Serie Política Fiscal 19

EL DEFICIT CUASIFISCAL DE LA BANCA CENTRAL EN COSTA RICA: 1985-1989

PROYECTO REGIONAL DE POLITICA FISCAL
CEPAL - PNUD

NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
Santiago de Chile, 1991

LC/L.647
Noviembre de 1991

Este documento fue preparado por los señores Félix Delgado y Juan Rafael Vargas y se basa en el trabajo originalmente presentado en el Seminario sobre Política Económica en Costa Rica, 29-31 de marzo de 1990, en Heredia, Costa Rica. La presente versión se ha enriquecido con los valiosos comentarios recibidos en el Segundo Seminario Regional sobre Política Fiscal, Estabilización y Ajuste, organizado por el Proyecto Regional de Política Fiscal CEPAL/PNUD (RLA/87/003) y celebrado en Santiago, Chile, del 20 al 22 de agosto de 1990.

Los autores agradecen la colaboración recibida en distintas instancias de José Eduardo Angulo, Mario I. Blejer, Iris Hidalgo, Norman Orozco y Rosa Roig.

Las opiniones expresadas en este estudio, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

INDICE

		Pág.
	PREFACIO	5
I.	INTRODUCCION	7
II.	LA NATURALEZA DE LAS OPERACIONES Y DE LOS DEFICIT CUASIFISCALES	9
	1. Las operaciones cuasifiscales: aspectos conceptuales y metodológicos	9
	a) Operaciones cuasifiscales y déficit cuasifiscales	9
	b) Motivos para estudiar las operaciones cuasifiscales	10
	c) Complicaciones metodológicas de la cuantificación	11
	d) Ajustes del déficit por inflación	13
	2. Los déficit de la banca central	14
III.	EL DEFICIT CUASIFISCAL DE LA BANCA CENTRAL EN COSTA RICA	19
	1. Las operaciones cuasifiscales de la banca central en Costa Rica	20
	a) Garantías cambiarias	20
	b) Subsidios a las tasas de interés	26
	c) Otras operaciones cuasifiscales	27
	2. Magnitud del déficit cuasifiscal en Costa Rica .	29
IV.	DEFICIT CUASIFISCAL Y POLITICA MONETARIA	37
	1. Importancia del déficit como factor expansivo . .	37
	2. Inflexibilidad de la política monetaria	38
	3. Cambio de énfasis en los indicadores monetarios .	39
	4. Asimetría del déficit cuasifiscal en Costa Rica .	41
	5. El argumento de los recursos de emisión sin costo financiero	42

6. Mecanismos para enfrentar el déficit cuasifiscal 43

a) Financiamiento externo 44
b) Financiamiento interno 44
c) Esquemas de alivio de la deuda externa . . 45
d) Ajuste con medidas fiscales 46

V. EL DEFICIT DEL BANCO EN EL MARCO DE REFERENCIA GLOBAL . 47

VI. COMENTARIOS FINALES 53

Notas 54

BIBLIOGRAFIA 61

PREFACIO

La Serie de Política Fiscal tiene por objetivo divulgar el resultado de los trabajos del Proyecto Regional de Política Fiscal CEPAL/PNUD.

El presente número de la Serie recoge uno de los documentos invitados al 2° Seminario Regional de Política Fiscal, Estabilización y Ajuste, organizado por el Proyecto y llevado a cabo en la sede de CEPAL en Agosto de 1990. Dicho Seminario estuvo dedicado al examen de los principales aspectos teóricos del déficit cuasifiscal, como también, a la presentación de estudios de caso nacionales con estimaciones empíricas de dicho déficit para diversos países de América Latina.

El trabajo aquí presentado es el estudio de caso del déficit cuasifiscal en Costa Rica y está referido al período 1985-1989. En él se abordan diversos problemas teóricos, conceptuales y metodológicos de orden general tanto como específicos al caso en cuestion, complementados por estimaciones empíricas.

La correcta conceptualización, medición e identificación de las consecuencias macroeconómicas del déficit cuasifiscal, son temas que han venido cobrando creciente importancia durante los últimos años, especialmente para las autoridades fiscales y monetarias responsables del diseño, formulación e implementación de planes de estabilización y ajuste estructural en diversos países de la región. No obstante ello, el déficit que resulta de diversas operaciones de naturaleza fiscal efectuadas a través de los bancos centrales -bajo diversas formas y modalidades de subsidios, transferencias e impuestos- ha permanecido como un desafío teórico-empírico para gran parte de la profesión, debido a la escasez de referencias bibliográficas y estimaciones numéricas disponibles sobre el tema.

Es de esperar que la publicación en esta Serie de los trabajos presentados y discutidos en el referido Seminario Regional, contribuya a una mejor comprensión y más amplia divulgación de esta materia entre economistas con responsabilidades de gobierno, como también, entre docentes universitarios e investigadores económicos en general.

I. INTRODUCCION

La década de los ochenta ha tenido al menos dos matices que caracterizan de manera perdurable el quehacer macroeconómico en Costa Rica: a) se ha completado con relativo éxito el ciclo de crisis-ajuste; y b) algunas consecuencias de las acciones adoptadas durante esos procesos han adquirido cartilla de residencia en el país. El ámbito fiscal compite con la estructura productiva respecto al mayor número de modificaciones substantivas operadas en ese lapso, pero el sistema financiero quedó también señalado de manera perdurable.

La realización de operaciones de naturaleza fiscal manejadas fuera de la esfera del gobierno central y, por ende, no sujetas al control político que representa la aprobación de los presupuestos por parte del poder legislativo no ha sido, ciertamente, un elemento nuevo en la estructura institucional del sector público costarricense. Pero es interesante hacer notar que, hasta antes de los años ochenta, el tema de las operaciones cuasifiscales fue prácticamente omitido como un problema que requiriera de análisis sistemático.

La descentralización considerable que empezó a operarse en el sector público costarricense desde la década de los cincuenta, condujo posteriormente a la imposición de cargas y a la asignación de subsidios por entidades que funcionan con presupuesto propio y con independencia del gobierno. Sin embargo, el problema de las operaciones cuasifiscales empezó a tratarse en forma sistemática a partir del déficit de la autoridad monetaria, que llamó la atención sobre el fenómeno por su magnitud, sus consecuencias y la dinámica (tal vez propia) que ha adquirido. Difícilmente se podrá completar una visión global del país, ahora o en los lustros por venir, si se le excluye del análisis.

Este trabajo pretende tratar brevemente el tema general de las operaciones cuasifiscales, como un intento de delimitar el tema y de analizar los alcances del fenómeno en Costa Rica, de un modo general. Pero, en lo sustancial, busca profundizar en las causas y en las consecuencias de las operaciones cuasifiscales de la banca central, las cuales constituyen un novedoso fenómeno monetario, que está fuertemente ligado a la conjunción de procesos de desestabilización en el sistema monetario internacional y de inadecuadas políticas internas en materia de ajuste. El enfoque recoge principalmente la experiencia de Costa Rica, en donde el déficit cuasifiscal es un componente importante de ese rubro, consolidado para todo el sector público.[1]

En la segunda sección se tratará el tema general de las operaciones cuasifiscales, su caracterización, la importancia de su estudio

y las rutas alternativas de medición. Además se hará un breve recuento de la bibliografía que recién ha empezado a aparecer sobre los déficit de la banca central y de las características generales del problema en ésta y en otras latitudes. A partir de la tercera sección el enfoque se circunscribe básicamente a los déficit cuasifiscales de la banca central; allí se describe en detalle la naturaleza y las particularidades del fenómeno en la banca central de Costa Rica, tanto en lo relativo a sus causas como a su magnitud. La cuarta sección tiene el propósito de estudiar las consecuencias del déficit cuasifiscal de la banca central sobre el funcionamiento de la política monetaria. La quinta sección expone, en forma de un análisis muy preliminar dentro de la metodología de Marshall y Schmidt-Hebbel para la descomposición de los déficit fiscales, los principales factores explicativos de este problema en la esfera de la banca central costarricense. Finalmente, la última sección sumariza los principales aspectos del trabajo y del problema de déficit de la autoridad monetaria.

II. LA NATURALEZA DE LAS OPERACIONES Y DE LOS DEFICIT CUASIFISCALES

Es útil iniciar esta discusión con un intento de aclarar el significado los conceptos que se tratarán en el trabajo. Con frecuencia la observación de los aspectos cuasifiscales dentro del ambiente reducido de una economía o, más aún, de una institución particular en esa economía, oculta una serie de aristas del fenómeno, como su naturaleza, la diversidad de causas y de consecuencias y las motivaciones para estudiarlo.

En esta segunda parte del trabajo se analizarán los puntos mencionados antes en lo tocante a las operaciones cuasifiscales en general, así como el tema específico de los déficit cuasifiscales de la banca central, que son el foco de interés primario de este estudio.

1. Las operaciones cuasifiscales: aspectos conceptuales y metodológicos

Interesa en esta sección analizar la naturaleza de las operaciones cuasifiscales, el concepto particular de déficit cuasifiscal, las razones por las cuales es importante estudiar el tema y los diferentes problemas de carácter metodológico. Debido a que, como se ha mencionado reiteradamente, el tema de fondo del trabajo se relaciona con los bancos centrales, es natural que varios de los problemas generales que aquí se mencionarán se ejemplifiquen en el contexto particular de la banca central.

a) *Operaciones cuasifiscales y déficit cuasifiscales*

La diversidad de matices que caracteriza el tema de las operaciones cuasifiscales incide en la forma en que se les analiza y en las diferentes apreciaciones al respecto. En términos muy generales, la observación empírica revela que en diferentes áreas del sector público se realizan operaciones propias del gobierno, como quiera que a ellas se les defina, por lo que se les da el calificativo de cuasifiscales. Esas operaciones no necesariamente conducen a resultados deficitarios, pero aún existiendo superávit, hay un componente de "pérdida cuasifiscal" que reduce dicho superávit respecto de lo que hubiera sido en ausencia de esas acciones "atípicas" de las entidades públicas diferentes al fisco.

Las operaciones cuasifiscales deben entenderse, por definición, como las que competen al gobierno pero las realizan entidades públicas diferentes de aquél. La amplitud de este concepto, sin embargo, lo hace inútil. Cuántos servicios y otras operaciones públicas deben suministrarse o realizarse por medio del gobierno y cuántos por mecanismos descentralizados, es un punto que no tiene respuesta unívoca, pues ni siquiera la tiene el grado de participación del estado en la economía. Además, la forma de organizar la actividad estatal difiere entre los países. En igualdad de grado de participación del sector público en dos economías, la comparación entre ellas probablemente conduciría a concluir que hay más operaciones cuasifiscales en aquella donde se realiza una parte importante de las labores en el sector descentralizado. Tal conclusión podría ser válida para un estudio sobre el control político del gasto, pero no introduce cambios en el grado de participación del sector público en la economía.

Obviando la discusión que plantea el párrafo anterior, en un sentido amplio las operaciones cuasifiscales y los déficit eventualmente resultantes podrían relacionarse con las actividades propias del gobierno que se manejan fuera del presupuesto nacional, donde una característica importante de la clasificación se basaría en excluir todas aquellas decisiones del sector público que se someten al escrutinio político propio de un régimen democrático. Un concepto más restrictivo se podría ligar con aspectos meramente prácticos de la política de ajuste de corto plazo, en donde frecuentemente las negociaciones con organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional conducen a cuantificar y a controlar el déficit del sector público no financiero (o de una parte significativa de él, usualmente representada por unas pocas entidades que, junto con el gobierno, manejan una proporción considerable del gasto de ese sector).

Es claro que la escogencia final se relaciona directamente con el foco de interés en el estudio del problema, aspecto que se entra a analizar seguidamente.

b) *Motivos para estudiar las operaciones cuasifiscales*

El interés en el estudio de las operaciones cuasifiscales tiene diferentes motivaciones. El enfoque de cada investigador sobre la materia se ve condicionado por esas motivaciones, por el área profesional en la cual se desenvuelve y quizá también por las características particulares del problema en su propio país. Un intento de clasificación podría basarse en la influencia de dichos déficit sobre: a) la consecución de los equilibrios macroeconómicos básicos; b) los problemas de mediano y largo plazo relacionados con el tamaño del sector público (el dilema del "desplazamiento" o "estrujamiento" del sector privado, conocido por el término en inglés "crowding out") y con la función redistributiva del Estado; y c) las limitaciones al funcionamiento de la política monetaria.

En el corto plazo el tamaño del gasto público y, en particular, su financiamiento, tienen incidencia en el logro de los equilibrios macroeconómicos básicos. En efecto, el análisis macroeconómico tradicional pone énfasis en los déficit fiscales como generadores de desequilibrios financieros en la economía, en tal grado que algunos autores[2] afirman que detrás de los episodios altamente inflacionarios en diversas partes del mundo, ha existido una fuerte situación deficitaria del gobierno. De igual modo, se ha relacionado en forma muy estrecha el déficit fiscal con los desequilibrios de balanza de pagos, relación de causalidad en la cual los investigadores del Fondo Monetario Internacional han tenido una importante influencia, pues está incorporada como un elemento fundamental en todos los programas de ajuste macroeconómico apoyados por ese organismo.[3]

La segunda motivación tiene que ver con la participación del estado en la economía. El tamaño del sector público y sus efectos sobre la actividad económica privada, constituyen un campo de gran discusión y de poco consenso en la literatura económica. Los efectos de "desplazamiento" o "estrujamiento" que provocan los déficit fiscales sobre la actividad privada por medio de la reducción en la inversión, se critican por constituir obstáculos para el crecimiento económico. Por el otro lado, la intervención profusa del gobierno para solucionar las imperfecciones del mercado y mejorar de ese modo la distribución del ingreso, se ha defendido bajo el argumento de que la economía debe tener al ser humano como su objetivo principal.

Por último, las implicaciones monetarias de los déficit cuasifiscales, particularmente cuando estos se localizan en el propio banco central, se convierten en un tema de mucha importancia para los formuladores de políticas de corto plazo. Debe tenerse presente que esta clase específica de déficit cuasifiscal generalmente se origina en errores de política del pasado, ligados a la solución temporal de problemas fiscales. Si estos perduran por falta de la necesaria disciplina de las autoridades, el ajuste para el logro de la estabilidad financiera se recarga sobre los hombros del banco central. Pero cuando también el banco central afronta una situación deficitaria, se menoscaba la flexibilidad de la política monetaria y, por consiguiente, las autoridades se enfrentan con serias limitaciones para la aplicación de políticas de ajuste de corto plazo.

c) *Complicaciones metodológicas de la cuantificación, con especial referencia a los bancos centrales*

Los cálculos de las operaciones cuasifiscales en la banca central usualmente se realizan mediante dos metodologías diferentes: a) la contrastación de ingresos y gastos totales de operación que tiene el banco central, y b) la identificación de las operaciones cuasifiscales que realiza el banco central y su cuantificación correspondiente. En el primer caso se busca medir un déficit; en el segundo caso se mide el volumen de operaciones cuasifiscales de la autoridad monetaria.

En Costa Rica, los cálculos oficiales sobre el déficit de la banca central de Costa Rica se basan en la primera metodología, la cual parece ser el camino usual en los bancos centrales donde las operaciones cuasifiscales se han traducido en resultados deficitarios. La segunda metodología, por su parte, se ha utilizado con más frecuencia en bancos centrales que no presentan resultados deficitarios, por lo que podría afirmarse que los cálculos se limitan a reflejar el grado en el cual esas entidades (y no los respectivos gobiernos) deciden sobre la distribución de la totalidad o parte del señoreaje.

No obstante lo anterior, debe mencionarse que dentro de un proyecto de investigación conjunto del Banco Central de Costa Rica con el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), se realizó un ejercicio de cuantificación de las pérdidas cuasifiscales del Banco Central.[4] Este resultado muestra, desde luego, lo que a priori parece claro: el Banco Central tomó en el pasado y principalmente en la década de los setenta decisiones en cuanto a la distribución del señoreaje (las cuales normalmente deberían corresponderle al gobierno), de modo que se comprometió hacia el largo plazo dicha distribución.

Aun cuando la metodología de identificar las erogaciones de tipo cuasifiscal de la banca central tiene virtudes, encierra problemas prácticos por los cuales su pertinencia y viabilidad pueden verse lesionadas en casos de déficit cuasifiscales considerables, como el de la banca central en Costa Rica. Es claro que conviene conocer las fuentes originarias de las pérdidas o gastos cuasifiscales, como un paso útil para buscar las soluciones ahí mismo donde nació el problema. Pero puede caerse en cantidad de divergencias de enfoque y de apreciación, para cuya discusión hay tiempo cuando los estados de resultados del banco central reflejan importantes superávit, como es típico. Este ciertamente no es el caso en Costa Rica, donde el déficit ha variado en los años recientes desde un 5% hasta un 3% del producto interno bruto.

Algunas de las cuestiones discutibles a que se hace referencia en el párrafo anterior se comentan a continuación, sin ánimo de enumerarlas en forma exhaustiva: a) ¿cuándo la dificultad de recuperar un crédito al sector público constituye una operación cuasifiscal y cuándo un riesgo propio de la actividad crediticia del banco central?; b) los préstamos que se canalizan hacia sectores económicos específicos y no se recuperan, ¿constituyen una operación cuasifiscal o parte del riesgo crediticio?;[5] c) las operaciones de salvamento de bancos en problemas, que explican en lo sustancial el déficit del banco central en Uruguay, ¿son en su totalidad cuasifiscales, sólo en parte, o corresponden plenamente a las funciones propias de la banca central en apoyo del sector financiero?; ch) ¿son operaciones cuasifiscales los costos financieros de los créditos externos para apoyo de balanza de pagos que contrató el Banco Central de Costa Rica durante la crisis de los precios del petróleo de 1979?, ¿lo son los que continuó adquiriendo con propósitos similares en el curso de la década de los ochenta?; d) ¿debería analizarse la situación deficitaria de un banco central desde la óptica de su incapacidad de hacerle frente a proble-

mas de acervos, que implican operaciones de largo plazo, y no por la discusión de si actuó empujado por las autoridades gubernamentales o por su propia discrecionalidad?

Las complicaciones metodológicas señaladas vienen a sumarse a las derivadas de los conceptos de "devengado" y de "caja", sobre los que se ha discutido en el Banco Central de Costa Rica desde hace varios años. ¿Es la base "devengado" la metodología apropiada?. Nótese que es la utilizada por el Fondo Monetario Internacional en Costa Rica para los programas de estabilización de corto plazo, a pesar de que las estimaciones financieras del gobierno y del resto del sector público se realizan bajo el concepto de "caja", y de que esa institución no tiene un tratamiento uniforme al respecto entre los países. ¿Es más bien la base "caja" la relevante, porque refleja la expansión monetaria en que incurre el banco central? En Costa Rica, esto no es enteramente cierto, porque la mezcla de aspectos meramente contables afecta el cálculo e introduce distorsiones que pueden ser considerables.

La metodología debe ser suficientemente flexible para dar cabida a los ajustes requeridos cuando hay factores externos que tienen influencia importante, como es el caso de la deuda externa en Costa Rica (de la cual el deudor mayoritario es el banco central), en donde un proceso de renegociación origina cambios contables que no tienen influencia efectiva. Una de las opciones podría ser que los conceptos en base "caja" en los bancos centrales reflejen verdaderamente las implicaciones sobre la expansión monetaria.

En todo caso, lo expuesto en los puntos anteriores sugiere, en primera instancia, que quizá no hay una única metodología de medición que sea adecuada, sino que los diferentes cálculos tienden a contestar preguntas también diferentes. ¿Cuál es el tamaño del esfuerzo de ajuste motivado por el déficit del banco central? ¿Cuánto afecta en el presente período? ¿De qué tamaño es el compromiso o la inflexibilidad de la política monetaria en el mediano y en el largo plazo? ¿Quiénes deben contribuir en la solución del déficit del banco central, por ser los entes donde se localizan directamente las causas del déficit? ¿Cuáles grupos son en última instancia los beneficiados por el déficit del banco central? Para contestar cada una de estas preguntas, no es suficiente una metodología única.

d) *Ajustes del déficit por inflación*

En circunstancias inflacionarias, la medición tradicional de los déficit fiscales puede conducir a cálculos incongruentes con la consolidación de los déficit y superávit macroeconómicos, como lo plantearon desde mediados de los ochenta Robert Eisner y Paul J. Pieper (Véase Eisner, 1989). Esto ha dado lugar al tratamiento de los "déficit operacionales" a que se refieren Tanzi, Bléjer y Teijeiro (1987) y Bléjer (1987). Se parte de que, en condiciones inflacionarias, el tenedor de bonos del gobierno no considerará la totalidad de los intereses periódicos como un ingreso, sino que parte de ellos

constituyen implícitamente una amortización anticipada del bono; en consecuencia, ese componente inflacionario incluido en los pagos de intereses tampoco debería computarse como un gasto para el gobierno.

Como bien lo explica Blejer (1987), hay deficiencias tanto en el concepto de déficit tradicional como en el de déficit operacional, basadas principalmente en los supuestos extremos que cada una de ellas encierra, por lo que lo pertinente es contar para efectos analíticos con la información que dan ambas metodologías. En el caso del déficit del banco central, sin embargo, pareciera necesario calificar la relevancia de este cálculo de un "déficit real", cuya pertinencia para el gobierno puede ser válida. Excepto que se busque deliberadamente una política de "indización", en este campo el banco central debería interesarse más por las magnitudes nominales que por las reales, porque la función principal de la política monetaria es la de evitar crecimientos desmedidos de las variables en términos nominales, originados en desequilibrios financieros. Ello sugiere que para un banco central, el cálculo del déficit operacional no resulta útil para analizar el esfuerzo de ajuste que debe realizar en sus finanzas, al enfrentarse al diseño de una política de estabilización en la cual juega un papel clave.

2. Los déficit de la banca central

A partir del estudio de los diversos balances analíticos de la banca central, el análisis monetario tradicional se ha concentrado en dos componentes clásicos: el dinero interno, que crea la autoridad monetaria por medio de sus operaciones de crédito, y el dinero externo, originado en la variación de las reservas monetarias internacionales.[6] El supuesto de comportamiento más frecuente para los países en desarrollo, es considerar a ese último componente como un elemento fuera del control de la banca central.[7] En ambos casos los fenómenos se tipifican como de flujo. Por ejemplo, en el ámbito interno, la expansión monetaria originada en un período determinado por el otorgamiento de crédito excesivo al gobierno, puede contrarrestarse en el período siguiente con una política crediticia restrictiva de parte del banco central. Respecto a la fuente externa, la expansión monetaria provocada por la acumulación de reservas monetarias internacionales en un período específico puede dar lugar, bajo ciertas condiciones, a la puesta en funcionamiento de mecanismos automáticos de ajuste que hacen desaparecer el exceso de liquidez provocado por ellas. En un texto intermedio de macroeconomía o de teoría monetaria se puede leer sobre los elementos generadores de esos fenómenos al grado de detalle que el lector escoja.

Los déficit cuasifiscales de la banca central plantean, por el contrario, un caso de estudio no analizado en la literatura económica, quizá porque es un fenómeno relativamente nuevo en cuanto a su catalogación como problema,[8] pues geográficamente está muy concentrado y ciertamente no es conocido en los países industrializados, en donde se genera una gran parte de esa literatura.[9] Estos déficit se relacio-

nan desde luego con los resultados financieros de la banca central y se originan usualmente en la realización de transacciones y tareas que no le son típicas o le representan una carga desproporcionada. Ejemplos de acciones que han creado problemas de déficit en la banca central en algunos países latinoamericanos, han sido la absorción de pérdidas cambiarias por parte de esas entidades, el otorgamiento de créditos no recuperables, la acumulación de endeudamiento externo en poder de ellas y las operaciones de salvamento de entidades financieras con dificultades de liquidez (y, más que ello, de solvencia.) El denominador común y su principal diferencia con las fuentes usuales de expansión, es que estos elementos causan problemas de "acervos", no de flujos como es lo usual en la banca central, y así comprometen seriamente la política monetaria en el mediano y largo plazo.[10]

Las operaciones cuasifiscales de la autoridad monetaria son un tópico todavía poco tratado en la literatura fiscal o financiera, pues constituyen un problema novedoso y geográficamente identificado. No obstante, en una de las más recientes reseñas de la literatura sobre la medición del déficit fiscal, Bléjer y Cheasty (1990) le dedican una sección a esas operaciones y el problema ha trascendido el ámbito latinoamericano original, como lo evidencian Mates (1989) en su discusión del contexto yugoslavo o Catsambas y Pigato (1989) respecto a Kenia y Gana.[11]

Uno de los primeros aspectos a tener en cuenta es la naturaleza multivariada de los orígenes del déficit de la banca central, porque en cada caso particular el contexto en que se produce el fenómeno, las consecuencias del mismo y el rango de medidas posibles difiere en función de la vertiente generatriz. Ello se desprende del amplio rango que puede encontrarse al repasar algunas de las clásicas actividades que dan lugar a déficit, como los diversos y disímiles tipos de operaciones que se mencionan en el párrafo trasanterior.[12]

Una segunda cuestión, que oscurece el análisis, es la línea divisoria entre operaciones monetarias y cuasifiscales, que no es clara ni unívoca, en parte porque puede relacionarse con el tamaño del señoreaje involucrado. Este a su vez no es independiente del volumen de la represión financiera (Piekarz, 1987) o de la tasa de inflación (Cardoso, 1988). Una complicación adicional surge por la carencia de una interpretación única de la relación entre señoreaje e impuesto inflacionario.[13] Para completar el panorama de las dificultades que se presentan para articular una visión unitaria del tema es pertinente anotar: a) el distinto tratamiento contable (devengado o de caja); b) las consecuencias de las operaciones de períodos previos que han obligado a contraer deuda para financiarlas; c) la "monetización" de algunas de estas definiciones contables; ch) la separación del segmento de la emisión -de pasivos a tasa de interés positiva que son colocados con fines de estabilización- de aquellos que no lo son; d) las reducciones arbitrarias de las reservas patrimoniales de la autoridad monetaria; y, en un extremo, e) la reducción patrimonial del propio banco central. Por último, es posible extender a la manera de Bléjer y Cheasty, (1990) los distintos déficit "ponderados" del sector público al ámbito cuasifiscal.

Una manera de organizar esas ideas y ofrecer un tratamiento coherente es hacer uso de un marco contable macromonetario, y Piekarz (1987) provee uno suficientemente general como para superar las peculiaridades del caso argentino. No es necesario utilizar todo su sistema de ecuaciones, sino que basta con emplear algunos conceptos derivados de las categorías formales de su sección V. Como primera precisión, es oportuno establecer la relación entre las funciones propias de un banco central y las fuentes de déficit. Un primer aspecto se relaciona con las variaciones en la calidad de los activos originadas en ciertas transferencias de dominio relacionadas con el sector privado o en otorgamiento de crédito en condiciones desventajosas de tasa de interés, garantías o ambos, a menudo para financiar entidades del sector público. Una nota saliente de estas operaciones es que con frecuencia son impuestas de manera casi coercitiva.[14] La segunda línea de cambios la dan las tenencias netas de activos denominados en moneda extranjera del banco central. En este caso, los cambios en las paridades de las monedas, las devaluaciones de la moneda nacional y la administración de sistemas de cambios múltiples son los fenómenos típicos.

Respecto a los activos en moneda nacional, la primera observación parte de la ecuación donde la tasa de interés del encaje remunerado la pondera la diferencia entre la base tradicional y el financiamiento al gobierno general.[15] Aquí tendríamos los casos de buena parte del déficit argentino antes de 1977 y después de 1982 (Piekarz, 1987) o el costarricense, originado en la Tesorería o algunas entidades públicas descentralizadas (Rodríguez, 1987 y Loría, 1986). Este concepto implica que el financiamiento, presente y acumulado neto, que la autoridad monetaria dio a la Tesorería, tuvo que financiarse con recursos no gratuitos.

Un segundo caso se refiere a los márgenes ("spreads"), y Piekarz los define en términos de sus ecuaciones 23 y 24. En este contexto, una de las fuentes del déficit es resultado de lo que Edwards (1988) identifica como economías semi-abiertas, de manera que la tasa de colocación del banco central tiene que tomar en cuenta la tasa interna de interés y la foránea cubierta por riesgo cambiario (no por tasa de devaluación). Ambas posibles brechas son ponderadores de operaciones deficitarias. Así, la venta de divisas a tipos de cambio preferenciales (Banco de Guatemala, 1987) para diversos propósitos específicos es una operación que cae en esta categoría. El seguro cambiario representa otra posible fuente de déficit, pero el caso clásico, el Ficorca mexicano, fue diseñado tomando en cuenta que la autoridad monetaria no incurriera en subsidios no deseados. Sin embargo, esa previsión no se ha tomado en todos los casos.

El tema de los "spreads" da lugar a una opción adicional y es la referente a las operaciones de redescuento. Argentina es un caso típico de operaciones bajo esta orientación, pero el privilegio de ejercerlas no es exclusivo. Se presentan tanto situaciones de otorgamiento de redescuentos con tasas de interés subsidiadas (por debajo del costo de obtención de fondos en que incurre el banco central), como de redescuentos que nunca se recuperan, lo cual equivale a

otorgar subsidios directos del gobierno que, como tales, habrían afectado la medición de su déficit financiero. Conviene recordar que en tanto los subsidios a los intereses o los redescuentos no recuperables sean menores que el señoreaje, no se puede hablar en sentido estricto de déficit aditivo al sector público consolidado. A priori no existe respuesta única a la interrogante.

Uruguay presenta la particularidad de déficit proveniente de operaciones de rescate de siete bancos comerciales que estaban técnicamente quebrados (Onandi y Viana, 1987), pero que se tomó la decisión de mantenerlos abiertos. La calidad de los activos asociados con esas operaciones implicó una importante y sostenida contribución al déficit. El tema de medidas alternativas y el costo de no haber procedido en ese sentido excede los cometidos de este ensayo.

III. EL DEFICIT CUASIFISCAL DE LA BANCA CENTRAL EN COSTA RICA

Las diversas operaciones que realiza el Banco Central de Costa Rica tienen relación no sólo con los aspectos propios de la gestión de controlar la cantidad de dinero. Por las implicaciones de esta mezcla de operaciones monetarias y no monetarias en la formación de su déficit financiero, resulta importante estudiar esas transacciones y medir su contribución al tamaño de éste. El conocer las magnitudes absolutas y relativas involucradas es complejo e insuficiente. Es preciso explorar sus causas, pues con ellas está íntimamente ligada la búsqueda de soluciones.

La literatura técnica reciente ya empieza a abordar la distinción de las operaciones de la banca central entre las dos categorías analíticamente independientes: las de tipo monetario, propias de la concepción ortodoxa y primigenia de la banca central, y las de tipo cuasifiscal, que no comparten aquellas características. El énfasis de esta sección se centrará en las operaciones cuasifiscales.

Para delimitar el tema es útil hacer un breve recuento de lo que consideramos como "operaciones monetarias". Estas se relacionan con las funciones ortodoxas de un banco central, consistentes en la regulación de la cantidad de dinero en la economía. El manejo de los encajes legales, la realización de operaciones de mercado abierto y las decisiones en materia de redescuentos a la banca comercial (así como de la tasa aplicable a ellos), son los instrumentos tradicionales con los cuales cuenta la banca central para regular la oferta monetaria. Tales instrumentos actúan en el corto plazo, frecuentemente medido en términos de semanas o de meses, para moderar los excesos o las deficiencias de la cantidad de dinero respecto a su demanda.

La única particularidad llamativa para el caso de Costa Rica reside en que las operaciones de mercado abierto no se realizan con títulos del gobierno, como es lo típico en la ortodoxia. En su lugar, el Banco Central coloca títulos propios, denominados "bonos de estabilización monetaria", con una concentración muy grande en plazos que no alcanzan un año. Recientemente esta forma de influir en los medios de pago se ha complementado con la participación en el mercado monetario, que hasta hace poco no había tenido el Banco Central, mediante la captación de recursos financieros de los bancos comerciales y del público (por intermedio de aquéllos), a plazos que van desde un día hasta quince días.

Como puede notarse, el radio de acción tradicional de la banca central implica ejercer influencia general sobre la economía como un todo y no sobre sectores específicos ni sobre la distribución del ingreso hacia determinados grupos o áreas. Más importante aún, funcio-

na bajo la concepción de administrar variables de flujo, no de acervos, aspecto cuya importancia merece consideración especial. Significa que la banca central tiene instrumentos aptos solamente para alterar las condiciones monetarias y para hacer frente a problemas de corto plazo, y en consecuencia no debe entrar en operaciones que le restan flexibilidad a dichos instrumentos, como ocurre cuando se involucra en operaciones de largo plazo.

1. Las operaciones cuasifiscales de la banca central en Costa Rica

Se pretende analizar con algún detalle las diversas transacciones de este tipo que, por su misma naturaleza, han contribuido a la conformación del problema de déficit del Banco Central. El enfoque partirá de las operaciones que no son típicas de la banca central,[16] conforme se mencionó en el párrafo anterior. En general, éstas se relacionan con acciones de tipo selectivo para fomentar determinadas actividades económicas y con el otorgamiento de subsidios,[17] tanto en las tasas de interés como en las transacciones con el exterior (usualmente conocidas como garantías cambiarias), todo lo cual es el ámbito normativo de la política fiscal.[18] En los párrafos subsiguientes se identificarán las características más importantes de estas actividades.

a) *Garantías cambiarias*

Generalmente han sido de dos tipos: los subsidios en las transacciones cambiarias y las garantías de tipo de cambio en operaciones de crédito de largo plazo. Dentro del primer grupo están las clásicas pérdidas cambiarias, que se producen cuando el Banco Central vende divisas para ciertos propósitos "preferenciales", a tipos de cambio inferiores a los que utiliza para la compra de ellas.[19] Durante la época de inestabilidad cambiaria que va de 1979 a 1982, se otorgaron subsidios de este tipo para la importación de medicinas, equipo médico e hidrocarburos y para el pago de la deuda pública externa, entre otros. Es usual que ante problemas cambiarios las autoridades tiendan a evitar fuertes impactos sobre las erogaciones del Fisco y de sus instituciones, por lo cual los bancos centrales o los gobiernos son proclives a extender beneficios cambiarios a todas las importaciones y pagos al exterior de la propia administración central, así como a la importación de combustibles, para citar algunos casos. Las erogaciones que se acumularon por este tipo de subsidio alcanzaron a cerca de $ 122 millones, lo cual hacia 1981 representaba un 4.5% del PIB (véase el cuadro 3-1).

Un segundo renglón, que tuvo una magnitud importante en Costa Rica, fue la extensión de un beneficio cambiario por medio de títulos conocidos como "certificados de la presa de divisas". El origen de esta obligación se remonta a 1980, cuando el Banco Central empezó a ser incapaz de atender la demanda de divisas (al precio excesivamente

sobrevaluado del colón que las autoridades insistían en mantener).[20] Como resultado de ello, se acumuló una "presa" de solicitudes pendientes de autorización. Al resultar claro en 1981 que el problema escapaba de las manos de las autoridades, se autorizó en abril de ese año el reconocimiento de la diferencia entre ¢ 8.60 (el tipo de cambio oficial prevaleciente) y el tipo de cambio que el importador había pagado en el mercado paralelo para poder efectuar su pago en tiempo, con un límite máximo de ¢ 15.00 por dólar. Esa diferencia se reconoció por medio de los referidos títulos denominados en moneda extranjera, con una tasa de interés igual a la tasa LIBOR a seis meses, por un monto cercano a $ 343 millones (veáse el cuadro 3-1) y que constituyó, en ese entonces, una importante adición al problema de la deuda externa del Banco Central; en efecto, ese motivo la elevó en el equivalente a un 12.7% del PIB, mientras que la carga por intereses que ello originó representaba entonces una suma anual de un 2% del PIB.[21]

Cuadro 3-1
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
SUBSIDIO CAMBIARIO 1980-1981

	Millones Colones	Millones Dólares
1. Pérdidas cambiarias por importación de medicinas, equipo médico e hidrocarburos	2 143.0	101.0
2. Pérdidas cambiarias por gastos del Gobierno en moneda extranjera	456.0	21.0
SUB-TOTAL(1+2)	2 599.0	122.0
Porcentaje del PIB de 1981		4.5%
3. Reconocimiento de diferencial cambiario a importadores (emisión CD de la "presa")		343.0
Porcentaje del PIB de 1981		12.7%
TOTAL GENERAL		465.0
Porcentaje del PIB de 1981		17.2%

1/ Para los renglones 1 y 2 se utiliza un tipo de cambio promedio de ¢ 21.18 por dólar. BCCR, Estadísticas 1950-1985, Pág. 211.
Nota: El PIB utilizado es de ¢ 57 102.7 correspondiente a 1981.

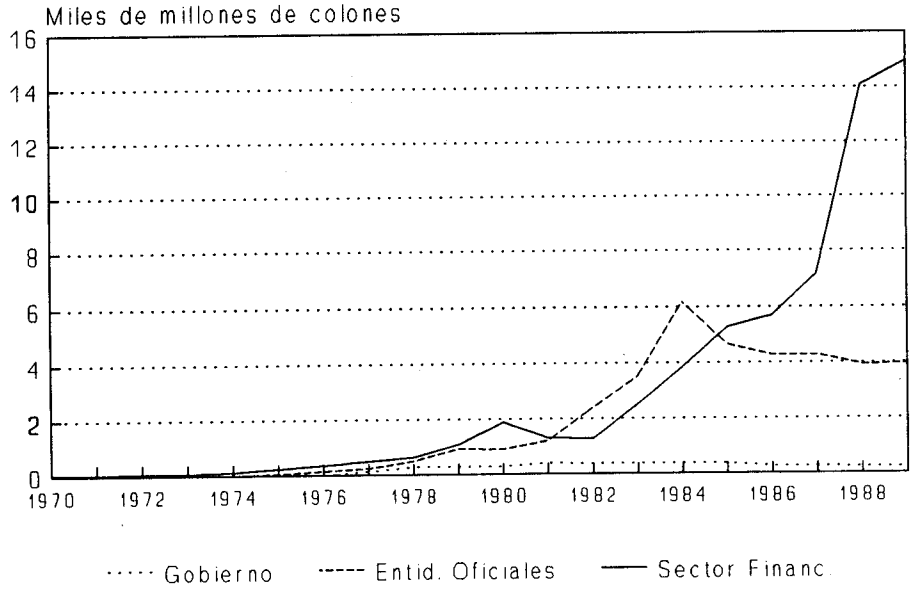
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las garantías de tipo de cambio en operaciones de crédito de largo plazo se derivan de las labores de intermediación realizadas en diversas épocas por el Banco Central, mediante la obtención de recursos externos para canalizarlos en moneda nacional a diferentes propósitos. Algunas de estas operaciones se pueden identificar fácilmente. Los créditos externos contratados desde la primera mitad de los años sesenta para financiar diversos programas de desarrollo por medio de la banca estatal,[22] son ejemplos claros de la participación del Banco Central en actividades que no le son típicas y que, para entonces, no se apreciaban sus peligros potenciales ante una explosión del tipo de cambio como la ocurrida al finalizar los setenta.[23]

Algunos otros créditos externos del Banco Central también se identifican claramente con su destino final; tal es el caso del financiamiento de operaciones de la Corporación Costarricense de Desarrollo (CODESA).[24] Por el contrario, resulta difícil catalogar algunos empréstitos externos que el Banco Central obtuvo para compensar los efectos monetarios del financiamiento copioso, tanto a CODESA como al Gobierno, en diferentes épocas de la década pasada.

El gráfico 1 refleja la forma en que se aceleró el financiamiento del Banco Central sustentado con recursos externos y otorgado

Gráfico 1
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
Crédito con recursos externos

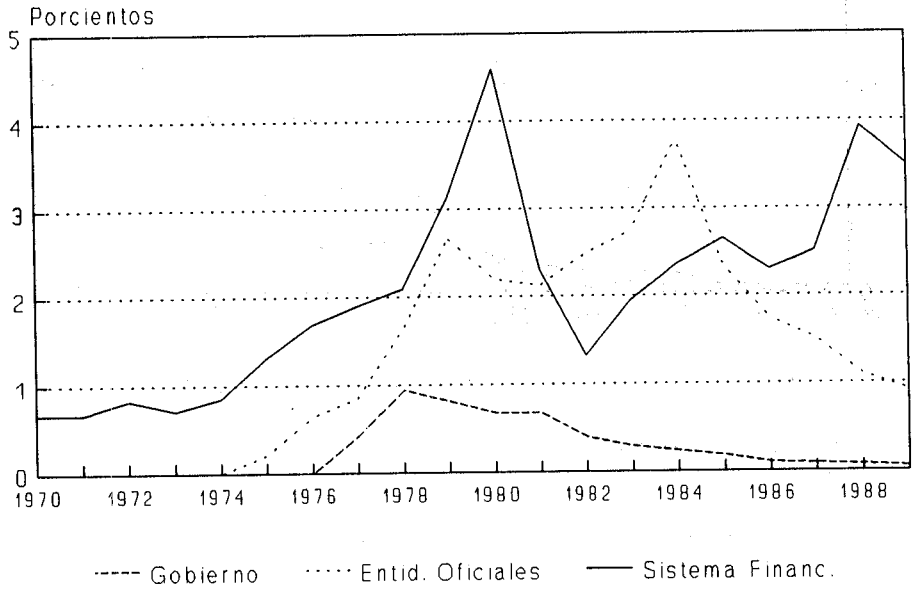


Fuente: Banco Central de Costa Rica
Nota: Excluye el crédito por reestructuración de la deuda externa.

en moneda nacional, así como su distribución entre los principales grupos deudores: el gobierno central, las entidades públicas no financieras y el sector financiero (principalmente los bancos comerciales).[25]

El comportamiento que muestra el gráfico hasta 1975 fue el usual también durante las décadas de los cincuenta y de los sesenta. El crecimiento fue moderado, pues hasta 1969 llegó apenas al equivalente a cerca de $ 10 millones. A partir de 1975 se empieza a acelerar el financiamiento, tanto a los bancos comerciales como a las entidades oficiales (particularmente a CODESA). Por el contrario, el crédito directo al gobierno usualmente fue (y continúa siendo) poco utilizado, aunque se le financió indirectamente (véase la nota Nº25).

Gráfico 1a
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
Crédito con rec. ext. como porcentaje del PIB

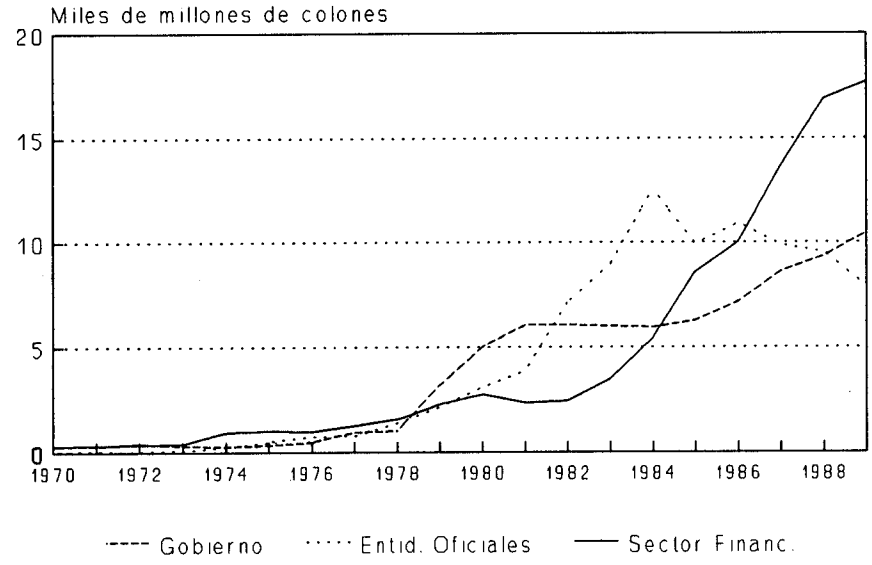


Fuente: Banco Central de Costa Rica
Nota: Excluye el crédito por reestructuración de la deuda externa.

El gráfico 1a se basa en la misma información, ajustada para eliminar los efectos de la inflación, para lo cual se expresa el crédito como proporción del producto interno bruto. El fuerte crecimiento del crédito con recursos externos antes y después de 1980, refleja tendencias que se visualizan mejor analizando el crédito total del Banco Central, como se hace a continuación.

Al incluirse el crédito con recursos internos (gráfico 2), resulta más claro el impacto del financiamiento al Gobierno y a las entidades oficiales sobre la expansión monetaria y la utilización del endeudamiento externo del Banco Central para contrarrestarla, respecto a lo cual se abunda más adelante. Los datos originales de las estadísticas monetarias se corrigieron para excluir de los bancos comerciales y trasladar al Gobierno el efecto de operaciones que se realizaron durante 1980 y 1981, cuando el Banco Central financió a éste indirectamente, a través de la compra de títulos de los bancos.[26]

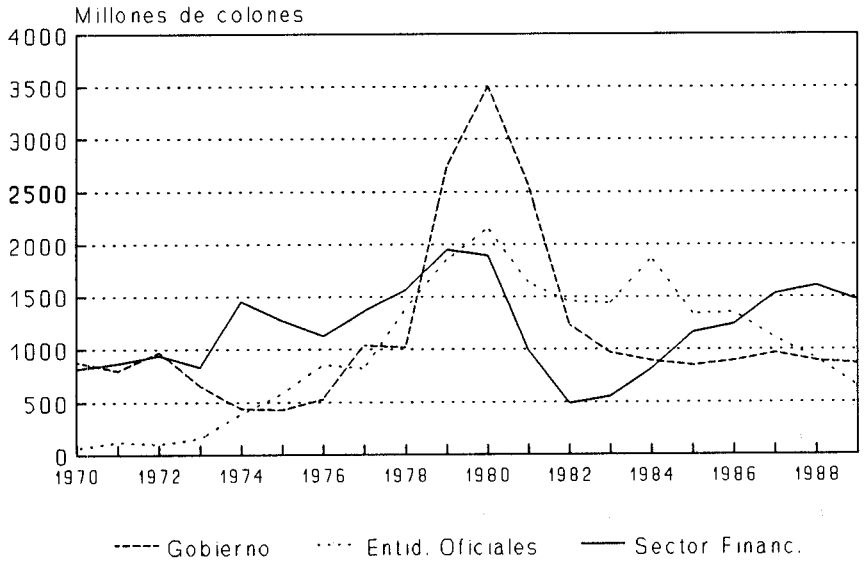
Gráfico 2
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
Crédito total excepto por reestructuración deuda externa



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Resulta particularmente relevante destacar el comportamiento que se observa en el gráfico 2a, el cual ilustra la evolución del crédito total excluido el correspondiente a la reestructuración de la deuda externa, expresado en términos reales, para lo cual se utilizó el Indice de Precios al por Mayor. Durante la década de los setenta se aprecia un movimiento ascendente (que en el caso del crédito al Gobierno se inicia en 1975), y se acelera en forma considerable en los últimos años de la década, particularmente en lo relativo al Fisco. Ese comportamiento, que se revierte en 1981 y 1982 por la erosión en el valor de su principal debido a las altas tasas de inflación, es el que empieza a dar lugar al uso masivo del endeudamiento externo por el Banco Central, para sustentar una porción de ese crédito y para contrarrestar los efectos expansivos del otorgado con recursos de emisión.

Gráfico 2a
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
Crédito total en términos reales

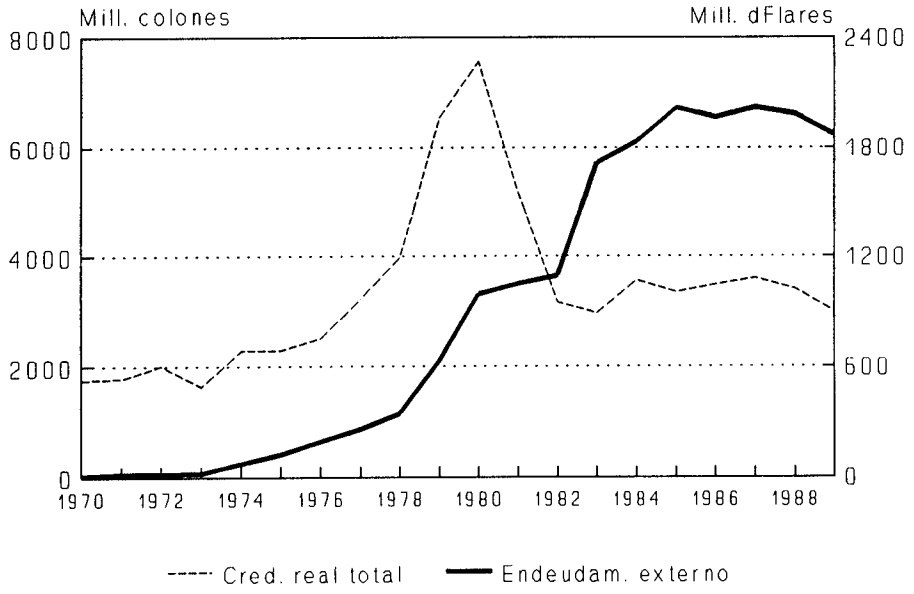


Fuente: Banco Central de Costa Rica.
Nota: Se excluye el crédito por reestructuración de la deuda externa. Para deflacionar las cifras se utilizó el Indice de Precios al por Mayor, cuya base es 1978 = 100

El gráfico 3 ilustra la forma en que la expansión crediticia total del Banco Central estuvo relacionada con el crecimiento de su deuda externa por varios años, particularmente antes y durante la explosión de la crisis financiera de 1980-1982. La reticencia al ajuste se muestra claramente. Todavía en 1983 y en 1984 se reflejan las secuelas de dicha crisis, la cual obligó a la capitalización de obligaciones externas (en buena parte créditos de corto plazo) que no pudieron atenderse durante los períodos más críticos. En efecto, el país declaró una moratoria total en el pago de su deuda externa desde mediados de 1981 y reinició pagos simbólicos a mediados de 1982, como medio de restablecer la negociación con la comunidad financiera internacional.

El expediente que se utilizó como alternativa al ajuste, esto es, el financiamiento en moneda extranjera, empezó a incubar el principal problema y el factor limitante más serio para el crecimiento económico durante los años ochenta. El servicio de la deuda externa se unió a los factores internos tradicionales de expansión monetaria, pero atizada su magnitud por el fuerte crecimiento del tipo de cambio, que para estos efectos se multiplicó por seis en un lapso de escasamente 18 meses, durante el período arriba mencionado.

Gráfico 3
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
Crédito real total en colones y endeudamiento externo en dólares



Fuente: Banco Central de Costa Rica

b) *Subsidios a las tasas de interés*

Estos subsidios se refieren al otorgamiento de crédito a tasas de interés inferiores a las de mercado y, con alguna frecuencia, cercanas a cero. El financiamiento al gobierno mediante la compra de letras del tesoro ha sido tradicionalmente el principal ejemplo de crédito subsidiado, pues se le aplica un tasa de interés del 4% anual. Pero también era frecuente extender redescuento barato a los bancos comerciales para determinados programas de crédito, principalmente relacionados con el financiamiento a los pequeños productores agropecuarios (a tasas iguales o inferiores al 6% anual), que en Costa Rica tradicionalmente han disfrutado de tasas de interés subsidiadas, por razones de política social.

El crédito a la entidad estabilizadora de precios (Consejo Nacional de Producción) también gozaba de una tasa de interés cercana a cero (apenas un 2%), aunque debe advertirse que modificaciones en la legislación ocurridas a fines de 1988 privaron al Banco de la facultad de financiar a esa institución. Finalmente, los préstamos a CODESA mediante la compra de bonos emitidos por ésta, estaban sujetos a tasas no tan reducidas como en los casos anteriores, pero por debajo de las prevalecientes en el mercado en moneda nacional. Este último

tipo de crédito se suspendió en la práctica desde antes de finalizar la década anterior, pero para entonces se habían acumulado saldos de tal magnitud que CODESA no fue en ese entonces, ni ha sido ahora, capaz de hacerle frente siquiera en forma parcial a los intereses sobre tales obligaciones, y menos al principal de ellas.[27]

c) *Otras operaciones cuasifiscales*

Como ocurre en toda clasificación, no siempre resulta clara la ubicación de diferentes elementos en cada uno de los grupos. Las operaciones comentadas en los apartes anteriores tienen como denominador común el originarse en acciones típicamente fiscales: el otorgamiento de subsidios, el fomento de la inversión en determinadas actividades económicas, etc. A la lista anterior deben, sin embargo, agregarse otras operaciones cuya clasificación no parece tan clara.

Uno de tales casos es el aumento en el **endeudamiento externo del banco central**, con el propósito de sostener un tipo de cambio artificialmente bajo. Si bien los créditos para apoyo de balanza de pagos[28] son operaciones normales en la banca central, particularmente cuando ésta se encarga de la administración de las reservas monetarias internacionales, su significado clásico se relaciona con desequilibrios de índole temporal, dentro de una función típica del corto plazo. Por el contrario, cuando los desbalances en el flujo de caja de divisas tienen más permanencia, pueden estar presentándose problemas de tipo estructural o de reticencia a adoptar medidas de ajuste[29] (o ambos simultáneamente), de modo que el endeudamiento externo del banco central se convierte en un simple maquillaje, más que en una solución. Esta clase de actitudes son generalmente inspiradas por decisiones políticas provenientes de las autoridades gubernamentales, pero es dudoso catalogarlas como típicas del ámbito fiscal.

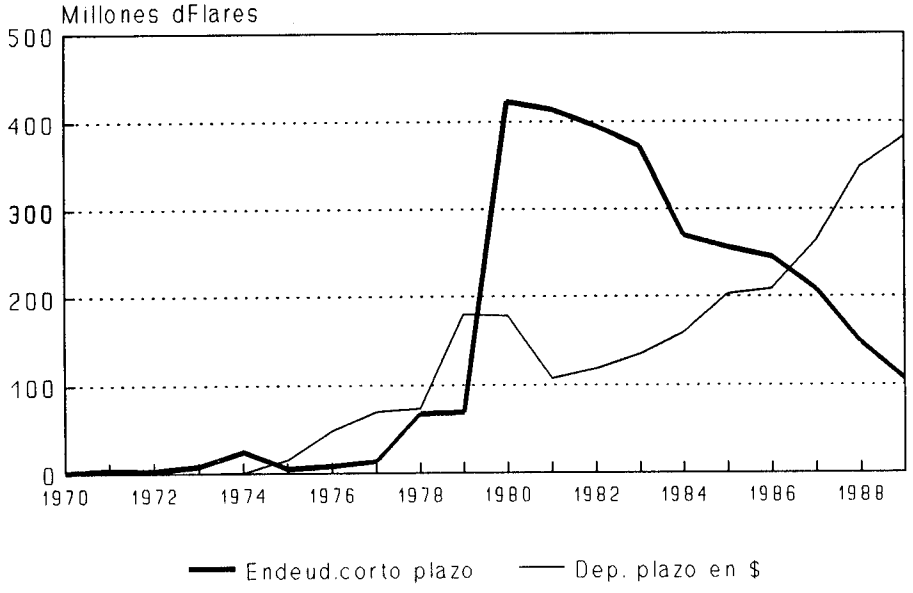
Una variación de estas operaciones es la **captación de depósitos en moneda extranjera**, por intermedio de los bancos comerciales del Estado. Tradicionalmente estos han manejado depósitos en cuenta corriente y de ahorro a la vista en dólares (cuentas de cheques y libretas de ahorro). No obstante, como parte de la apertura financiera tendiente a ofrecer más opciones y, a la vez, ayudar a financiar los requerimientos de divisas, desde 1975 se abrió la posibilidad de captar depósitos a plazo en dólares, que normalmente se han concentrado en plazos de seis meses y menos.

La particularidad de las captaciones de depósitos a plazo en dólares en Costa Rica es que están sujetas a un encaje del 100%, lo cual significa que se realizan por cuenta del Banco Central, el que fija las tasas de interés aplicables y reconoce una comisión a los bancos comerciales del Estado por el manejo de este instrumento. Estos depósitos alcanzaron niveles considerables a fines de la década anterior y tuvieron una caída significativa durante la época de la crisis financiera de 1980-1982, principalmente por razones de desconfianza y no por acciones que limitaran su redención, a pesar de que el país había entrado en una moratoria en la atención del servicio de

su deuda pública externa con la banca comercial internacional. Luego se recuperaron, entre otras cosas gracias a la vuelta a la normalidad en el mercado cambiario y a incentivos de tasa de interés, pues los porcentajes aplicables tuvieron premios superiores a un punto porcentual con respecto a las tasas en Panamá y en Miami. Más recientemente, en los años 1988 y 1989, su crecimiento se ha relacionado mayormente con un mejoramiento en la confianza del depositante, pues las diferencias con la tasas de interés en otras plazas se ha venido reduciendo hasta llegar a alrededor de medio punto porcentual, mientras que el saldo de los depósitos no ha variado su tendencia ascendente.

El gráfico 4 muestra, a partir de 1970, los principales componentes del endeudamiento de corto plazo del Banco Central, constituidos por sus pasivos de reserva (que hacen la diferencia entre las reservas monetarias internacionales brutas y las netas), así como por la captación de depósitos a plazo en moneda extranjera. El endeudamiento de corto plazo para apoyar la caja de divisas se elevó exageradamente en 1980 a casi $ 425 millones y continuó en niveles altos, aunque decrecientes, en los años subsiguientes, para reducirse a una cuarta parte de aquel monto hacia 1989.

Gráfico 4
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
Composición del endeudamiento externo de corto plazo



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Parte importante de la baja que muestra el gráfico se origina en la traslación de pasivos de reserva a crédito externo de mediano y largo plazo, ocurrida principalmente durante la reestructuración de la deuda externa de 1983. No obstante, el saldo de los primeros no se redujo en el monto de esa traslación debido al financiamiento externo (por ejemplo, del Fondo Monetario Internacional) que se utilizó a partir de inicios de 1983, para reducir los considerables efectos contractivos que, de otro modo, habría tenido el proceso de ajuste.

A la enumeración que se ha venido haciendo, debe agregarse la **captación de recursos financieros en el mercado local** por parte del Banco Central de Costa Rica (mediante la colocación de sus propios títulos, los bonos de estabilización monetaria), para financiar parcialmente su déficit. En condiciones normales, esta operación es de tipo monetario y se asemeja al instrumento clásico de las operaciones de mercado abierto. No obstante, se menciona expresamente en esta sección por las circunstancias en que tiene lugar en Costa Rica. La captación de fondos en el mercado para financiar el déficit del Banco Central es permanente y de características muy similares a la deuda interna del Gobierno. Aun cuando se crearan otras fuentes de ingresos que financien totalmente los otros factores que generan el déficit del Banco Central, este pasivo tendría que continuar creciendo en términos reales.[30]

2. Magnitud del déficit cuasifiscal en Costa Rica

La metodología que sigue el Banco Central de Costa Rica para el cálculo de su déficit, está diseñada para obtener directamente de su estado de situación dos diferentes mediciones: una sobre la base del concepto de "devengado" y otra siguiendo el criterio de "caja". La primera se refiere al impacto en el estado de ingresos y egresos del Banco por las operaciones correspondientes a un determinado período, independientemente de si el ingreso y el gasto ocurren en ese mismo período.[31] La segunda corrige el cálculo del déficit devengado, para excluir los ingresos y los pagos no realizados e incluir los efectuados que corresponden a períodos previos.

Ambos conceptos son útiles, cada uno para diferente propósito. El déficit en base devengado se utiliza para medir la situación financiera de mediano plazo del Banco Central, particularmente en cuanto a su capacidad futura para controlar los medios de pago. El déficit en base caja busca analizar en el corto plazo la acción de la política monetaria, pues pretende medir el impacto efectivo de expansión de los medios de pago provocado por este fenómeno.[32]

En condiciones normales, ambas medidas deberían resultar en cifras muy similares, pero este no ha sido el caso de Costa Rica. En virtud de que el componente más importante del déficit del Banco Central es el costo financiero de su propia deuda externa, los atrasos en el servicio de los intereses de ésta tienen una influencia importante. Así por ejemplo, para fines de 1989 se habían acumulado atrasos

por los pagos de intereses sobre esa deuda por cerca de una cuarta parte del principal. Esto implica que la erogación efectiva es inferior a la devengada, lo cual tiene la connotación de un financiamiento "forzado" por una decisión unilateral del país y conduce a que el déficit en base caja sea inferior al devengado.

El cuadro 3-2 incluye una serie histórica desde 1985, la cual desglosa los principales conceptos que componen los ingresos y los egresos financieros del Banco Central de Costa Rica. Para efectos analíticos, esas cifras ameritarán correcciones a fin de dar consideración debida a los efectos de la renegociación de la deuda externa.[33] El cuadro 3-3, por su parte, presenta la misma información, pero expresada como proporción del producto interno bruto del año correspondiente.

CUADRO 3-2
DEFICIT BANCO CENTRAL DE COSTA RICA: 1985-1989
Cifras en millones de colones

	1985	1986	1987	1988	1989
INGRESOS					
Intereses ganados	5 134	6 498	7 276	8 256	10 696
Comisiones varias	386	803	786	748	1 036
Otros conceptos	1 227	1 805	1 606	3 600	3 885
TOTAL INGRESOS BASE DEVENGADO	6 747	9 106	9 668	12 604	15 617
EGRESOS					
Ints. s/Oblig. en Moneda Nacional	2 244	3 504	2 650	5 285	6 704
Intereses s/operac. mer. abierto	1 060	1 196	1 443	1 728	3 931
Intereses s/canjes deuda externa	0	0	401	1 705	2 506
Otros intereses	1 184	2 308	806	1 852	267
Intereses s/Oblig. Mon. Extranjera	13 370	12 469	14 958	17 418	19 570
Ints. y com. s/Dep. Plazo Dólares	1 350	1 142	1 360	2 686	3 966
Ints. y Gastos s/Deuda Externa	12 020	11 327	13 598	14 732	15 604
Otros Egresos	1 654	2 393	1 976	1 557	1 936
Gastos Administrativos	833	1 086	1 013	1 429	1 869
Otros Gastos	821	1 307	963	128	67
TOTAL EGRESOS BASE DEVENGADO	17 268	18 366	19 584	24 260	28 210
DEFICIT(-), SUPERAVIT(+) DEVENGADO	-10 521	-9 260	-9 916	-11 656	-12 593
Más Pagos Netos, diferencia de a-b:	-3 097	6 390	6 376	6 800	6 032
a. del período, no realizados	-9	3 627	7 115	11 511	7 337
b. de períod. anteriores y otros	3 088	-2 763	739	4 711	1 305
DEFICIT(-), SUPERAVIT(+) BASE CAJA	-13 618	-2 870	-3 540	-4 856	-6 561
PRODUCTO INTERNO BRUTO	197 920	246 579	284 852	358 219	428 859
RELACION DEFICIT DEVENGADO/PIB	5.32%	3.76%	3.48%	3.25%	2.94%
RELACION DEFICIT BASE CAJA/PIB	6.88%	1.16%	1.24%	1.36%	1.53%

Fuente: Banco Central de Costa Rica

CUADRO 3-3
DEFICIT BANCO CENTRAL DE COSTA RICA: 1985-1989
- Porcentajes respecto al PIB -

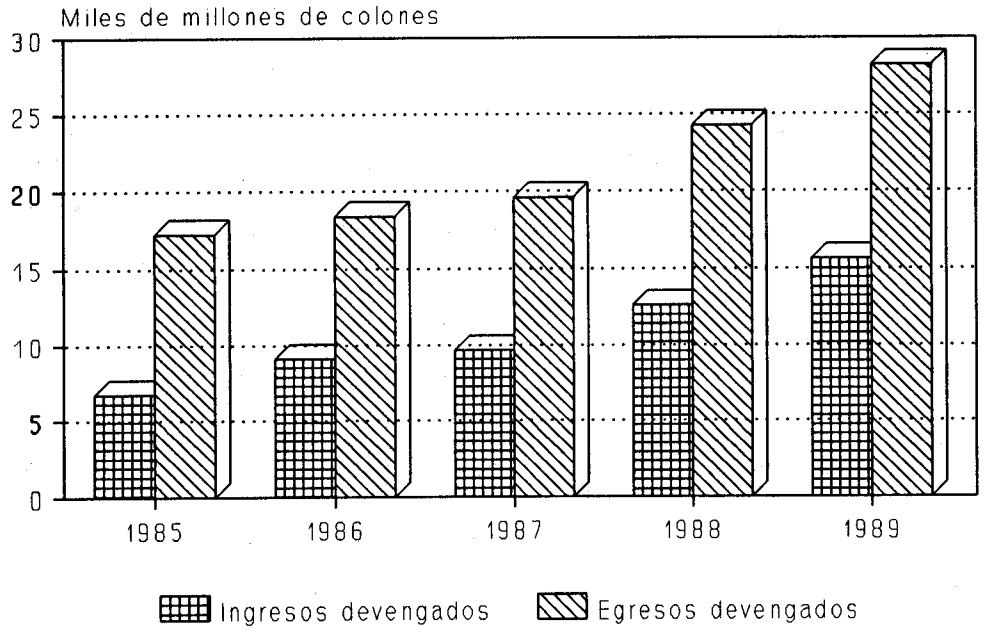
	1985	1986	1987	1988	1989
INGRESOS					
Intereses ganados	2.59%	2.64%	2.55%	2.30%	2.49%
Comisiones varias	0.20%	0.33%	0.28%	0.21%	0.24%
Otros conceptos	0.62%	0.73%	0.56%	1.00%	0.91%
TOTAL INGRESOS BASE DEVENGADO	3.41%	3.69%	3.39%	3.52%	3.64%
EGRESOS					
Ints. s/Oblig. en Moneda Nacional	1.13%	1.42%	0.93%	1.48%	1.56%
Intereses s/operac. mer. abierto	0.54%	0.49%	0.51%	0.48%	0.92%
Intereses s/canjes deuda externa	0.00%	0.00%	0.14%	0.48%	0.58%
Otros intereses	0.60%	0.94%	0.28%	0.52%	0.06%
Intereses s/Oblig. Mon. Extranjera	6.76%	5.06%	5.25%	4.86%	4.56%
Ints. y com. s/Dep. Plazo Dólares	0.68%	0.46%	0.48%	0.75%	0.92%
Ints. y Gastos s/Deuda Externa	6.07%	4.59%	4.77%	4.11%	3.64%
Otros Egresos	0.84%	0.97%	0.69%	0.43%	0.45%
Gastos Administrativos	0.42%	0.44%	0.36%	0.40%	0.44%
Otros Gastos	0.41%	0.53%	0.34%	0.04%	0.02%
TOTAL EGRESOS BASE DEVENGADO	8.72%	7.45%	6.88%	6.77%	6.58%
DEFICIT(-), SUPERAVIT(+) DEVENGADO	-5.32%	-3.76%	-3.48%	-3.25%	-2.94%
Más Pagos Netos, diferencia de a-b:	-1.56%	2.59%	2.24%	1.90%	1.41%
a. del período, no realizados	0.00%	1.47%	2.50%	3.21%	1.71%
b. de períod. anteriores y otros	1.56%	-1.12%	0.26%	1.32%	0.30%
DEFICIT(-), SUPERAVIT(+) BASE CAJA	-6.88%	-1.16%	-1.24%	-1.36%	-1.53%

Fuente: Banco Central de Costa Rica, cifras de Cuentas Nacionales, y cuadro 3-2.

En el gráfico 5 se refleja el problema en toda su magnitud. El déficit se plantea en 1985 como el resultado de ingresos que apenas superan una tercera parte de los gastos. Esta situación ciertamente se ha ido atenuando con el tiempo, al punto que para 1989 ya los ingresos superan a la mitad de los gastos. Los flujos de ayuda externa pueden haber contribuido a explicar este cambio, al igual que la política que se siguió desde 1986 con respecto al servicio de la deuda pública externa. En efecto, hacia mediados de la década la ayuda externa fue más alta que en los años recientes, con el fin de permitir una adecuada gradualidad al proceso de ajuste, en vez de que éste se realizara a través de una contracción severa en los niveles de actividad económica. Por otra parte, el haberse adoptado la política de hacerle frente sólo a una parte de los intereses de la deuda externa desde 1986,[34] permitió reducir durante estos años la transferencia neta de recursos al exterior que de otra forma habría ocurrido. Esto sentó

las bases para un fortalecimiento de la actividad económica, para el funcionamiento de los programas de ajuste estructural que se han puesto en práctica y, por medio de todo ello, para lograr una menor dependencia del capital externo público. De ese modo, ha resultado posible controlar y aún hasta reducir el endeudamiento externo del Banco Central, como ya pudo apreciarse en el gráfico 3, en la sección anterior.

Gráfico 5
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
Ingresos y egresos financieros
1985-1989



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los cuadros 3-2 y 3-3, por su lado, permiten analizar la composición relativa de los diferentes conceptos que influyen en el resultado financiero deficitario del Banco Central de Costa Rica. Con base en la presentación que se hizo en la sección anterior, ya resultaba claro que el principal componente de dicho déficit es el servicio de la deuda externa del Banco Central. El gráfico 6 muestra esta situación, a la vez que refleja claramente la forma en que ha venido reduciéndose la incidencia de dicho endeudamiento externo, aunque todavía se sitúa en niveles muy considerables. Así, de representar en 1985 más de dos terceras partes del total de egresos del Banco, la participación de los intereses sobre su propia deuda externa ha venido

bajando paulatinamente para situarse en un poco más de la mitad de los egresos hacia 1989.

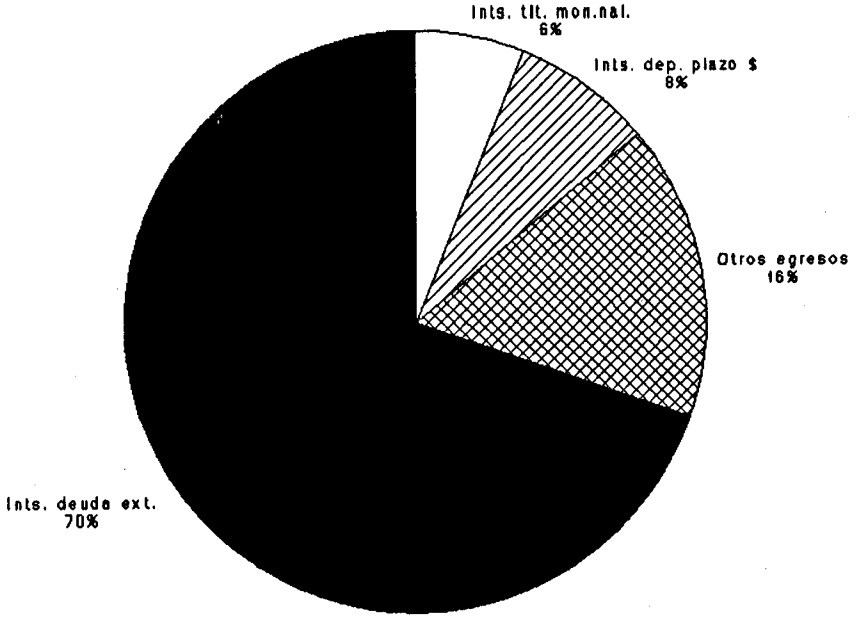
Del gráfico 6 y de los cuadros 3-2 y 3-3, se aprecia también que los intereses sobre obligaciones en moneda nacional han venido ganando importancia. Luego de representar poco más de un 6% del total de los gastos en 1985, han crecido a casi un 23% para 1989. Esta erogación revela dos de los mecanismos que se han utilizado para ayudar a financiar el déficit: la colocación de bonos de estabilización monetaria y la emisión de títulos en colones dentro del programa de reducción de la deuda externa mediante su conversión a obligaciones en moneda nacional, al igual que la de los certificados de la "presa" emitidos en 1981. A su vez, sugiere la necesidad de empezar a poner atención cuidadosa al problema de la deuda interna, pues ésta crece aceleradamente ya no sólo por los requerimientos de financiación del déficit fiscal, sino también por los propios del Banco Central.

El cuadro 3-4 refleja la situación que se ha venido comentando desde el punto de vista del balance del Banco Central, para mostrar la divergencia considerable entre el porcentaje de activos rentables y el de pasivos con costo financiero. En efecto, un 58% de los pasivos totales (incluido el patrimonio) tienen un costo financiero de mercado mientras que, en contraste, sólo un 23% de los activos está en situación similar. El desbalance resulta todavía más claro cuando se aprecia que más de un 75% de los activos del Banco no genera intereses del todo, en tanto los pasivos sin costo financiero no llegan a un 40% del total. El cuadro refleja, en suma, que el Banco Central ha ido adquiriendo pasivos muy costosos, ya sea por devengar tasas de interés de mercado o por estar "indizados" respecto al tipo de cambio, mientras que sus activos tienen una menor calidad, tanto por el rendimiento como por la desprotección respecto al riesgo cambiario.[35]

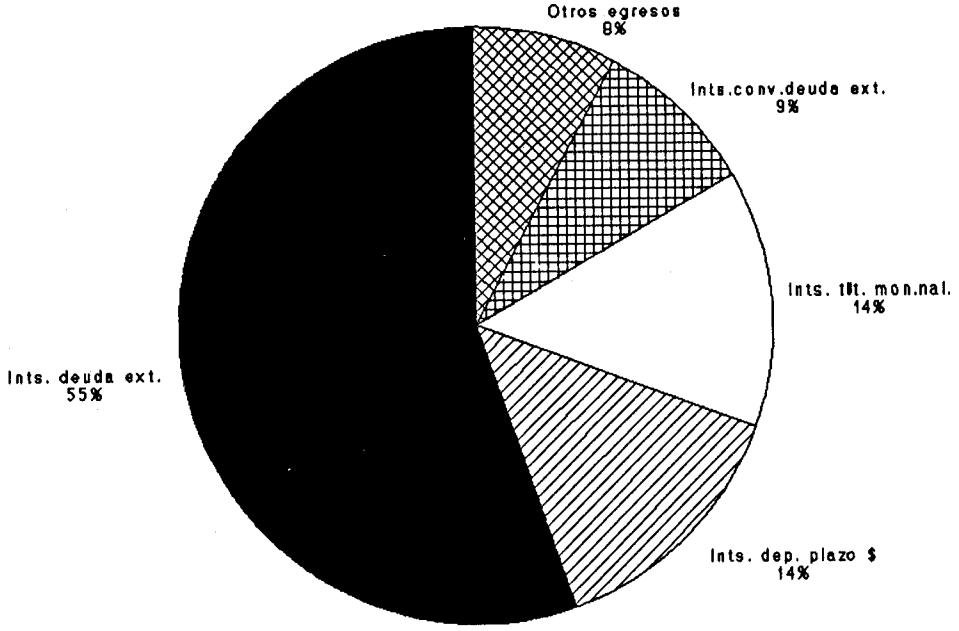
En condiciones como las descritas en el párrafo anterior, aún si el Gobierno no hiciera uso en absoluto del señoreaje, éste sería más que absorbido por el desequilibrio de las finanzas del Banco Central. En efecto, el costo de los pasivos en referencia supera en mucho la ganancia implícita por señoreaje. Si calculáramos este último como el rendimiento implícito de la base monetaria que obtiene el Banco Central por la característica de ese tipo de pasivo, aplicando al efecto una tasa de mercado que podría ser la tasa básica pasiva que calcula el Banco Central,[36] obtendríamos una cifra cercana a ¢ 8 500 millones para 1989. Esa suma representa apenas un 30% de los gastos totales del Banco (sobre la base de gasto devengado), y es inclusive inferior al déficit, del cual representa sólo unas dos terceras partes.

El cuadro 3-4 refleja, además, lo que se ha dicho al inicio de esta sección, en cuanto a las operaciones atípicas del Banco Central de Costa Rica, reflejadas en su balance que, por consiguiente, es también atípico. La presencia de más de dos terceras partes de pasivos costosos y relacionados en general con el endeudamiento externo del Banco, no corresponde a la estructura usual de pasivos de un banco central.

Gráfico 6
COMPOSICION DE LOS EGRESOS DEL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA



1985



1989

CUADRO 3-4
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
ACTIVOS Y PASIVOS SEGUN RENDIMIENTOS Y COSTOS
Estimación para 1989

ACTIVOS	Millones colones	% del total
1. Con tasa igual o mayor que la de mercado		
Depósitos a plazo en bancos del exterior	10 859	2.86%
Inversiones en moneda extranjera	19 188	5.05%
Crédito externo reestructurado	43 985	11.57%
Crédito a bancos	15 815	4.16%
SUBTOTAL	89 847	23.64%
2. Tasa en colones alrededor del 10%		
Crédito al Gobierno	1 657	0.44%
Crédito a bancos	701	0.18%
Crédito a otras instituciones financieras	1 237	0.33%
SUBTOTAL	3 595	0.95%
3. Tasa igual a cero		
Activos externos	35 592	9.36%
Crédito al Gobierno	8 814	2.32%
Crédito a entidades oficiales (CODESA)	7 695	2.02%
Cuenta de Estabilización Monetaria	102 379	26.93%
Cuenta de Revaluaciones Monetarias	97 187	25.57%
Otros activos	34 996	9.21%
SUBTOTAL	286 663	75.42%
TOTAL DE ACTIVOS	380 104	100.00%
PASIVOS		
1. Tasa de Mercado		
Bonos de Estabilización Monetaria (BEM)	20 967	5.52%
Depósitos moneda extranjera, encaje 100%	39 515	10.40%
Captación a Corto Plazo	3 858	1.01%
Obligaciones con el FMI	5 044	1.33%
Pasivos externos corrientes	69 964	18.41%
Pasivos externos refinanciados	80 099	21.07%
Depósitos para serv. deuda externa pública	1 164	0.31%
Pasivos con Gobierno (reestruct. Club París)	1 057	0.28%
SUBTOTAL	221 668	58.32%
2. Tasa inferior a la de mercado		
BEM por conversión de deuda externa	2 236	0.59%
BEM por canje de cert. dep. en $ a colones	7 623	2.01%
SUBTOTAL	9 859	2.59%
3. Tasa igual a cero		
Intereses y comisiones por pagar	38 986	10.26%
Depósitos del Gobierno	12 541	3.30%
Depósitos cuenta corriente de bancos	13 993	3.68%
Emisión monetaria	27 976	7.36%
Depósitos de entidades oficiales	2 617	0.69%
Pasivos por donaciones de AID	14 645	3.85%
Otros pasivos externos	11 769	3.10%
Capital y reservas	6 027	1.59%
Otros pasivos	20 022	5.27%
SUBTOTAL	148 576	39.09%
TOTAL PASIVOS Y CTAS. PATRIMONIALES	380 104	100.00%

CUADRO 3-4 (cont.)
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
ACTIVOS Y PASIVOS SEGUN RENDIMIENTOS Y COSTOS
Estimación para 1989

NOTAS AL CUADRO 3-4

1. El dato sobre depósitos a plazo en bancos del exterior, grupo 1 de los activos, excluye un activo que devenga intereses pero que, en la práctica, no se atienden ni éstos ni el principal (documentación de la deuda comercial con Nicaragua). En tal sentido, es un activo "malo" y, de mantenerse en este grupo, sobrevaluaría los activos rentables en un monto superior a $ 300 millones. Por ese motivo, se ha reducido de este renglón la suma de ¢ 25 172 millones y se ha elevado en ese mismo monto el renglón Activos Externos, del grupo 3 de los activos.

2. El dato sobre crédito a entidades oficiales, grupo 3 de los activos, se refiere principalmente a créditos otorgados a la Corporación Costarricense de Desarrollo y al Consejo Nacional de Producción que, aunque devengan intereses (inferiores a los de mercado), no se atienden ni éstos ni el principal.

3. En el grupo 1 de los pasivos, se incluye un rubro de Captación a corto plazo. Se refiere al sistema llamado de "Inversiones de Corto Plazo" que puso en funcionamiento el Banco Central en 1989, con el propósito de incrementar su presencia en el mercado monetario y tener una herramienta más ágil y propia de su ámbito de acción, para regular los medios de pago.

4. El grupo 2 de los pasivos incluye una parte de los títulos emitidos por conversión de deuda externa a tasas inferiores a las de mercado. El componente más significativo de estas operaciones aparece en el grupo 1 de los pasivos, en el renglón de bonos de estab. monetaria.

5. El rubro Intereses y comisiones por pagar, del grupo 3 de los pasivos, incluye los atrasos por intereses sobre la deuda externa con la banca comercial, que representa más de tres cuartas partes de ese total.

6. En el grupo 3 de los pasivos, se incluye un renglón de "Pasivos por donaciones de AID". Se refiere a depósitos derivados de donaciones de la Agencia para el Desarrollo Internacional, de varios períodos, cuya "monetización" para los propósitos finales a los cuales se destina esa ayuda se pospone en el tiempo, a fin de evitar introducir fuertes presiones expansionistas.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, esquemas de cuentas monetarias, diciembre de 1989. Elaboración realizada por Rosa Roig O.

IV. DEFICIT CUASIFISCAL Y POLITICA MONETARIA

El desequilibrio en las finanzas de la banca central tiene inconvenientes no sólo por constituir un resultado poco usual, sino porque interfiere en el adecuado manejo de un importante elemento dentro de las políticas de estabilización de corto plazo, como es el control de la cantidad de dinero por medio de la política monetaria. Se pretende analizar aquí los problemas que se derivan de esta situación, así como algunas concepciones equivocadas que se han utilizado y se utilizan alrededor de estos temas.

1. Importancia del déficit como factor expansivo

La presentación realizada en la sección anterior no deja duda de que la magnitud del déficit del Banco Central ha sido considerable. Algunas comparaciones permiten situar lo anterior en su adecuada dimensión. Desde 1970 hasta 1989, el saldo del crédito del Banco Central **al sistema financiero** como porcentaje del PIB, fue siempre inferior al déficit devengado también como porcentaje del PIB (de cualquiera de los años entre 1985 y 1988), excepto en 1974. Por otro lado, aparte de los años 1979 a 1981, el saldo **total** del crédito del Banco Central con recursos internos como porcentaje del PIB, difícilmente ha ido más allá del doble del nivel de déficit observado en 1985, medido también como porcentaje del PIB. Esta observación es fuertemente reveladora, cuando se tiene presente que se está haciendo la comparación de una variable de flujo (el déficit) con una de acervo (el saldo de crédito con recursos internos).

Es reveladora también una comparación sobre bases equivalentes, esto es, midiendo el crédito del Banco Central en cada período como un flujo en relación con el PIB, que es directamente comparable con las magnitudes relativas del mismo tipo contempladas en los cuadros 3-2 y 3-3 de la sección anterior. Tomando en cuenta niveles de déficit que apenas en 1989 bajaron ligeramente de un 3% del PIB, resulta claro el exagerado tamaño de este problema. Así, desde 1950 hasta 1989, solamente en tres años, 1974, 1979 y 1980, la expansión crediticia con recursos internos superó el 3% del PIB. El primero de esos años casualmente coincidió con la inflación más alta que se experimentó en los setenta, luego del primer impacto de los precios del petróleo. Los otros dos años precedieron episodios inflacionarios de los más severos que ha afrontado la economía costarricense, y que no se manifestaron plenamente sino hasta en 1980 y en 1981, porque la expansión monetaria de los dos años previos se financió mediante la pérdida de reservas

monetarias internacionales y el endeudamiento externo del Banco Central.[37] Aún si con la renegociación de la deuda externa se lograra bajar el déficit del Banco Central a una cifra entre 1.8% y 2.0% del PIB, apenas pasaría de tres a seis el número de años donde se reflejó un crecimiento del crédito interno del Banco Central superior a esas magnitudes, en treinta años desde la fundación del Banco en que se registró un aumento de esos activos.

Es necesaria una aclaración en este punto. Ciertamente puede no resultar del todo válido que el efecto monetario del crédito del Banco Central con recursos de emisión, se compare con el tamaño del déficit en base devengado, en vez de hacerlo con las cifras en base caja. Esto es particularmente cierto para los últimos cuatro años en los cuales, como se mencionó antes, el segundo concepto ha sido significativamente inferior al primero, por la acumulación de atrasos en el pago de intereses sobre la deuda externa. Pero también se ha dicho antes que el déficit en base devengado es útil para analizar la situación de largo plazo de la política monetaria, y el usarlo para estos propósitos empieza a ser válido hacia el futuro, por cuanto la renegociación de la deuda dará lugar a una normalización en el servicio de las obligaciones y, consiguientemente, hará que ambas mediciones del déficit converjan.

2. Inflexibilidad de la política monetaria

Es evidente que la situación planteada conduce a restar flexibilidad a la política monetaria en el corto plazo y a plantear una situación que puede ser más delicada en el mediano y largo plazo. Cuando no existen mecanismos para reducir el déficit, es preciso recurrir a su financiamiento mediante, por ejemplo, la colocación de títulos entre el público (lo cual eleva el déficit en el monto correspondiente a los pagos de intereses) o la imposición de elevados encajes legales a la banca (con lo que se afecta severamente el proceso de intermediación financiera y su necesario aporte en el crecimiento económico).

Las comparaciones del aparte anterior resultan más significativas si se aprecia que el déficit más que contrarresta la capacidad de expansión del Banco Central permitida por la ganancia derivada del señoreaje. La cifra por este concepto mencionada en la sección anterior (de alrededor de ¢ 8500 millones) representa cerca de un 2% del PIB. Niveles de señoreaje como el señalado han sido tradicionalmente más que suficientes para hacer frente al financiamiento "normal" al sector público. Pero en las actuales circunstancias debe adicionarse el pesado fardo de resultados deficitarios, que son superiores a aquel monto.

El problema de las finanzas del Banco Central de Costa Rica, que incide directamente sobre la política monetaria porque equivale a financiar un déficit fiscal con emisión de dinero, adquiere mayor relevancia cuando se le compara con la situación en otros países, tanto en cuanto a la magnitud como particularmente a su especial naturaleza. En efecto, no sólo se trata de un problema de acervos,

cuyo efecto expansivo sobre la cantidad de dinero se manifiesta año tras año hasta el largo plazo, sino que por tener como su principal componente el endeudamiento externo del Banco Central, no es posible solucionarlo ni siquiera con políticas de tipo inflacionario, como sí ocurre en otros países.

3. Cambio de énfasis en los indicadores monetarios

El análisis monetario tradicional, basado en los balances analíticos simplificados de la banca central, conduce a la igualdad de la base monetaria (BM) con la suma de las reservas monetarias internacionales netas (RMI) y del crédito interno (CI). Así:

(1) $$RIN + CI = BM$$

Una apertura adicional para separar los componentes más importantes del crédito interno así como otros renglones residuales, conduce a la siguiente expresión:

(2) $$RIN + CSB + CSP + OAN = BM$$

donde CSB es el crédito del Banco Central al sistema bancario, CSP es el crédito del Banco Central al sector público y OAN significa "Otros activos netos".

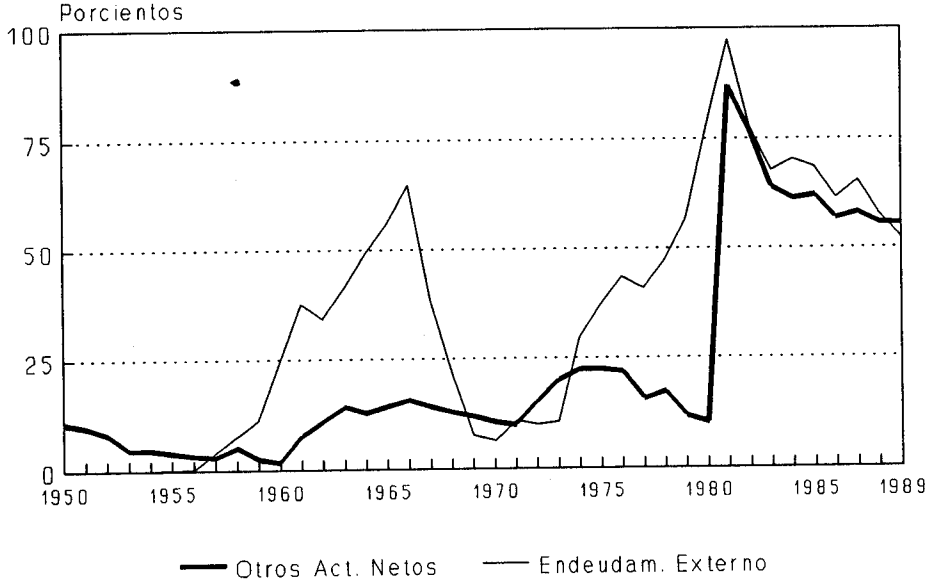
A partir de estos esquemas simples, que fueron el origen del enfoque monetario de la balanza de pagos y de los desarrollos en esa misma dirección por el Fondo Monetario Internacional, bajo la inspiración de Polak (1957), se llega a un enfoque fiscal de los problemas de pagos como el que aparece en Kelly (1982) y que, por lo demás, ha tenido un amplio tratamiento en la literatura. Conforme a esto, el elemento motriz de expansión monetaria usualmente lo constituye el déficit gubernamental, reflejado en este caso mediante el financiamiento de los déficit del sector público por parte de la autoridad monetaria.

Cuando hay una situación de déficit en la banca central originada en su excesivo endeudamiento externo (por lo que, intuitivamente, pocos lo relacionarían con decisiones fiscales o cuasifiscales), el tipo de análisis tradicional que se guía por los montos de financiamiento del banco central al sector público es insuficiente y engañoso. El enfoque se debe desplazar entonces hacia el componente usualmente residual en los balances analíticos de los bancos centrales típicos, esto es, los Otros Activos Netos. Este renglón debe todavía abrirse para dar tratamiento separado al endeudamiento externo de mediano y largo plazo del banco central (EMLP) que, por su propia naturaleza, no forma parte de las reservas monetarias internacionales netas.

El cuadro 3-4 de la sección anterior permite apreciar que los principales componentes de OAN en el balance analítico del Banco Central, cuales son las cuentas de Estabilización Monetaria y de Revaluaciones Monetarias, representan más del 50% del activo total.

Por su parte, el renglón de endeudamiento de mediano y largo plazo, ampliado con el financiamiento externo de corto plazo y con la captación de depósitos en moneda extranjera, representa también alrededor de un 50% del total del pasivo y el patrimonio.

Gráfico 7
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
Otros activos netos y endeudamiento externo
(porcentaje de recursos totales)



El gráfico 7 revela un comportamiento interesante que muestra, aunque en forma parcial, ese desplazamiento del énfasis de los renglones tradicionales del balance analítico de la banca central, hacia otros menos usuales como el endeudamiento externo y los otros activos netos. Se presenta una diferencia importante entre el problema del elevado endeudamiento externo del Banco Central en la década de los sesenta y el ocurrido desde mediados de los setenta. En el primer caso, el crédito externo se contrató en presencia de una política interna prudente, con propósitos estrictamente de apoyo de la balanza de pagos, en buena parte por la debilidad de ésta a raíz de la emergencia originada por las erupciones volcánicas de 1963-1964 y por el deterioro de los precios del café. En el segundo caso, como se ha reflejado en el gráfico 3 de la sección anterior, el aumento en el endeudamiento externo fue precedido de un fuerte incremento en el crédito total del Banco Central con recursos internos. Debido a la persistencia de las altas tasas de variación de ese crédito, el

problema de balanza de pagos no fue solamente de carácter temporal y el financiamiento externo condujo a involucrar al Banco Central en operaciones de largo plazo, hasta que la insostenible situación explotó. Por ese motivo, es a partir de 1980 que también explota el crecimiento de los Otros Activos Netos, lo cual sugiere que desde allí se empezó a acumular un importante volumen de pérdidas del Banco Central.[38]

No obstante, es importante destacar que el problema de la deuda externa y la inflexibilidad de la política monetaria no son, en modo alguno, fenómenos consustanciales, pues de hecho no coexisten en otros países fuertemente endeudados, como es el caso de México. Esto sólo ocurre cuando la banca central ha participado de manera muy activa en el proceso de endeudamiento externo, como se refleja en el referido gráfico 7, debido a que políticas fiscales o gubernamentales inadecuadas en el pasado no se combatieron por medio del ajuste, sino del financiamiento de balanza de pagos.

4. Asimetría del déficit cuasifiscal en Costa Rica

Una forma interesante de analizar la interrelación entre el déficit cuasifiscal del Banco Central y el déficit financiero del resto del sector público, en particular del gobierno, se comenta en Bléjer (1987) y en Robinson y Stella (1988). El argumento es como sigue: normalmente los bancos centrales tienen utilidades considerables, producto fundamentalmente de su capacidad de establecer un impuesto sobre el uso del dinero, esto es, el señoreaje. Si, al hacerse las liquidaciones contables periódicas, se fijan las provisiones y reservas con los criterios técnicos usuales, queda una utilidad considerable que generalmente se transfiere al gobierno, con lo cual éste dispone de un "impuesto" adicional que le permite reducir su déficit.

Cuando el banco central compromete su participación en diferentes actividades de naturaleza fiscal, puede llegar no sólo a compensar los ingresos por señoreaje, sino a excederlos y, de esa manera, presentar un déficit. Con un criterio simétrico, este déficit debería dar lugar a una transferencia, que ahora debería ser desde el gobierno hacia el banco central, reflejándose de ese modo en el déficit fiscal.[39] Pero generalmente esta simetría no se da y el caso de Costa Rica es un ejemplo de esa regla.

Como se explicó en el aparte 3 anterior, las cuentas de Estabilización Monetaria y de Revaluaciones Monetarias tienen una importancia preponderante dentro del renglón de Otros Activos Netos. El artificio que se ha utilizado es el de trasladar a estas cuentas los egresos financieros derivados de operaciones con propósitos monetarios, como son el pago de intereses sobre los bonos de estabilización monetaria y sobre el endeudamiento externo contratado para apoyar la posición de reservas monetarias internacionales. La legislación previó desde el inicio de funciones del Banco Central que, como es usual en la mayoría de los países donde la autoridad monetaria tiene como función el administrar las referidas reservas, las ganancias o pérdi-

das de esas operaciones no se deben computar en los estados de resultados, por las razones que comenta Bléjer (1987); como en este caso las devaluaciones producen pérdidas debido a que la posición neta en moneda extranjera del Banco Central es negativa, éstas se registran en la cuenta de revaluaciones monetarias.

Lo anterior permite que, aún en presencia de resultados deficitarios, los estados contables del Banco Central cierren con utilidades. Ahora bien, en Costa Rica la situación de asimetría arriba mencionada no ha sido completa. En el pasado la determinación de las utilidades distribuibles del Banco Central se ha afectado mediante la constitución de reservas por montos considerables, como medio prudencial para financiar al menos en parte el problema (efectivo o potencial) del déficit. De esa forma se pudo evitar el traslado de importantes sumas para ayudar a cubrir el déficit fiscal, originadas en utilidades meramente contables. Esta situación terminó de consolidarse recientemente, pues desde fines de 1988 la legislación eliminó la transferencia de utilidades al Gobierno, quizá como un reconocimiento de que las maltrechas finanzas del Banco Central ameritarán por algún tiempo eliminar la extracción de este tipo de fondos.

5. El argumento de los recursos de emisión sin costo financiero

La historia económica de las últimas tres décadas ha dejado ver en Costa Rica algunas falacias en relación con los aspectos monetarios. Se argumentó en algunos momentos que el condonar créditos del banco central al gobierno otorgados varios períodos atrás no crea hoy efectos monetarios adversos, debido a que las consecuencias de la emisión supuestamente ya habrían sido absorbidas por la economía. Además, se ha dicho que el otorgamiento de créditos del Banco Central a tasas de interés subsidiadas no tiene implicaciones negativas, puesto que el costo financiero de los recursos de emisión es igual a cero.[40]

Detrás de estos argumentos hay un análisis relativamente simple de la participación de la banca central en la economía, independientemente de las circunstancias particulares que puedan prevalecer. Es aceptable que, si el crédito otorgado al gobierno varios años atrás tuvo finalmente consecuencias inflacionarias, se pudo haber erosionado fuertemente el valor real de su principal. En tales condiciones, es poco lo que ayuda a la política monetaria el que dicho principal desvalorizado por la inflación se repague varios años después. Pero la afirmación pierde validez si, en el momento de otorgar el crédito, el banco central compensó la expansión monetaria ya sea endeudándose internamente (mediante la venta de bonos de estabilización monetaria en el caso de Costa Rica), o bien obteniendo créditos externos para apoyo de balanza de pagos. En tal caso, es posible que el efecto del financiamiento con emisión otorgado originalmente al gobierno no se haya reflejado ni en una pérdida de reservas ni en un aceleramiento de la inflación. El condonar la obligación en tales circunstancias solamente eliminaría el sustento en el lado de los activos rentables

del Banco Central, para atender oportunamente los pasivos en los cuales incurrió como contrapartida de las operaciones originales.

Por otro lado, el otorgar subsidios a otros sectores (gobierno, instituciones, sector privado a través de la banca comercial, etc.) por medio de créditos con tasas de interés reducidas, en condiciones normales no significaría más que compartir con ellos el señoreaje que, de otro modo, los bancos centrales trasladarían al gobierno.[41] Pero cuando el banco central tiene pocos grados de libertad en su política monetaria por la presencia de un déficit en sus finanzas y, por ello, más bien debe incurrir en endeudamiento con otras fuentes para paliar los efectos inmediatos de expansión monetaria provocados por el financiamiento al Gobierno, deja de ser cierto que los recursos de emisión tienen un costo financiero igual a cero. La carga que esto constituye para el banco central se representaría entonces por el costo financiero de las fuentes alternativas de recursos, que pueden incluir no sólo la tasa de interés a la cual el banco toma los fondos, sino también el riesgo cambiario implícito si éstos son de origen externo.[42]

6. Mecanismos para enfrentar el déficit cuasifiscal: financiamiento versus ajuste

Los componentes principales del déficit del Banco Central, conforme se comentó en la sección II, sugieren la existencia de fuertes limitaciones para que esa entidad pueda hacerle frente por sus propios medios. En efecto, los gastos totales se situaron para 1989 por encima del 6.5% del PIB, de los cuales los correspondientes a los intereses sobre obligaciones externas fueron del orden de 4.5% del PIB. En presencia de estas cifras y como ya se ha dicho arriba, los ingresos por concepto de señoreaje resultan insuficientes. Además, no hay mayor posibilidad de adoptar medidas que tiendan a elevar los ingresos totales o a disminuir los egresos, excepto por cantidades marginales en relación con las dimensiones del problema.

Se sigue de ahí que la decisión inmediata de las autoridades monetarias, ante su imposibilidad material de reducir el déficit, consiste en utilizar mecanismos que permitan disminuir sus efectos expansionistas. El financiamiento del déficit se convierte entonces en uno de los elementos cruciales de la política monetaria y, casi, en su principal razón de ser cuando se debe enfrentar un reto de la magnitud expuesta. El principal inconveniente es que, en éste como en los demás casos incluido desde luego el déficit fiscal, el financiamiento es una forma de posponer el ajuste. Más aún, cuando ello ocurre en un banco central, es de esperar que irremediablemente en algún momento se reflejen consecuencias negativas sobre la estabilidad financiera. Cuando los recursos que se obtienen son de origen externo, el límite será el momento en que resulte imposible continuar obteniéndolos. Pero aún si el financiamiento fuera interno, no resulta relevante el análisis de su nivel en términos reales, como sí lo es y acostumbra hacerse para el caso de la deuda interna del Fisco. En el

caso del Banco Central, el conformarse con que su deuda interna no crezca en términos reales significaría aceptar una expansión permanente y cada vez mayor en términos nominales de la cantidad de dinero, así como "indizar" la referida deuda a magnitudes nominales crecientes en un ambiente de inestabilidad financiera continuada.[43]

a) *Financiamiento externo.*

A lo largo de los últimos años, en Costa Rica se han puesto en práctica diversos mecanismos para financiar el déficit del Banco Central con recursos externos. Una lista no exhaustiva incluye: i) los créditos y las donaciones de la Agencia para el Desarrollo Internacional, en forma de ingresos de divisas no "monetizables", buena parte de los cuales se utilizaron en el programa de privatización de las empresas de la Corporación Costarricense de Desarrollo, con la subsiguiente utilización de los recursos en el repago de las obligaciones con el Banco Central; ii) el financiamiento para apoyo de balanza de pagos del Fondo Monetario Internacional; iii) la posposición del servicio de la deuda externa con la banca comercial, mientras que se esterilizan los pagos que internamente hacen los deudores originales al Banco Central por la deuda externa previamente reestructurada; iv) la captación de depósitos a plazo en moneda extranjera, que están afectos a un encaje del 100% (aunque debe reiterarse que la política de fijación de la tasa de interés desde hace algún tiempo no tiene un propósito expreso de incrementar el saldo de este pasivo).

Todos los elementos señalados tienen el inconveniente de que crean una fuente de dependencia de la política monetaria con respecto al exterior, donde las decisiones pueden no resultar congruentes con un proceso gradual y ordenado de solución del problema deficitario, ya sea porque se atan a otro tipo de condicionamientos o intereses de los donantes o acreedores externos, o porque internamente las autoridades económicas no ponen en práctica dicho proceso gradual mediante medidas que disminuyan efectivamente el déficit del Banco Central.

b) *Financiamiento interno.*

Este, por su parte, constituye una vía alternativa cuyo alcance es también limitado y no está exento de inconvenientes. Si se hace mediante la elevación de los encajes mínimos legales, con el fin de evitar incurrir en costos por concepto de la estabilización financiera, se presenta en algún momento la dificultad política de continuar utilizando este instrumento cuando haya llegado a porcentajes elevados. Además, se distorsiona gravemente el proceso de intermediación financiera, al elevarse el costo de realizarla. Esto es incompatible con los esfuerzos para modernizar el sector financiero a fin de que responda de mejor forma a los requerimientos del crecimiento económico. Pero, además, tiene el agravante de que fomenta el funcionamiento de los mercados informales para obviar este tipo de impuesto, con

serias consecuencias para la estabilidad del sector financiero y la confianza del público en su buen funcionamiento, amén de que no se logra el objetivo buscado por la política monetaria.

La realización de operaciones de mercado abierto también tiene limitaciones, aún si se acostumbrara a realizarla en la forma tradicional de negociar títulos de la Tesorería. En algún momento, más tarde o más temprano, el Banco Central terminaría desprendiéndose totalmente de sus tenencias de tales títulos, pues el tamaño del problema exige la aplicación permanente de los instrumentos de política monetaria con una dirección fuertemente restrictiva. El paso siguiente es la colocación de títulos propios de la banca central, esto es, los bonos de estabilización monetaria en el caso de Costa Rica. Su principal desventaja es que obliga al Banco Central a incurrir en un fuerte costo financiero que, para los niveles de tasas de interés actuales, implica la duplicación del saldo total en un término de menos de cuatro años. La circunstancia de que sea menos potente el efecto de cada colón destinado a estabilización monetaria, así como que se introduce una tendencia explosiva en la deuda interna del Banco Central en términos nominales, hace que se reduzca la eficacia de este instrumento.

Los dos casos antes analizados no hacen más que reflejar en forma clara lo que ya se comentó al principio de la sección III: los instrumentos clásicos con los cuales cuenta la banca central resultan útiles y efectivos para hacerle frente a problemas de corto plazo, caracterizados como flujos, pero son totalmente inadecuados e impotentes cuando se deben atacar problemas de endeudamiento de la banca central en el largo plazo, con un componente permanente de expansión monetaria que convierte el problema en uno de saldos (o acervos).

c) *Esquemas de alivio de la deuda externa.*

Es natural que cuando el principal elemento explicativo del déficit del Banco Central es el pesado compromiso de su propia deuda externa, ésta debe constituirse en una de las principales áreas por explorar para la búsqueda de soluciones que conduzcan a una reducción del déficit, más que a su permanente financiamiento. Incidentalmente la deuda externa de Costa Rica tiene la doble condición de representar casi inevitablemente un poderoso freno al crecimiento de la economía y, a la vez, un factor de inestabilidad financiera por la obligada inflexibilidad que introduce en el manejo de la política monetaria.

Los esquemas de alivio de la deuda como el que derivado de la renegociación con la banca comercial extranjera de 1989-1990 es un paso importante en esa dirección.[44] Dicha renegociación implica una reducción cercana al 50% de la deuda pública con la banca comercial extranjera y de casi un 25% de la deuda pública externa del país. Como el Banco Central es el deudor original de casi un 70% de la deuda que se está renegociando, es lógico que el impacto del arreglo sobre su déficit sea considerable, pues se reduciría en alrededor de un 1% del PIB.

d) *Ajuste con medidas fiscales.*

No es meramente circunstancial que, en la escasa literatura todavía existente al respecto, los problemas caracterizados en este trabajo se conozcan como "déficit cuasifiscales" o "parafiscales". La solución parcial del problema de la deuda externa del Banco Central referido en el párrafo anterior, si bien representa un considerable esfuerzo de negociación de las autoridades costarricenses, deja todavía una brecha que puede situarse alrededor del 2% del PIB. Es necesario entonces aplicar correctivos adicionales de ajuste, que ayuden a eliminar o a reducir considerablemente el déficit del Banco Central en un plazo corto, para evitar las secuelas del persistente aumento en el financiamiento en que de otro modo debe incurrir el Banco.

Dada la naturaleza fiscal del fenómeno (o, al menos, derivada de decisiones gubernamentales y de tipo político), es ineludible pensar en que el proceso de ajuste debe continuar con acciones de tipo fiscal. Cuáles pueden ser viables es un problema que debe decidirse en las esferas políticas. Cuáles pueden ser preferibles desde el punto de vista económico es un asunto que escapa de los alcances de este trabajo. Por ello, aquí nos limitamos a ofrecer sin mayores comentarios algunas ideas que podrían considerarse, sin pretender que el listado sea exhaustivo.

Las diversas acciones pueden sacar del Banco Central el problema o bien atenderlo allí mismo. Algunas de ellas son: a) trasladar al Gobierno la deuda externa total del Banco Central, excepto los créditos de corto plazo y los saldos captados en depósitos a plazo en moneda extranjera; b) establecer algún tipo de recargo o de impuesto para atender el servicio de la referida deuda externa en poder del Banco Central; c) efectuar transferencias del Gobierno al Banco Central, en forma de títulos fiscales en condiciones financieras adecuadas para su negociación en el mercado, a fin de que el Banco los pueda utilizar para efectuar sus operaciones de mercado abierto; ch) iniciar un proceso de repago de las obligaciones del Gobierno con el Banco Central, particularmente de las que representan para éste activos no rentables, lo cual podría hacerse con títulos como los mencionados en el punto anterior.

Todas las ideas antes referidas comparten la característica de que requieren necesariamente algún grado de ajuste fiscal. Implican trasladar la carga al Gobierno, como debió haber ocurrido desde el principio, y por lo tanto le obligan a procurar recursos adicionales para cubrir las nuevas erogaciones o, preferiblemente, a reasignar los recursos presupuestarios de usos ineficientes o innecesarios hacia la cimentación de la estabilidad financiera, todavía frágil, que se ha venido logrando en los años posteriores a la severa crisis financiera de 1980-1982.

V. EL DEFICIT DEL BANCO EN EL MARCO DE REFERENCIA GLOBAL

Bental y Eckstein (1988) proponen que las tendencias y correlaciones entre el déficit público, los ingresos derivados de la creación del dinero (señoreaje) y la inflación dependen de las expectativas sobre los futuros déficit públicos y su financiamiento. Ese resultado y la eventual necesidad de adoptar medidas transitorias para buscar una solución de presupuesto público[45] a un problema cuasifiscal hacen necesario el mirar el problema local del déficit de la autoridad monetaria en el contexto macroeconómico del déficit consolidado. El planteo de potenciales medidas requeriría un marco de equilibrio general[46] pero no se cuenta con ese instrumento analítico. Marshall y Schmidt-Hebbel propusieron un camino alternativo que permite integrar operaciones de distintos entes públicos, agruparlas de variadas maneras y, lo más útil, identificar las variables de política pública, las exógenas y las pasivas internas asociadas con el determinado proceso. Aunque el instrumento es de carácter general y determinístico, la instancia en que ha resultado más fértil es en el estudio de los déficit, las tendencias y correlaciones con la propia génesis, en el espíritu de Bental y Eckstein.

La discusión de la sección previa sobre el origen y dimensión del déficit del Banco Central de Costa Rica deja dos marcos conceptuales implícitamente abiertos y se les puede asociar con preguntas relativas al tamaño absoluto del déficit público global como variable de escala y a las diferencias existentes entre las vertientes causales de ambos desequilibrios. Las consecuencias para la política pública de las respuestas a tales interrogantes son del mayor interés y conviene retomar el concepto de déficit como medida de las necesidades de financiamiento del sector público (NFSP).

Ese desequilibrio corresponde a las presiones que el gobierno, en su más amplio sentido, impone al ahorro del resto de los agentes económicos (sector privado y resto del mundo). A su vez, es oportuno introducir el concepto de déficit operacional, que corrige por efecto de la inflación, tanto en su capacidad de reducir la deuda pública (en términos reales) como a su incremento en la tasa de interés nominal. El déficit operacional es congruente con el supuesto de que los sectores privado y externo carecen de ilusión monetaria y de restricción de liquidez. Pero hay un concepto adicional que es pertinente: el déficit no financiero (DNFSP) definido como el operacional (DOSP) corregido por el pago de intereses reales. Su complemento corresponde al servicio de las deudas interna y externa, pero esto podría resultar más claro si se definen formalmente las variables involucradas.

En una economía simplificada, y siguiendo la notación de Lerda (1989), tenemos en términos nominales y reales (minúsculas) que:

(1) $NFSP = \hat{B}+\hat{H}+E\hat{F} = DNFSP+DFSP = DNFSP+iB+Ei^*F$

(2) $nfsp = (\hat{B}+\hat{H}+E\hat{F})/P = dnfsp+ib+i^*f$

(3) $dosp = nfsp-b\pi-f\pi^* = (\hat{b}+\hat{h}+\hat{f}+f\pi^*)+(\pi h-f(\hat{E}-\pi))$

(4) $dnfsp = nfsp-ib-i^*f=dosp-(i-\pi)b-(i^*-\pi^*)f$

(5) $gc=\pi h-f(\hat{E}-\pi)$

(6) $pnsp = dosp-gc = (\hat{b}+\hat{h}+\hat{f}-f\pi^*) = dnfsp+(i-\pi)b+(i-\pi^*)f+f(\hat{E}-\pi)-\pi h$

donde el déficit es financiado por colocación de tres pasivos: bonos (B), base monetaria (H) y deuda externa(EF); las ganancias de capital (GC) corresponden a la erosión de la base monetaria y al efecto de la devaluación real sobre la deuda pública externa; el cambio en la posición neta patrimonial real del sector público (pnsp) se refiere a la acumulación de deuda pública real total. En la presentación anterior "π" es la tasa de inflación, el signo "^" representa variaciones, mientras que el asterisco "*" se refiere a variables externas. Es importante notar que en (8) la posición patrimonial neta del sector público corresponde a la suma de cinco componentes: déficit no financiero real, déficit financiero real interno, déficit financiero real externo, el cambio en el valor de la deuda externa y la resta del impuesto inflacionario. Esa nomenclatura es susceptible de descomposición en varios sentidos, pero se presentará en términos de la ecuación (4).[47]

La descomposición del déficit público global, permite la identificación causal de sus determinantes económicos y las interrelaciones funcionales que los asocian. Son estos los elementos esenciales para entender la génesis y alternativas de acción respecto a las operaciones parafiscales del Banco Central de Costa Rica que se plantearon en la sección previa. En este ejercicio las fuentes de variación[48] se agrupan en dos categorías: a) **activas**, aquellas cuya magnitud depende de la discrecionalidad de las autoridades económicas en el contexto de su propósito de influir sobre otras variables económicas de importancia, y b) **pasivas**, las que se originan fuera del dominio puramente fiscal, pero que condicionan el manejo de las finanzas públicas. Esta nomenclatura es útil en la comprensión de las rangos de acción y los límites que enfrenta el sector público o sus entidades componentes.[49]

La descomposición propuesta por Marshall y Schmidt-Hebbel (1989) no es en sentido formal un modelo económico, donde interesan los determinantes funcionales para realizar estimaciones paramétricas de contenido empírico; sino que más bien es un procedimiento contable, donde cada partida fiscal es descompuesta según sus causantes directos y no en función de las variables de las cuales dependen tales determinantes. No obstante, el esquema es susceptible de ser enmendado con supuestos de comportamiento y en particular su ecuación 35 puede emplearse para ilustrar las consecuencias que para el déficit puedan

tener modificaciones en variables exógenas.[50] Es útil tomar en cuenta que el enfoque de Marshall y Schmidt-Hebbel implica analizar los cambios en las variables a explicar por intervalo de tiempo -un año en este caso.

La metodología requiere identificar las fuentes y usos de fondos del sector público y las principales restricciones (de flujos) de los distintos subsectores que lo componen.[51] Una versión más amplia de este trabajo (véase Delgado y Vargas, 1990) describe las principales partidas contables que identifican los ingresos, los gastos y el financiamiento del sector público, así como las variables usadas en el ejercicio de descomposición. Aquí solamente se hará referencia a lo correspondiente al Banco Central.

La descomposición a la Marshall y Schmidt-Hebbel se aplicó exitosamente al déficit de la autoridad monetaria costarricense para el período 1986-1989, único para el cual fue posible reunir los datos necesarios. El trabajo original realizado por el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco Central de Costa Rica, como parte de un programa de investigación conjuntamente con el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), contiene una presentación organizada primero en torno de los ingresos y luego de los gastos (Angulo, Hidalgo y Orozco, 1990). No obstante, para nuestros efectos solamente incluiremos el cuadro 5-1, el cual se refiere al concepto residual de déficit. Es importante tener presente que las unidades naturales de medida son cambios en la razón "variable de interés-producto interno bruto", de manera que las magnitudes que arroja el ejercicio resultan ser muy pequeñas para la mayor parte de las variables involucradas. Una segunda observación es que un crecimiento en la razón sólo se dará cuando el numerador crezca más que el producto en términos nominales (o multiplicativamente, el producto real por los precios).

Aunque el detalle separado de ingresos y egresos no aparece en el cuadro 5-1, es interesante anotar que en los egresos hay una caída por intereses externos, al tiempo que la variación en el tipo de cambio y el incremento en los préstamos son los determinantes de la mejoría en los ingresos. Dos conclusiones se pueden extraer: a) las variables de política responden a cambios en las condiciones internas de la economía y b) la mejora o ausencia de ésta obedece al resultado de las variables internas. Esto refuerza los argumentos de las secciones 3 y 4, en cuanto a que es muy poco lo que la que la autoridad monetaria puede hacer para reducir el déficit -vía ingresos- con instrumentos que estén bajo su control.

Entre los instrumentos de política más importantes están el tipo de cambio y la variación en los montos colocados de préstamos redituables, con el agravante de que en este último caso una acción del Banco Central tendiente a mejorar sus ingresos sería de tipo "procíclico", en el sentido de que implicaría expansión monetaria en circunstancias en las cuales lo prudente es precisamente lo contrario, debido a que el déficit por sí sólo tiene un efecto expansivo. La tasa de interés foránea es, por su parte, la variable más destacada entre las externas.

CUADRO 5-1

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA DESCOMPOSICION DEL DEFICIT

(Porcentajes del Producto Interno Bruto)

	1986	1987	1988	1989
VARIABLES EXOGENAS INTERNAS	0.67	0.40	0.98	0.73
Saldo préstamos CODESA	-0.06	-0.01	-0.01	-0.01
Tasa interés CODESA	0.03	0.00	0.01	-0.01
Saldo préstamos CNP	0.00	0.00	0.00	0.00
Tasa de interés CNP	0.00	0.00	0.00	0.00
Saldo bonos fiscales	0.02	0.01	0.00	0.00
Ingresos tributarios	0.02	0.01	0.02	0.01
Venta de divisas	0.01	0.05	0.00	0.03
Saldo "overnight"	0.00	0.00	0.00	0.00
Saldo deuda externa	-0.50	-0.08	0.14	0.21
Indice salarios mínimos	-0.04	-0.03	-0.02	-0.03
PIB	0.31	0.16	0.13	0.15
Precios	0.89	0.29	0.70	0.38
VARIABLES EXTERNAS	0.90	-0.09	-0.42	-0.33
Tasa interés	0.90	-0.09	-0.42	-0.33
VARIABLES DE POLITICA	-0.05	-0.11	-1.14	-0.77
Saldo préstamos a bancos	0.00	0.09	0.14	0.06
Saldo préstamo Proy. Espec.	0.18	0.14	0.08	0.04
Tasa básica	0.01	0.00	0.02	0.00
Saldo préstamo renegociación	0.13	0.20	0.03	-0.04
Saldo inversión US$ plazo	0.38	0.02	0.04	0.03
Saldo inversión US$ vista	0.00	0.00	0.07	0.07
Saldo crédito revolvente	0.00	-0.06	-0.09	0.00
Tipo de cambio	-0.64	-0.35	-0.67	-0.17
Saldo BEM público	0.03	-0.06	-0.37	-0.21
Tasa básica	-0.04	-0.02	-0.07	0.00
BEM convertibles	0.00	0.00	-0.13	-0.07
Tasa básica	0.00	0.00	-0.02	-0.00
Saldo BEM presa	0.00	0.00	-0.06	-0.31
Tasa básica	0.00	0.00	0.00	0.00
Saldo depósitos plazo US$	-0.09	-0.07	-0.12	-0.16
Tasa depósitos plazo	0.00	0.00	0.00	0.00
Número de empleados	-0.01	0.00	-0.01	-0.01
VARIABLES NO DESCOMPUESTAS	-0.39	0.59	-0.24	0.37
Otros ingresos	0.08	-0.18	-0.30	-0.10
Intereses (BEM:AID)	-0.47	0.61	-0.23	0.40
Otros gastos	0.00	0.15	0.30	0.07
RESIDUO	0.43	-0.51	1.05	0.30
VARIACION EXPLICADA	1.52	0.20	-0.59	-0.37
VARIACION NO EXPLICADA	0.04	0.08	0.81	0.67
VARIACION TOTAL	1.56	0.27	0.22	0.31

En términos de egresos, hay tres elementos que explican la mayor parte de la variación: la tasa de interés externa, la colocación de bonos de estabilización monetaria y el costo de los depósitos a plazo en dólares. En el caso de la primera variable, el hallazgo es coincidente con lo que se ha dicho en la tercera sección de este estudio, en cuanto al considerable peso que tiene la deuda externa del Banco Central de Costa Rica, no sólo dentro de sus propios pasivos sino, lo que es más grave, dentro de la deuda externa total del país, cuya magnitud es desproporcionada.

Se argumentó con fuerza que la colocación de títulos propios del Banco Central (bonos de estabilización monetaria) por medio de los cuales realiza el equivalente a las operaciones de mercado abierto, había perdido la mayor parte de su naturaleza de instrumento de regulación de la cantidad de dinero para convertirse en un mecanismo cuasifiscal, porque ha debido utilizarse en forma intensa como un medio de financiar el déficit del Banco Central; no parece necesario abundar sobre ese resultado. La tasa de interés externa y el costo de los depósitos en dólares refuerzan el creciente papel de acomodarse forzadamente a las decisiones de otros, que le ha tocado asumir a la autoridad monetaria. El crecimiento del producto y de los precios contribuyen a diluir los gastos en términos relativos, pero de nuevo, son variables exógenas para el Banco Central.

Esta sección se inició con el planteamiento de un enlace entre el déficit del Banco Central de Costa Rica y el del sector público consolidado. La línea analítica se continúa hacia una esfera más general, la economía como un todo, para lo cual hay que incorporar el comportamiento del sector privado. Aunque un intento por hacerlo escapa a los objetivos de este documento, es interesante la visión de Gramlich (1984) de que las unidades familiares, tanto en su decisiones de gasto como en la escogencia de los funcionarios públicos transparentan una clara preferencia por el consumo presente. Ello es congruente con la evidencia de tasas de ahorro público y privado declinantes y pone en entredicho la validez empírica de la equivalencia ricardiana.

VI. COMENTARIOS FINALES

Este trabajo tiene un importante ingrediente de tipo descriptivo, para aclarar la naturaleza, las causas y la dimensión del déficit que afronta la banca central en Costa Rica, una vez situado el tema en el contexto más amplio de las operaciones y de los déficit cuasifiscales. Algunos elementos analíticos, que se incluyen en las secciones III y IV, revelan que, como usualmente ocurre ante esta clase de problemas, las causas se encuentran en la realización por parte del Banco Central de operaciones que no son propias de la función monetaria, sino más bien del área fiscal.

La información que se ofrece muestra en forma clara que el principal motivo generador de déficit de la autoridad monetaria en Costa Rica lo constituye la excesiva carga de su propia deuda externa, lo cual convierte el problema en uno de acervos (o "stocks") que tiene implicaciones de largo plazo, en vez de uno de flujos con dimensión de corto plazo, como es lo propio en la teoría y en la práctica de la banca central.

El análisis que se incluye basado en la metodología de descomposición del déficit desarrollada por Marshall y Schmidt-Hebbel, refuerza lo expresado sobre causas y consecuencias en las secciones III y IV. Se aprecia que el crecimiento del PIB nominal ha venido siendo uno de los principales factores para explicar la caída en la relación déficit/PIB, lo cual desde luego implica que la política monetaria ha sido prudente en el grado necesario para no contrarrestar aquel efecto.

No obstante, aunque la descomposición del déficit está sujeta a refinamientos posteriores para utilizar mejores datos estadísticos de los que se usaron en algunos casos (lo cual se refleja en el considerable peso de las variaciones no explicadas), resulta evidente de este ejercicio numérico que son muy limitados los factores sobre los cuales puede actuar por sí sola la autoridad monetaria. Así por ejemplo, el incremento en el saldo de la cartera de préstamos del Banco Central podría tener un impacto importante en la reducción del déficit actual, pero con consecuencias negativas en el futuro por implicar una política monetaria expansionista, contraria a los requerimientos de la situación creada por el propio déficit cuasifiscal, en cuanto a demandar el uso de instrumentos de política monetaria en dirección restrictiva.

Las vías de solución parecen limitarse entonces a la reducción de los pasivos del Banco Central, particularmente los de origen externo y con características de largo plazo. La renegociación de la deuda externa lograda en mayo de 1990, luego de varios años de inten-

sas negociaciones, sin duda es una medida en esta dirección. No obstante, es claro que resulta insuficiente y que debe complementarse con otras acciones, probablemente de naturaleza típicamente fiscal. De ese modo, se ayudaría a reducir el efecto de un déficit que, por estar localizado en la banca central, se debe financiar automáticamente con emisión monetaria, ya sea ahora o en el futuro, si de momento se utilizaran paliativos temporales.

Notas

[1] Ver, por ejemplo, Lizano (1986), Rodríguez (1987) y Delgado (1989).

[2] Véase Harberger (1978 y 1980). La relación causal entre desequilibrios fiscales e inflación ha sido ampliamente aceptada en la literatura, independientemente de las consideraciones en relación con la mayor o menor intervención del Estado en la economía. Quienes consideran que ésta debe ser mayor, más que discutir la validez de aquella relación o las consecuencias, centran sus argumentos en problemas de desigualdad distributiva, derivados del inadecuado funcionamiento de los mercados sin regulación e intervención estrecha del Estado.

[3] Hay gran cantidad de literatura sobre el tema, pero una síntesis reciente puede verse en Edwards (1990). Por su parte, Kelly (1982) ha puesto en la misma dimensión lo que podría llamarse un "enfoque fiscal de la balanza de pagos". En general, los escritos de los investigadores del Fondo, muchos de los cuales los publica la misma institución en Staff Papers, así como el Banco Mundial en The World Bank Research Observer y en The World Bank Economic Review, están ampliamente recargados en esta dirección al discutir el tema. Debe mencionarse, sin embargo, lo que la literatura ha venido a identificar como el "efecto Barro" o la "equivalencia ricardiana" elaborada por Robert Barro (véase Barro, 1989), enfoque conforme al cual los déficit fiscales no conducen a un deterioro del equilibrio externo, pues bajo ciertos supuestos más bien lo que generan es un aumento en el ahorro privado para compensar el "desahorro" público.

[4] Véase al efecto Angulo e Hidalgo (1990). En la página 32 se resume la desagregación efectuada en cinco grandes conceptos, con cifras para 1989. Es interesante observar que el resultado obtenido sugiere que, en ausencia de las operaciones cuasifiscales, el Banco Central habría tenido un superávit congruente con el rendimiento esperado por concepto de señoreaje. Por lo tanto, puede esperarse que el cálculo global sea bastante aceptable, aunque puedan plantearse diferencias conceptuales sobre la forma de agrupar las distintas fuentes de operaciones cuasifiscales.

[5] En Argentina, por ejemplo, el otorgamiento de créditos por parte de su banco central a intermediarios financieros para trasladarlos al sector agrícola, en sustitución de subsidios que concedía el

gobierno, ha representado por falta de recuperación una parte importante del déficit cuasifiscal de esa institución.

[6] Ver, por ejemplo, Arnaudo (1988) y las referencias en él citadas.

[7] Ver por ejemplo Bléjer (1987), Dornbusch y Fischer (1985) o Edwards (1988).

[8] El disfrute del señoreaje y el usufructo del cuasimonopolio del régimen cambiario, no son aspectos que naturalmente se asociarían con resultados deficitarios. La relativa poca comprensión del fenómeno (en círculos extraños al de los banqueros centrales) ha tendido a complicar un problema cuya solución implica con frecuencia medidas dolorosas.

[9] Una de las primeras contribuciones analíticas sobre el tema aparece en Bléjer y Chu (1988), pero el campo se mantiene virgen en libros de texto de finanzas públicas o teoría monetaria (elementales o avanzados).

[10] Es posible que en ausencia de ese elemento de perdurabilidad, la relativa carencia de un enfoque analítico que se comentó en la nota precedente no sería un uso irracional de los recursos investigativos.

[11] Bléjer y Cheasty citan la preocupación de los autores europeos (especialmente teutones) por las pérdidas de valor de sus activos denominados en dólares estadounidenses, resultantes de la depreciación de esa moneda. No obstante, la naturaleza del fenómeno, sus consecuencias y su magnitud inferior al señoreaje les tornan irrelevantes en el presente contexto.

[12] En estricto apego a la evidencia empírica, debe mencionarse que estas operaciones son un camino de doble vía, y a menudo ocurre que la autoridad obtiene superávit de la base monetaria por la que no paga interés (y en ambientes inflacionarios los montos asociados no son pequeños) o por la compra de divisas de los exportadores a precios menores que a los que vende al público.

[13] Véase, por ejemplo, Barbosa de Holanda (1987) y especialmente Lerda (1988), donde se discuten profusamente las distintas vertientes analíticas del concepto y se provee en su ecuación (2) una definición bastante satisfactoria.

[14] Véase en Cuadernos de Economía, año 26, Nº77, la discusión sobre los méritos y razones para la autonomía de un banco central. Las ponencias de Massad y Zahler son particularmente relevantes. Parece claro que generalmente hay una estrecha correlación entre las operaciones cuasifiscales de la banca central y la sujeción de sus acciones y decisiones a criterios políticos o de interés fiscal, en contraposición al monetario.

[15] Véase Vargas y Villasuso (1989).

[16] En Costa Rica la legislación de la banca central se modificó a principios de los años setenta para agregarle objetivos relacionados con la parte real de la economía. Concretamente se le encargó "... promover el ordenado desarrollo de la economía costarricense, dentro del propósito de lograr la ocupación plena de los recursos productivos de la Nación...", mediante ley Nº 4646 del 20 de octubre de 1970. Ello es un excelente ejemplo del dilema clásico de las operaciones

parafiscales, pues se encomendaron nuevas responsabilidades y no se modificaron los instrumentos con los cuales contaba el Banco Central de Costa Rica. Es esta una variante más compleja del problema planteado por Tinbergen sobre objetivos e instrumentos, más en línea con los casos de sistemas subidentificados del análisis econométrico.

[17] En la célebre polémica Harberger-Iglesias (s.f.), el primero inició su participación con la observación empírica de que, cada vez que en América Latina se desea realizar alguna acción en la esfera productiva, se encarga de ello al sector privado mediante el otorgamiento de un beneficio fiscal (subsidio en su sentido más general). En una reciente contribución, el Prof. Harberger (1988) reitera su llamado, pero todavía el mensaje parece no llegar a los formuladores de política en varios países de la región.

[18] Un análisis casual podría sugerir el empleo del símil de que lo fiscal y lo monetario son dos bolsas del mismo individuo y que el hacer una distinción entre ambos campos sólo provocaría inflexibilidad contable. La principal dificultad de ese enfoque radica en que la banca central carece del recurso soberano de crear impuestos (excepto el inflacionario) y, por ende, su situación patrimonial está a merced de acciones que no reflejan su capacidad para satisfacer sus cometidos con eficiencia.

[19] No se pretende cuestionar los méritos relativos de las distintas actividades que son favorecidas con estos privilegios. Las dificultades que éstas plantean son al menos dos: a) el subsidio debería ser transparente y, por ello, lo natural es que apareciera explícito en el presupuesto de la Nación, y b) la capacidad del ente emisor para otorgar subsidios destinados a causas nobles está limitado por sus recursos financieros.

[20] Véase González Vega [1984], particularmente las páginas 39-42, donde se hace amplia referencia a la artificialidad de la política cambiaria que se siguió en esa época.

[21] Para entonces, las tasas de interés en los mercados internacionales habían subido a niveles sin precedentes desde hacía varias décadas. En efecto, en 1981 el LIBOR (London Interbank Offer Rate) sobrepasó el 18%. El dato utilizado para los cálculos anteriores fue el 16%, nivel alrededor del cual se situaba dicha tasa hacia el mes de abril de 1981.

[22] Dentro de estos créditos se incluyen algunos con el Banco Mundial, que no solo insistió en que el deudor fuera el Banco Central (con el propósito de permitir el acceso de todos los bancos a los recursos) sino que inclusive estableció contractualmente la obligación de crear una unidad especial en el Banco Central, para la evaluación y seguimiento de los proyectos.

[23] Aunque las devaluaciones no fueron novedad absoluta en el contexto macroeconómico costarricense durante la vigencia del patrón oro-dólar, no se tenía memoria de una modificación del tipo de cambio mayor de 30%.

[24] La Corporación Costarricense de Desarrollo se creó a inicios de los años setenta, bajo el concepto de una corporación de inversiones estatal, con el fin de promover la inversión en áreas prioritarias

mediante un impulso inicial por parte del Estado. No obstante, en general sus resultados fueron pobres y su capacidad de repago de las obligaciones bancarias fue prácticamente nula.

[25] Las cifras en las que se basa el gráfico 1 excluyen el financiamiento derivado de las obligaciones asumidas por el Banco Central con motivo de la reestructuración de la deuda externa, que empezó a computarse a partir de 1983, cuando ocurrió la primera de ellas. La naturaleza de estas obligaciones es especial y, hasta ahora, sus peligros para la estabilidad monetaria han sido sólo potenciales. En efecto, el Banco Central asume la deuda con el exterior por los montos reestructurados y, paralelamente, registra un crédito a los deudores originales expresado en moneda extranjera, lo cual elimina el riesgo cambiario para el Banco Central. Por tratarse de un artificio contable, que no ayuda al análisis de las relaciones causa-efecto, se ha excluido este renglón de los cuadros e ilustraciones al respecto.

[26] El Banco Central tiene una limitación expresa en su ley orgánica para el financiamiento al Gobierno mediante la compra de letras del tesoro, las cuales deben ser de corto plazo y hasta por un doceavo del presupuesto nacional. En 1979 y en 1980 se utilizó más bien el mecanismo de financiar a los bancos comerciales del Estado, lo cual les permitió adquirir bonos fiscales y de esa manera financiar a la Tesorería Nacional. Estas operaciones se mencionan en las Memorias Anuales del Banco Central, de 1979 (páginas 38 y 39) y de 1980 (página 37).

[27] Las finanzas de CODESA ciertamente no han dejado margen para atender sus obligaciones con el Banco Central, las cuales dieron lugar a una acumulación de intereses considerables, que empezó a reducirse paulatinamente a partir de 1985. En efecto, para entonces se puso en práctica un programa de desmantelamiento de la estructura de esta institución, mediante la venta de sus principales empresas al sector privado, a través de un programa de la Agencia para el Desarrollo Internacional de los Estados Unidos de América. El producto de tales ventas permitió bajar las deudas de CODESA con el Banco Central en forma apreciable.

[28] Este tipo de financiamiento para apoyo de las reservas monetarias internacionales se caracteriza porque su producto no se "monetiza". Al otorgarse directamente al Banco Central y por no relacionarse con funciones de intermediación de éste, no existe emisión de moneda nacional.

[29] Este fenómeno fue corriente durante la vigencia del patrón "oro-dólar" hasta inicios de los setenta, cuando era usual que la devaluación se considerara como tabú. No obstante el tiempo transcurrido desde que terminó el dominio de paridades fijas, es posible todavía encontrar ese tipo de reacción. En Costa Rica se observó marcadamente a finales de los setenta, lo cual se ha recogido en diversos escritos, particularmente en González-Vega (1984) y Céspedes et al. (1983).

[30] En efecto, para evitar consecuencias expansionistas, el saldo de dichos títulos debe crecer en cada período en (1+r), donde r es la tasa pasiva en el mercado, a la cual el Bco. Central coloca sus títu-

los. Como normalmente se esperaría que ésta sea positiva en términos reales ($r > \pi$, donde π es la tasa de inflación), el referido saldo también aumentaría en términos reales en cada período. Específicamente, la tasa de crecimiento anual del saldo de bonos de estabilización monetaria expresado en términos reales, sería igual a $[(1+r)/(1+\pi)]-1$.

[31] El estado de resultados que se obtiene de la contabilidad no es útil para analizar el fenómeno que interesa. Conforme lo establece la Ley Orgánica, del renglón de egresos se excluyen los gastos financieros originados en tareas propias de estabilización, como los derivados de la venta de bonos de estabilización monetaria y del endeudamiento externo para apoyo de las reservas monetarias internacionales. La diferencia es cuantiosa, como lo refleja el hecho de que, formalmente, en cada período la institución cierra sus libros con utilidades. Por ese motivo, se cuenta con una metodología alternativa para ordenar los diferentes conceptos con propósitos analíticos, de modo que reflejen los verdaderos resultados financieros. Ver Soto et al.(1989).

[32] La medición actual en base "caja" no brinda todavía este tipo de resultados. Requiere de una investigación sobre las diferentes partidas contables, con el propósito de especificar una medición que explícitamente arroje los cálculos correspondientes a un tercer concepto, el déficit con impacto monetario. El déficit base "caja" que actualmente se calcula, puede dar lugar a considerar como erogaciones ciertas operaciones de cancelación de pasivos (por ejemplo, por intereses pendientes de pago), que no implican expansión monetaria efectiva, pero que contablemente deben computarse como pagos. La capitalización de intereses atrasados o la recompra de ellos a un precio inferior al 100 por ciento, son casos que ilustran este problema de medición, en la metodología que se utiliza en Costa Rica.

[33] Sobre los términos generales del acuerdo convenido por Costa Rica con el comité coordinador de los bancos comerciales extranjeros a finales de 1989, véase, por ejemplo, el diario costarricense La República (28 de octubre de 1989). Este arreglo deberá implicar una corrección a la serie sobre déficit devengado, al menos desde 1987. En efecto, el gasto devengado por intereses sobre dicha deuda implica recomprar una parte de los intereses atrasados -que lo están desde el último trimestre de 1987- a un precio inferior a una quinta parte del valor nominal. Si ello no se distribuye entre los años a los cuales corresponde el alivio de la carga de intereses, el déficit de los años previos a 1990 quedaría artificialmente alto. Mientras tanto, se cancelarían en 1990 todos los intereses atrasados, lo cual recargaría en forma incorrecta todo el impacto de caja en este año, por una anotación que sería meramente contable y que no reflejaría el verdadero efecto de monetización en este año. De ahí la necesidad de un ajuste en la metodología, conforme se mencionó en nota anterior.

[34] Como parte del proceso de negociación con la banca comercial extranjera, las autoridades costarricenses calcularon desde 1986 que la capacidad de pago del país apenas permitía pagar intereses por una tasa equivalente a alrededor del 4% anual. Con base en eso, pusieron en práctica un esquema de pagos parciales, que han dado lugar a una

acumulación de atrasos por intereses, conforme se mencionó arriba en el texto. Véase al efecto Lizano, Kikut y Arguedas [1989].

[35] No es éste el lugar para discutir la manera en que precios distorsionados afectan la toma de decisiones de los agentes, y un texto elemental de microeconomía detalla las principales características del problema. Hay sin embargo un efecto "dominó", que junto con otro de la magnitud de las cifras involucradas invitan a la reflexión.

[36] Mensualmente el Banco Central calcula lo que denomina "tasa básica", como un promedio ponderado de las tasas de interés para depósitos y otros mecanismos de captación a seis meses plazo, de los bancos estatales, de los bancos privados, del Banco Central y de la Tesorería Nacional. El ponderador es la participación de cada entidad en la captación total de fondos.

[37] El momento fue propicio para el uso de ese último mecanismo, pues ello ocurrió en circunstancias en que la banca internacional estaba ansiosa por "reciclar" rápidamente los gigantescos excedentes de divisas de los países productores de petróleo, luego de una segunda y muy considerable perturbación provocada por los precios de esa materia prima.

[38] Lamentablemente la información sobre el déficit del Banco Central no se encuentra en forma sistematizada para los años anteriores a 1985, sino que hay algunos cálculos aislados que se basan en metodologías rudimentarias y ofrecen resultados no comparables con los del cuadro 2 incluido en la sección III anterior.

[39] En otro nivel de análisis (quizá el relacionado con una teoría de las instituciones públicas) se podría cuestionar los efectos que esto tendría sobre la autonomía de la banca central y el valor que ese concepto tiene para la estabilidad macroeconómica. Ver, entre otros, el número especial de Cuadernos de Economía de 1989.

[40] El análisis de estos argumentos ha estado muy influido por los diferentes intercambios de opiniones, desde varios años atrás, que hemos tenido con Olivier Castro.

[41] Véase en Tanzi, Bléjer y Teijeiro (1988) una ordenada exposición de este argumento. Para el caso de Costa Rica, la última parte de la sección anterior hace referencia a este tema, en particular al tratamiento que se da al señoreaje y a su transferencia al Gobierno, que en fecha reciente se ha eliminado, como reconocimiento de que durante muchos años las utilidades contables no se materializaron en ganancias genuinas, debido al problema del déficit de la institución.

[42] Costa Rica claramente corresponde a lo que Edwards (1989) llama economías "semiabiertas", y en congruencia con eso la tasa de interés relevante es la de su ecuación 3, que es una sencilla combinación convexa de la interna de mercado y la exterior.

[43] Véanse al efecto los comentarios que se hacen en el sección II-1-d de este trabajo, donde se toca con mayor amplitud este tema.

[44] No es éste el lugar para profundizar sobre las características de dicho arreglo de la deuda externa. La principal referencia al respecto en la Asamblea Legislativa (1990), donde junto con el proyecto de ley para obtener las autorizaciones legales requeridas para formalizar la renegociación del Acuerdo Financiero de Costa Rica con

la banca comercial de 1989, aparece una exposición de motivos explicativa del arreglo, así como la Hoja de Términos y Condiciones que detalla las características de lo convenido al respecto con la banca comercial internacional. Véase además la nota 33 anterior.

[45] Debe leerse correctamente mayores impuestos, menores gastos o una mezcla de los dos.

[46] Ver UPADE (1989), Schmidt-Hebbel (1989) o Jorgenson y Slesnick (1985).

[47] Ver en Marshall y Schmidt-Hebbel (1989) un desarrollo más completo de la nomenclatura.

[48] Dos nomenclaturas alternativas podrían distinguir a los factores reales de los financieros o a los de precio frente a los cuantitativos. Todas las clasificaciones son arbitrarias y ellas sirven el propósito de organizar la información y el análisis. La descomposición por partidas del ejercicio fiscal es un paso previo para cualquier nomenclatura analítica. En este caso, y por énfasis en las consecuencias para la política económica, se busca identificar los grados de libertad con que cuentan los funcionarios encargados de la gestión pública.

[49] Es útil reiterar que la razón fundamental para que en este análisis el déficit global sea incorporado radica en que, tanto la severidad del problema como el marco de opciones de solución, están dimensionados por lo que ocurre al interior del resto del sector público.

[50] El alcance de la metodología se percibe mejor mediante un ejemplo. En Vargas y Villasuso (1979) aparece una ilustración en ese espíritu.

[51] El planteamiento puede hacerse también desde la óptica de hoja de balance o en flujos devengados. Las distinciones de valuación de activos y pasivos o de período al que se refieren los conceptos son muy importantes como se argumenta adelante al referirse a las operaciones del Banco Central de Costa Rica. En este contexto, y por el nivel de agregación que se opera en estas cifras consolidadas, la distinción pierde valor.

BIBLIOGRAFIA

Arnaudo, A. (1988): "Política monetaria", CEMLA, México.

Angulo, José E. e Hidalgo, Iris (1990): "Déficit parafiscal y déficit efectivo del Banco Central de Costa Rica", mimeo, Banco Central de Costa Rica, abril.

_____, Hidalgo, Iris y Orozco, Norman (1990): "Causas del déficit del Banco Central de Costa Rica en el contexto del sector público: Un enfoque cuantitativo". Mimeo, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica, abril.

Banco de Guatemala (1987): "Experiencia en el tratamiento monetario de las pérdidas cambiarias", mimeo, Brasilia.

Barbosa de Holanda, F. (1987): "Inflacao, Indexacao e Orcamento de Governo", en Revista Brasileña de Economia, Vol.41, Nº3.

Barro, Robert J. (1989): "The Ricardian Approach to Budget Deficits", en Journal of Economic Perspectives, Vol.3, Nº2, Spring.

Bental, B. y Eckstein, Z. (1988): "Inflation, Deficit and Seignorage With Expected Stabilization" en Helpman, E. et al., en Economic effects of the government budget, MIT Press, Cambridge.

Bléjer, M. I. (1987): "The Measurement of Budget Deficit and the Monetary Implications of Fiscal Policies", Fondo Monetario Internacional, mimeo. Versión en español en Revista del Banco Central de Venezuela, Vol.3, julio-setiembre de 1987.

_____ y Cheasty, A. (1990): "Analytical and Methodological Issues in the Measurement of Fiscal Deficits", mimeo, IMF, Washington, D.C.

_____ y Chu, K., editors (1988): "Measurement of Fiscal Impact", IMF, Washington, D.C.

Calvo, G. (1987): "On the Cost of Temporary Policy", en Journal of Development Economics, 27.

Cardoso, E. A. (1990): "Seigniorage and Repression: Monetary Rythms of Latin America", en F. Delgado y J. R. Vargas, editores: "Estabilidad y Crecimiento: Las dimensiones del ajuste", trabajos presentados en la VIII Reunión Latinoamericana de **Econometric Society**, Heredia, Costa Rica.

Castillo, C. M. (1987): "Crisis, deuda internacional y estabilización", en Estudios Económicos, Número extraordinario.

Céspedes, V. H. et al. (1983): "Costa Rica: Una economía en crisis". Academia de Centroamérica, Editorial Stvdivm, San José, Costa Rica.

Delgado, F. (1986): "Programas de estabilización y condicionalidad en Costa Rica", en Boletín, CEMLA, Vol.32, Nº5.

Delgado, F. y Vargas, J. R. (1991): "La función fiscal de la autoridad monetaria y el déficit del Banco Central", en Serie Comentarios sobre Asuntos Económicos, Banco Central de Costa Rica, para publicación próximamente.

Dornbusch, R. y S. Fischer (1985): "Stopping Hyperinflations: Past and Present", mimeo, MIT, Cambridge.

Edwards, S. (1988): "El monetarismo en Chile: 1975-1983" en Morandé, F. G. y K. Schmidt-Hebbel, eds.: "Del auge a la crisis de 1982", IIMC e ILADES, Santiago.

_____, (1990): "El Fondo Monetario Internacional y los países en de sarrollo: una evaluación crítica", en El Trimestre Económico, Vol.57, Nº227, julio-setiembre.

Eisner, Robert (1989): "Budget Deficits: Rhetoric and Reality", en Journal of Economic Perspectives, Vol.3, Nº2, Spring.

Friedman, B. M. (1988): "Day of Reckoning", Random House, N. Y.

González Vega, C. (1984): "Temor al ajuste: Los costos sociales de las políticas económicas en Costa Rica durante la década de los 70". Academia de Centroamérica, Serie Estudios Nº2, San José, Costa Rica.

González Vega, C. (1989): "Debt, Stabilization and Liberalization in Costa Rica: Political Economy Responses to a Fiscal Crisis", en Brock, P. L. et al., editors, Latin American Debt and Adjustment, Praeger Publishers, N. Y.

Gramlich, E. (1984): "How Bad are the Large Deficits", en Mills, G. B. y J. L. Palmer, eds., Federal Budget Policy in the 1980's, Urban Institute, Washington.

Harberger, A. C. (1978): "A Primer on Inflation", en Journal of Money, Credit and Banking, Vol.10, Nº4, noviembre.

_____, (1980): "Indicators of Performance in Monetary Policy in Open Economies: The Historical Record", mimeo, Conferencia sobre Alternativas de Política Financiera en Economías Pequeñas, Santiago de Chile.

_____, (1988): "Tax Incentives in a Capital Theory", mimeo, ponencia presentada a la VIII Reunión Latinoamericana de **Econometric Society**, Heredia, Costa Rica.

_____ e Iglesias, E. V. (s.f.): "The Roots of Maldevelopment", mimeo.

Jorgenson, D. W. y D. T. Slesnick (1985): "General Equilibrium Analysis of Economic Policy", en Piggott, J. y J. Whalley, eds., New Developments in Applied General Equilibrium Analysis, Cambridge University Press, Cambridge.

Kelly, Margaret R. (1982): "Fiscal Adjustment and Fund-Supported Programs, 1971-1980", en Staff Papers, International Monetary Fund, Vol.29, Nº4 (diciembre).

Lerda, J. C. (1988): "Seignorage, Crescimento Real da Base Monetaria e Imposto Inflacionario: um survey", mimeo, Universidade de Brasilia, Brasilia.

_____ (1989a): "El efecto Olivera-Tanzi", mimeo, CEPAL, Santiago.

_____ (1989b): "El efecto fiscal de los planes de estabilización de políticas", CEPAL, Santiago.

_____ (1989c): "Limitaciones de la razón NFSP/PIB como indicador de Política Fiscal expansionaria en ambientes inflacionarios", CEPAL, Santiago.

Lizano, E. (1987): "Desde el Banco Central", Academia de Centroamérica, Serie Estudios, Nº4, San José, Costa Rica.

Loría, M. (1986): "Evolución del ahorro financiero en Costa Rica", en Serie Comentarios sobre Asuntos Económicos, Nº62, Banco Central, San José, Costa Rica.

_____ (1987): "Crisis económica y consecuencias monetarias: las pérdidas del Banco Central de Costa Rica", en Monetaria, Vol.X, Nº1.

Marfán, M. (1984): "Una evaluación de la nueva reforma tributaria", en Estudios Cieplan, Nº13.

Marshall, J. y Schmidt-Hebbel, K. (1989): "Un marco analítico-contable para la evaluación de la política fiscal en América Latina", CEPAL/PNUD, Santiago.

Mates, N. (1989): "Measurement of Government Budget Deficit, Losses of Central Banks and the Impact of Aggregate Deficit of the Public Sector on Inflation", mimeo, Zagreb.

Morandé, F. G. y Schmidt-Hebbel, K., eds. (1988): "Del auge a la crisis de 1982", IIMC y ILADES, Santiago.

Onandi, D. y Viana, L. (1987): "El déficit parafiscal: un análisis de la experiencia uruguaya", en Revista de Economía, Vol.II, Nº2.

Piekarz, J. A. (1987): "El déficit cuasifiscal del banco central", en Revista de Economía, Vol.II, Nº2.

Polak, J. J. (1957): "Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems", en Staff Papers, International Monetary Fund, Vol.6, Nº1 (noviembre).

Robinson, D. y Stella, P. (1988): "Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits", en Bléjer M. I. y K. Chu.

Rodríguez, A. (1987): Actividades cuasifiscales de la autoridad monetaria: la experiencia de Costa Rica, en Serie Comentarios sobre Asuntos Económicos, Nº68, Banco Central, San José.

Schmidt-Hebbel, K. (1989): "Foreign debt, macroeconomic adjustment and growth", mimeo, The World Bank, Washington.

Soto, M. y otros (1989): "Metodología contable del cálculo del déficit del Banco Central", Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica, Proyecto Banco Central-CEMLA, mimeo, San José.

Tanzi, V., Bléjer, M. y Teijeiro, M. (1987): "Inflation and the Measurement of Fiscal Deficits", en Staff Papers, International Monetary Fund, Vol.34, Nº4, diciembre.

UDAPE (1989): "Determinantes del déficit del Sector Público en Bolivia, 1980-1987", mimeo, La Paz.

Vargas, J. R. (1983): "El sector fiscal en las economías centroamericanas", en Monetaria, vol.VI, Nº4.

_____ (1989): "Las consecuencias inflacionarias de la conversión de deuda externa", IX reunión latinoamericana de la Sociedad Econométrica, Santiago, 1989.

_____ y Villasuso, J. M. (1989): "El déficit del sector público y la política fiscal en Costa Rica, 1978-1987", notas mimeografiadas, Santiago de Chile.

Wattleworth, M. (1988): "Credit Subsidies in Budget Lending" en Bléjer y K. Chu, Measurement of Fiscal Impact, I.M.F., Washington.

SERIE POLÍTICA FISCAL*

N°	Título:
1	"UN MARCO ANALITICO-CONTABLE PARA LA EVALUACION DE LA POLITICA FISCAL EN AMERICA LATINA" (LC/L.489)
2	"AMERICA LATINA: LA POLITICA FISCAL EN LOS AÑOS OCHENTA" (LC/L. 490)
3	"LA POLITICA FISCAL EN AMERICA LATINA: TOPICOS DE INVESTIGACION" (LC/L.529)
4	"EL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO Y LA POLITICA FISCAL EN CHILE, 1978-1987" (LC/L.563)
5	"POLITICAS DE REDUCCION DE LA EVASION TRIBUTARIA:LA EXPERIENCIA CHILENA, 1976-1986" (LC/L.567)
6	"AJUSTE MACROECONOMICO Y FINANZAS PUBLICAS CHILE: 1982-1988" (LC/L.566)
7	"LA POLITICA FISCAL Y LOS SHOCKS EXTERNOS" (LC/L.568)
8	"EL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO Y LA POLITICA FISCAL EN URUGUAY" (Período 1978-1987) (LC/L.579)
9	"DETERMINANTES DEL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO EN BOLIVIA" (Período 1980-1987) (LC/L.582 y LC/L.582/Add.1)
10	"EL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO Y LA POLITICA FISCAL EN MEXICO" (1980-1989) (LC/L.622)
11	"DETERMINANTES DEL DEFICIT Y POLITICA FISCAL EN EL ECUADOR" (1979-1987) (LC/L.624 y LC/L.624 Add.1)
12	"EL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO Y LA POLITICA FISCAL EN ARGENTINA" (1978-1987) (LC/L.625)
13	"EL DEFICIT PUBLICO Y LA POLITICA FISCAL EN VENEZUELA" (1980-1990) (LC/L.635 y LC/L.635/Add.1)
14	"O DEFICIT DO SETOR PUBLICO E A POLITICA FISCAL NO BRASIL, 1980-1988" (LC/L.636)
15	"CASOS DE EXITO NA POLITICA FISCAL BRASILEIRA" (LC\L.641)

* El lector interesado en números anteriores de la Serie Política Fiscal, puede solicitarlo dirigiendo su correspondencia a: Proyecto Regional de Política Fiscal CEPAL/PNUD, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile.

16 "LA POLITICA FISCAL EN COLOMBIA" (LC\L.642)

17 "LECCIONES DE LA POLITICA FISCAL COLOMBIANA" (LC\L.643)

18 "EL DEFICIT CUASIFISCAL: ASPECTOS TEORICOS, CONCEPTUALES Y METODOLOGICOS" (selección de trabajos) (LC\L.646)

19 "EL DEFICIT CUASIFISCAL DE LA BANCA CENTRAL EN COSTA RICA: 1985-1989" (LC\L.647)