de las ctas. ....	<u>85.292.612.098.38</u>
5. Saldo Neto del "Ajuste de Cam- bios" que se -- transfiere a la cuenta Revalua- ción de la Rva. Monetaria Int. (4-3) .....	70.699.664.101.25

---

1/ Monto Neto del Ajuste de Cambios que absorbieron las cuentas del FMI y las tenencias de oro del B.C.P. Res. N°5, Acta N°108, 7-VIII-87).

CUADRO 3  
CUENTAS AJUSTADAS DEL BCP ENTRE LOS  
DIAS 11 Y 12 AGOSTO DE 1987  
(En Millones de Guaraníes)

	<u>11-VIII-87</u>	<u>12-VIII-87</u>	<u>Diferencia</u>
- ACTIVO	17.930.2	39.615.9	21.685.7
- PASIVO	<u>10.371.3</u>	<u>17.464.1</u>	<u>7.092.8</u>
- SALDO NETO	7.558.9	22.151.8	14.592.9
"Ajuste de Cambio" al 11-VIII-87:			85.292.6
Menos: Parte del "Ajuste de Cambio" absorbido por los ajustes de las Cuentas Activas y Pasivas			- <u>14.592.9</u>
Saldo Neto de la Cuenta Ajuste de Cam- bio que se transfiere a la Cuenta Re - valuación de la Rva.Monetaria Interna- cional, el día 12-VIII-87:			<u>70.699.7</u>

ANEXO 2

DETERMINACION DE LA TASA EFECTIVA PROMEDIO DE  
INTERES O TASAS DE INTERES DE EQUILIBRIO

El cálculo de la "tasa efectiva de interés" se ha basado en el trabajo de Galbis (1977)<sup>1</sup> profundizando algunos aspectos que en forma muy preliminar se ha encarado en un trabajo anterior (Otazú, 1983)<sup>2</sup>, para el efecto se consideró: i) la tasa de inflación, en base a una media móvil de los tres años anteriores, debido a que la expectativa inflacionaria afecta el comportamiento del público en cuanto a su tenencia de activos financieros; ii) a los efectos de determinar con mayor precisión el impacto de los coeficientes de encaje legal, se calculó una media ponderada de los encajes en base a la estructura real de los depósitos bancarios; también se introdujo un spread sobre la tasa de inflación, en base a algunos estudios recientes sobre el tema<sup>3</sup>;

De esa manera, y en base a los elementos señalados, se llegó a una estimación del "spread de equilibrio", que cuando la inflación es inferior al 20% ese spread sería del 4%, de tal forma que cubra las expectativas de los ahorristas y que cuando la inflación es superior al 20% el spread sería de aproximadamente 5%.

En base a los datos obtenidos y a las hipótesis señaladas se pasó a determinar una "proxis" de la tasa de interés "máxima" de mercado, que podría llamarse la tasa competitiva o la tasa de equilibrio para los distintos años del período 1980/90. Esta tasa ha oscilado entre 26% para 1983 y 53% para los años 1987 (Cuadro N°1). Estas tasas están

---

<sup>1</sup>Galbis, Vicente, Neqligencia de la Política de Tipos de Interés en la Pos-guerra, Revista Española de Economía, 1987.

<sup>2</sup>Otazú, Ovidio, El Encaje Legal y la Tasa de Interés como Instrumento de la Política Monetaria: El Caso Paraguayo, 1962/80, ESAF, Brasilia 1983.

<sup>3</sup>Salas, Antonio M., Informal Financial Markets in Paraguay, A report to BID (1989).

dentro de los límites que se aplican en el mercado informal, tal como lo demuestra un reciente estudio de Antonio Salas (1989) y otro anterior de Gerald Nehman (1978)<sup>4</sup>

La metodología presentada se basa en el trabajo de Galbis, un investigador del tema, por lo que, sus argumentos sobre el mismo siempre van respaldados por modelos econométricos de la demanda real de activos monetarios y otros activos financieros en varios países, los cuales al parecer han confirmado la validez de la metodología planteada.

A lo expuesto se agrega, que la tasa de interés puede reducirse sustancialmente en función a variables claves tales como: la inflación, las expectativas inflacionarias y el coeficiente de encaje legal, entre otros.

CUADRO N° 1  
TASA DE INTERES EFECTIVA PROMEDIO O TASA DE EQUILIBRIO

Años	1 Tasa de Inflación Promedio tres años	2 Spread (* )	3 1- Tasa de Encaje Legal Promedio	Tasa Efectiva Promedio (1+2)/3
1980	20.4%	5	58.08	43.8
1981	21.6%	5	58.62	45.3
1982	14.4%	4	59.68	30.8
1983	11.4%	4	59.56	25.9
1984	13.5%	4	59.49	29.4
1985	19.7%	4	59.50	39.8
1986	25.7%	5	59.37	51.8
1987	26.2%	5	59.02	52.9
1988	25.5%	5	59.10	51.6
1989	23.6%	5	60.35	47.4

(\*) Cuando la inflación sobrepasa el 20% el Spread se calcula en 5%. Cuando es menor a 20%, es 4%

FUENTE: Determinación del encaje legal promedio-Dpto. de Estudios Monetarios y Financieros (Cuadro N° 3).

Variación anual del Índice de Precios del Consumo-Dpto. de Cuentas Nacionales y Merc. Interno (Cuadro N° 2)

<sup>4</sup> Ibidem.

CUADRO N° 2

CUADRO DE CALCULO DE VARIACION PROMEDIO DEL INDICE DE  
PRECIOS DEL CONSUMO (IPC) - EN PORCENTAJES

Años	Indice de Precios del Consumo	Variación Anual del IPC	Variación Promedio tres años
1977	57.6		
1978	63.7	10.6%	
1979	81.7	28.3%	
1980	100.0	22.4%	20.4%
1981	114.0	14.0%	21.6%
1982	121.7	6.8%	14.4%
1983	138.1	13.5%	11.4%
1984	166.1	20.3%	13.5%
1985	208.0	25.2%	19.7%
1986	274.0	31.7%	25.7%
1987	333.7	21.8%	26.2%
1988	410.6	23.0%	25.5%
1989	517.2	26.0%	23.6

FUENTE: Dpto.de Cuentas Nacionales y Mercadeo Interno (Cuadro N° 4)



CUADRO N° 3

DETERMINACION DEL ENCAJE PROMEDIO PONDERADO

	Dic 80	Dic 81	Dic 82	Dic 83	Dic 84	Dic 85	Dic 86	Dic 87	Dic 88	Dic 89
TOTAL DEPOSITOS	69,421	87,872	93,581	118,110	132,867	161,269	201,836	286,942	347,537	448,334
Depositos Cta. Cte.	28,565	29,276	25,704	34,919	44,757	56,247	67,443	113,732	164,578	208,954
Depositos de Ahorro	40,402	54,048	54,765	67,812	71,589	84,903	111,277	148,884	151,228	190,949
Depositos a Plazo	454	4,548	13,112	15,379	16,521	20,119	23,116	24,326	31,731	24,919
Certif. Depositos de Ahorro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	23,512
ESTRUCTURA DEPOSITOS	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Depositos Cta. Cte.	41%	33%	27%	30%	34%	35%	33%	40%	47%	47%
Depositos de Ahorro	58%	62%	59%	57%	54%	53%	55%	52%	44%	43%
Depositos a Plazo	1%	5%	14%	13%	12%	12%	11%	8%	9%	6%
Certif. Depositos de Ahorro	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%
TASAS DE ENCAJE										
Depositos Cta. Cte.	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%
Depositos de Ahorro	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%
Depositos a Plazo	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Certif. Depositos de Ahorro	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%
ENCAJE PROMEDIO PONDERADO	41.92%	41.38%	40.32%	40.44%	40.51%	40.50%	40.63%	40.98%	40.90%	39.65%
TASAS DE INTERES										
Depositos de Ahorro	---	---	---	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	14.0%	14.0%
Depositos a Plazo	---	13.5%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	16.5%	16.5%
Certif. Depositos de Ahorro										22.0%

\* Cifras topes FUENTE: Balance BCP.

CUADRO 4

INDICE DE PRECIOS DEL CONSUMO - GRAN ASUNCION  
AÑO BASE : 1980=100

AÑO	ALIMENTOS	VIVIENDA	VESTIDO	GASTOS VARIOS	INDICE GENERAL
1980	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1981	110.4	120.2	111.6	113.3	114.0
1982	114.3	130.3	118.3	124.1	121.7
1983	133.9	135.0	142.9	145.5	138.1
1984	172.6	144.5	181.0	174.6	166.1
1985	220.1	169.7	240.4	220.3	208.0
1986	316.0	193.1	319.5	284.7	274.0
1987	391.2	229.7	379.5	347.1	333.7
<b>1988</b>	<b>484.2</b>	<b>275.2</b>	<b>462.4</b>	<b>432.1</b>	<b>410.6</b>
ENERO	475.1	246.9	422.4	392.5	385.3
FEBRERO	505.8	252.2	429.5	405.0	402.1
MARZO	441.2	254.8	435.4	415.9	382.3
ABRIL	444.5	259.9	442.6	422.8	387.4
MAYO	446.7	266.0	450.1	427.4	391.8
JUNIO	451.7	268.8	462.0	429.1	396.0
JULIO	472.2	279.3	468.8	432.7	408.0
AGOSTO	480.2	285.0	473.8	437.3	414.2
SETIEMBRE	516.6	290.2	481.4	443.4	431.4
OCTUBRE	530.4	295.3	487.3	450.1	440.2
NOVIEMBRE	521.7	300.9	494.7	463.4	442.7
DICIEMBRE	524.6	303.6	500.9	466.1	445.8
<b>1989</b>	<b>582.9</b>	<b>368.2</b>	<b>576.0</b>	<b>561.9</b>	<b>517.2</b>
ENERO	513.1	312.7	507.6	485.9	449.9
FEBRERO	530.0	320.5	515.1	499.7	462.6
MARZO	536.5	325.4	534.8	511.9	471.3
ABRIL	529.8	330.5	541.4	516.9	472.2
MAYO	538.9	338.6	548.9	534.8	483.2
JUNIO	549.9	381.7	565.8	564.2	508.5
JULIO	580.2	389.0	577.4	586.5	528.6
AGOSTO	620.5	395.4	587.1	596.0	548.7
SETIEMBRE	659.2	401.9	614.6	604.8	569.5
OCTUBRE	643.9	403.1	629.7	608.1	566.7
NOVIEMBRE	650.4	407.7	640.0	614.5	572.7
DICIEMBRE	642.2	412.1	650.0	619.0	573.0
<b>1990</b>					
ENERO	664.1	431.0	665.9	639.4	593.1
FEBRE	698.5	443.4	680.4	663.2	616.9
MARZO	739.1	453.8	695.5	670.0	637.9
ABRIL	771.4	467.5	716.9	690.5	661.0
MAYO	798.3	478.5	730.7	701.8	678.2
JUNIO	848.4	484.7	742.0	709.1	701.3

ANEXO 3

EL IMPUESTO INFLACIONARIO

Cuando existe incompatibilidad entre los instrumentos de la política económica, por ejemplo entre la política monetaria y la fiscal, y sobre todo entre éstas y los macro-objetivos del gobierno, generalmente en la economía se gasta un mayor volumen de lo que se puede pagar ahora o después. Esto casi siempre lleva al gobierno a la necesidad de financiar sus gastos (gastos directos, o transferencias, implícitas o explícitas) recurriendo al expediente más fácil cual es la emisión monetaria, con lo cual la capacidad de gasto de la economía supera la capacidad de producción, presionando sobre los distintos mercados y generando en última instancia inflación.

Una de las causas más comunes de la inflación se encuentra en el exceso de demanda global con relación a la oferta global que es financiada con emisión monetaria, la que luego ocasiona un impuesto encubierto, pagado por todo aquel que mantiene liquidez y beneficia a todos aquellos sectores que tienen deuda, es decir, al gobierno, a los banqueros y otros. Por lo tanto, hemos creído importante cuantificar el impuesto de inflación en dos tramos; con relación a la base monetaria y a la liquidez total de la economía. Esto hacemos así a los efectos de determinar cuanto del impuesto inflacionario se apropia el gobierno y la parte que le corresponde a los bancos.

Para dicha cuantificación, hemos recurrido a una fórmula muy sencilla y directa expuesta por Fernández-Pol<sup>1</sup>, que resulta de multiplicar la base imponible  $m(t) = M(t)/P(t)$  por la tasa de impuesto o alicuota impositiva  $= P(t)/1+P(t)$ ,

---

<sup>1</sup>Fernández-Pol, Jorge E., Economía para no Economistas, Edición Tesis, Buenos Aires 1989.

donde:

M = Cantidad de liquidez (Base Monetaria o Liquidez de la Economía) saldo de fin de año.

P = Tasa de variación de nivel general de precios (Indice de IPC) variación diciembre a diciembre.

m = Liquidez en términos reales.

Iib = Impuesto inflacionario calculado en función a la base monetaria.

Iil = Impuesto inflacionario determinado en base a la liquidez total de la economía u oferta monetaria ampliada.

Iil-Iib= Señoriaje del que se apropian las instituciones financieras.

CALCULO DEL IMPUESTO INFLACIONARIO  
(Millones de Guaraníes)

Año	Base Monetaria	Oferta Monetaria	Tasa de Inflac.	Alicuota		Base Imponible		Impuesto Inflacionario		Iib/PIB	Iil/PIB	Señoraje de los Bancos 3/
				P	1 + P	BM	M	no.	P			
1980	66508	140652										
1981	78790	150555	8.21%	7.59%	72812	139132	5525	10556	0.78%	1.49%	0.71%	
1982	77075	156778	8.78%	8.07%	70853	144123	5719	11634	0.78%	1.58%	0.80%	
1983	97358	189114	14.11%	12.36%	85322	165735	10548	20489	1.29%	2.50%	1.22%	
1984	120126	226835	29.81%	22.96%	92542	174747	21250	40127	1.99%	3.75%	1.76%	
1985	143499	271299	23.07%	18.74%	116601	220445	21856	41322	1.57%	2.96%	1.40%	
1986	201113	341009	24.12%	19.43%	162033	274744	31486	53388	1.72%	2.91%	1.19%	
1987	286885	485740	32.04%	24.27%	217271	367873	52722	89266	2.11%	3.58%	1.47%	
1988	354311	617036	16.95%	14.49%	302968	527623	43903	76457	1.32%	2.30%	0.98%	
1989	450736	916180	28.67%	22.28%	350311	712052	78050	158648	1.69%	3.44%	1.75%	
1990 *	477879	936500	11.21%	10.08%	429709	842101	43314	84883	0.69%	1.35%	0.66%	

\* Marzo; PIB provisional.

1/ Impuesto inflacionario del que se apropia el Gobierno.

2/ Impuesto inflacionario total.

3/ Proporción que absorbe el sistema bancario.

FUENTES DE LA METODOLOGIA DE CALCULO

Para establecer la metodología de cálculo se ha recurrido a las siguientes fuentes:

- PROTASI, J.C. (1989) - ASPECTOS MACROFINANCIEROS DEL SISTEMA PARAGUAYO.

- FERNANDEZ, JORGE E. (1986) - ECONOMIA PARA NO ECONOMISTAS.

- MATAYOSHI, ENRIQUE. Consultor del FMI en el Banco Central del Paraguay.

ANEXO 4

CUANTIFICACION DEL DEFICIT CUASIFISCAL DEL  
BANCO CENTRAL CONSIDERANDO EL CREDITO NETO AL  
SECTOR PUBLICO Y EL CREDITO NETO A LOS BANCOS

El resultado final presenta escasa discrepancia con los cálculos del subsidio crediticio a los bancos en base al crédito bruto, además se debe recordar que el encaje legal es un importante y casi único instrumento de política monetaria de acción directa sobre el multiplicador que dispone el Banco Central.

TOTAL DEFICIT CUASIFISCAL DEL BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY  
(Millones de Guaraníes)

	Créditos al Sector Públ. 1/	Depósitos del Sector Públ. 2/	Crédito Neto al Sect. Públ.	Dif. de Ti	Subsidio Crediticio al Sect. Públ.
1982	12661	10325	2336	22.80%	533
1983	22969	8428	14541	17.90%	2603
1984	40329	12494	27835	21.40%	5957
1985	52742	15897	36845	31.80%	11717
1986	66854	20671	46183	43.80%	20228
1987	94730	31517	63213	44.90%	28383
1988	136294	57649	78645	42.60%	33503
1989	148388	142913	5475	38.40%	2102

	Créditos a los Bancos	Depósitos de los Bancos	Crédito Neto a los Bancos	Dif. de Ti		Subsidio Crediticio a los Bancos
				Bcos. Com.	BNF	
1982	14080	42235	-28155	5.25%	7.25%	-1473
1983	20447	48339	-27892	5.25%	7.25%	-1369
1984	31900	58946	-27046	5.25%	7.25%	-1346
1985	35541	71329	-35788	5.25%	7.25%	-1819
1986	52154	81773	-29619	5.25%	7.25%	-1496
1987	42415	144066	-101651	5.25%	7.25%	-5403
1988	76064	178218	-102154	8.63%	10.63%	-9187
1989	120016	203339	-83323	11.34%	14.00%	-9293

	Subsidio Crediticio al Sect. Públ.	Subsidio Crediticio a los Bancos	Total de Subsidio Crediticio del BCP	Subsidio Cambiario	Total de Déficit Cuasifiscal del BCP	% del PIB
1982	533	-1473	-940	0	-940	-0.13%
1983	2603	-1369	1234	24357	25591	3.13%
1984	5957	-1346	4610	26545	31155	2.91%
1985	11717	-1819	9898	49778	59676	4.28%
1986	20228	-1496	18732	47441	66173	3.61%
1987	28383	-5403	22979	86358	109337	4.38%
1988	33503	-9187	24316	77028	101344	3.05%
1989	2102	-9293	-7191	3113	-4078	-0.09%

- (1) No incluye capitalización de intereses.  
(2) Incluye Fondo Ganadero.

ANEXO 5

SUBSIDIO CREDITICIO DEL BCP AL SECTOR PRIVADO

VIA EX-BANCO DEL PARAGUAY

(Millones de Guaraníes)

---

Años	Cartera del Bco. del Paraguay (1)	Tasa efectiva Promedio (Tep) (2)	Tasa de interés del Ex-Bco. del Paraguay.	Subsidio al S. Privado Via Ex.B.P.
1982	1.843	30.80%	14.33%	304
1983	1.860	25.90%	14.33%	215
1984	1.882	29.40%	14.33%	284
1985	1.913	39.80%	14.33%	487
1986	1.949	51.80%	14.33%	730
1987	1.962	52.90%	14.33%	757
1988	1.971	51.60%	14.33%	735
1989	1.993	47.40%	14.33%	659

---

(1) No incluye capitalización de intereses.

(2) Fue ponderada en base al Encaje Legal.



ANEXO 6

DEPENDENCIA DE LOS BANCOS COMERCIALES Y DEL  
BNF DE RECURSOS DEL BCP  
SALDO A FIN DE PERIODO EN MILLONES DE ₡

<u>Año</u>	<u>Depósitos de Ahorro y Plazo en Bcos.Comerciales. 1)</u>	<u>Préstamos y Redes-cuentos del BCP a Bcos.Comerciales.2)</u>	<u>Relación Porcentual 2)/1)</u>
1981	54.863	13.032	23.8
1982	64.026	17.493	27.3
1983	79.259	24.117	30.4
1984	84.170	37.115	44.1
1985	99.588	31.654	31.8
1986	128.205	73.573	57.4
1987	156.306	68.492	43.8
1988	167.574	93.255	55.7
1989	225.305	111.102	49.3

FUENTE: Boletín Estadístico del BCP.

REFERENCIAS

BNF: Banco Nacional de Fomento.

BCP: Banco Central del Paraguay.

ANEXO 7

DEUDA DEL SECTOR PUBLICO AL BANCO CENTRAL  
DEL PARAGUAY AL 30-VI-90

SECTOR PUBLICO	CAPITAL A VENCER	CAPITAL VENCIDO	INTERESES VENCIDOS	TOTAL
I. GOBIERNO CENTRAL	44,203.3	19,005.0	11,408.0	74,616.3
Ministerio de Hacienda */ 1/	18,996.6	513.1	0.0	19,509.7
Mrio. de Obras Públ.y Comun.	9.4	0.0	0.0	9.4
Mrio. de Salud P.y B.S. 4/	0.0	4,353.2	2,426.4	6,779.6
Mrio. de Agric.y Ganadería	2,837.2	0.0	0.0	2,837.2
Mrio. de Defensa Nacional 2/	22,360.1	13,288.7	8,716.9	44,365.7
Mrio. de Industria y Com. 3/	0.0	850.0	264.7	1,114.7
II. ENTIDADES DESCENTRALIZADAS	18,946.9	121,959.0	46,588.7	187,494.6
I.P.V.U. */	573.8	508.0	245.8	1,327.6
Crédito Agr. de Habilitación	53.3	0.0	0.0	53.3
Industria Nac.del Cemento*/4/	14,860.0	95,615.5	40,539.4	151,014.9
Flota Mercante del Estado */	535.6	11,064.0	2,666.3	14,265.9
Corposana	829.0	0.0	0.0	829.0
L.A.P.	1,296.5	2,839.5	1,354.8	5,490.8
A.P.A.L.	733.5	11,932.0	1,732.4	14,447.9
L.A.T.N.	60.9	0.0	0.0	60.9
A.N.D.E.	4.3	0.0	0.0	4.3
III. OTROS				
Municipalidades	596.7	468.6	106.8	1,172.1
Cons.Nac. del Trigo-Cta.Recup.	23.5	1.6	0.0	25.1
Electra S.A.	0.0	4.1	0.0	4.1
TOTAL S. PUBLICO (I+II+III)	63,770.4	141,438.3	58,103.5	263,312.2

(\*) Incluyen montos registrados en Varias Ctas. Deudoras.

(1) Se incluyen los adelantos a corto plazo al Mrio, de Hacienda y Bonos de Tesorería Nacional.

(2) Se incluyen los préstamos concedidos para el Proyecto Siderúrgico Nacional (Acepar-Sidepar) y para el Material Naval y Astilleros (Armada Nacional)

(3) Incluye adelantos a corto plazo a la Comisión Ejecución Convenio Productos Agrícolas.

(4) Deuda calculada al tipo de cambio \$ 1195 por Dólar.



