



Munich Personal RePEc Archive

The quasi-fiscal deficit of the Central Bank of the Dominican Republic

Cruz-Rodríguez, Alexis

20 June 2006

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/109191/>
MPRA Paper No. 109191, posted 18 Aug 2021 08:16 UTC

El déficit cuasifiscal del Banco Central de la República Dominicana

Alexis Cruz-Rodríguez¹

Resumen: El objetivo del presente trabajo es analizar el déficit cuasifiscal del Banco Central de la República Dominicana, viendo la importancia de las colocaciones de certificados y la acumulación de reservas internacionales sobre el déficit cuasifiscal y las implicaciones de dicho déficit para la política económica. Además, se presentan algunas propuestas para su reducción y/o eliminación.

Palabras claves: Déficit cuasifiscal, reservas internacionales.

JEL clasificación: E51, E58, E63.

Abstract: The objective of this paper is to analyse the quasi-fiscal deficit of the Central Bank of the Dominican Republic, seeing the importance of certificate placements and the accumulation of international reserves on the quasi-fiscal deficit and the implications of said deficit for economic policy. In addition, some proposals are presented for its reduction and/or elimination.

Keywords: Quasi-fiscal deficit, international reserves.

JEL classification: E51, E58, E63.

¹ Se agradecen los valiosos comentarios de Magdalena Lizardo, Luis Reyes y de los asistentes a los seminarios de la Unidad de Análisis Económico (UAE) del Secretariado Técnico de la Presidencia. El autor es el único responsable de los contenidos del documento. La dirección del autor es:acruzrodriguez@gmail.com.

Introducción

Las actividades de los bancos centrales son fundamentalmente monetarias y cambiarias, sin embargo, las circunstancias históricas que se constituyen en condicionamiento del ámbito de desenvolvimiento de estas instituciones han “exigido” que se ingrese a otro tipo de actividades que no tienen relación directa con las monetarias y más bien se inscriben como actividades fiscales. Este tipo de actividades son llamadas operaciones cuasifiscales porque se encuentran fuera del presupuesto de la nación, pero que tarde o temprano lo afectan. Entre las actividades catalogadas como cuasifiscales se encuentran la transferencia de deuda del gobierno o del sector privado al banco central a una tasa de cambio subvaluada; subsidios directos o intereses implícitos; préstamos subsidiados a sectores específicos, instituciones o individuos; tasas de interés subsidiadas; práctica preferencial de redescuento; garantías de tipo de cambio y subsidios a los exportadores, entre otras.

Asimismo, el papel de regulador del sistema financiero y/o regulador del sistema cambiario que realiza un banco central implica operaciones menos fiscales y más estrictamente monetarias pero que son consideradas actividades cuasifiscales debido a que su ejecución implica una pérdida para el instituto emisor y, al igual que las actividades fiscales, más tarde o más temprano afectará el balance del sector público. Entre estas operaciones se encuentran las operaciones de mercado abierto o esterilización de influjos de capital; créditos y garantías a inversiones internas y externas; requerimientos de reservas o encaje de los bancos comerciales en el banco central (particularmente cuando el banco central paga intereses por estos depósitos); prestamista de última instancia y operaciones de rescate del sector financiero, entre otras.

Estas actividades cuasifiscales se reflejan en pérdidas operativas de los bancos centrales, que a la postre originan una reducción de las reservas y del capital en la hoja de balance, y obligan al instituto emisor y a los gobiernos a recurrir a su recapitalización. En este contexto y a la luz de la literatura empírica, algunos bancos centrales, especialmente aquellos que generan pérdidas por elevados déficits cuasifiscales, recurren a la emisión monetaria como fuente de financiamiento, pero en la mayoría de los casos desencadenan significativos procesos inflacionarios. Otros, en cambio, recurriendo a todas las disposiciones legales a su alcance, optan por absorber reservas patrimoniales de años anteriores y, una vez agotadas estas reservas, recurren a una modificación del capital. En ese sentido, la literatura empírica muestra otros bancos centrales que, bajo un criterio de prudencia financiera, habrían de amortizar sus pérdidas en ejercicios posteriores, a fin de absorber estos resultados negativos de su gestión, sin comprometer sus reservas. Sin embargo, cuando la magnitud de la pérdida es relevante en términos del PIB, una solución, cuyo efecto es a largo plazo, es la emisión por parte del gobierno de bonos del estado que permitan captar recursos líquidos, con lo cual el banco central puede contar con un período cómodo de recuperación.

El presente documento tiene por objeto analizar el déficit cuasifiscal del Banco Central de la República Dominicana, de esta forma se podrá ver la importancia de las colocaciones de certificados y la acumulación de reservas internacionales sobre el déficit cuasifiscal y las implicaciones de dicho déficit para la política económica. Para lograr dicho objetivo, este trabajo se estructura de la siguiente forma: Primero, se hace un análisis, en términos

teóricos, del impacto de los certificados de inversión y de la acumulación de reservas internacionales en el balance de un banco central. Segundo, se reseñan las experiencias chilena y venezolana con déficit cuasifiscales producto de rescate al sector financiero. Finalmente, se analiza el caso dominicano y se presentan algunas propuestas para su solución.

Los Certificados de Inversión como creadores de Déficit Cuasifiscal

El ejercicio de las funciones de emisión, crédito y custodia que realiza un banco central, da origen a apuntes contables cuya situación, en un momento determinado, queda reflejada en su hoja de balance. Un breve análisis de las partidas de ese balance nos va a permitir comprender el impacto de los rescates financieros sobre la base monetaria.

Si nos concentramos en la columna de pasivo y capital en el Cuadro No.1, podemos ver que allí se anotan, en primer lugar, los billetes y monedas en poder del público debido a que los mismos son el primer pasivo de una entidad emisora. Asimismo, se anotan las deudas que el banco central tiene contraídas e incluye, por tanto, las reservas que la banca privada deposita en esa institución; además, incluye los depósitos realizados por el sector público. También se anotan, los instrumentos del banco central (como por ejemplo los certificados de inversión) y el capital o patrimonio. Todo el pasivo está globalmente respaldado por todo el activo, su contrapartida contable, ya que sus sumas coinciden. En cierto sentido, el oro o las divisas sirven de respaldo al circulante.

Cuadro No.1

Balance del Banco Central	
Activo	Pasivo y Capital
1.- Reserva monetaria en oro y divisas	5.- Billetes y monedas en manos del público
2.- Préstamos al sector público	6.- Efectivo en poder de bancos
3.- Prestamos a la banca privada	7.- Depósitos de la banca privada
4.- Otros activos	8.- Depósitos del sector público
	9.- Instrumentos del Banco Central
	10.- Otros pasivos
	11.- Capital

De igual forma, en la columna de activos se realizan las anotaciones correspondientes a las reservas, las cuales incluyen todos los créditos que el banco central tenga sobre entidades extranjeras. En el apartado número 2, correspondiente a préstamos al sector público, se anotarán los créditos concedidos al gobierno, así como los títulos de deuda pública que el banco central tenga en su poder. Entre los préstamos a la banca privada, línea 3, hay que distinguir los adelantos y redescuento, los préstamos con garantía y los préstamos de regulación. La identidad contable entre activo y pasivo y capital se produce debido a que

cualquier aumento o disminución en una partida del activo implicará aumentos o disminuciones de igual cuantía en las partidas del pasivo y capital.

La base monetaria, por su parte, es el total del crédito privado sobre el banco central, esto es, la suma del efectivo en manos del público, el efectivo en poder de los bancos y los depósitos de la banca privada para fines de encaje legal y otros. En otras palabras, la base monetaria es igual a la suma de las líneas 5, 6 y 7. Obsérvese que la suma de estas dos últimas partidas compone las reservas de la banca privada y la suma de las líneas 5 y 6 componen el efectivo en circulación. Además, como la suma del activo y del pasivo y capital son necesariamente iguales, la base monetaria es también igual al activo menos las cuentas no monetarias del pasivo y capital. En consecuencia, la base monetaria es igual a la suma de las reservas internacionales netas y el crédito interno neto.

En términos de liquidez, y dado que la reserva y la base monetarias son los principales elementos del activo y pasivo y capital del balance de un banco central, el nivel de capital requerido para un banco central se puede calcular como la relación reservas monetarias netas a base monetaria. En ese orden, la reserva internacional neta como activo respalda la emisión monetaria, razón por la cual la relación reservas internacionales netas a base monetaria debería ser mayor o igual a 1. De esta forma, los pasivos financieros pueden ser canjeados en un momento dado con las reservas².

En este contexto, el nivel de capital deseable para un banco central sería aquel que sumado a la reserva internacional neta (ambas variables ponderadas con respecto a la base monetaria) sea igual a uno. Es decir:

$$(1) \quad \frac{RIN + K}{EM} = 1$$

Por tanto, el nivel de capital deseado para un banco central estará determinado por:

$$(2) \quad K = EM - RIN$$

Es importante señalar, que en países en desarrollo la estructura de capital mínimo requerido de un banco central debe estar condicionada a la posibilidad del denominado riesgo sistémico, concepto que está ligado a la posibilidad de colapso del sistema financiero privado, debido a variables exógenas al banco central. Si el capital del banco central no es suficiente para enfrentar las pérdidas operativas generadas por el rescate del sistema financiero, el gobierno se verá en la obligación, más allá de cualquier otra alternativa, de recapitalizar el instituto emisor. En ese orden, durante los períodos de crisis financiera, los bancos centrales suelen encargarse de rescatar el sistema financiero haciendo uso de su función como prestamista de última instancia. Sin embargo, para evitar que dichos rescates se traduzcan en una gran emisión de dinero (un aumento del efectivo en circulación) que ponga en riesgo los objetivos de inflación, los bancos centrales proceden a emitir

² Las reservas son el cimiento cuya resistencia puede soportar, hasta un límite, los pasivos de un banco central (CEMLA, 1998)

certificados de inversión (certificados de deuda) y de esta forma incrementan sus pasivos, haciéndose necesario un incremento de las reservas internacionales o una recapitalización.

Para entender este mecanismo, partiremos suponiendo que la re-capitalización no se produce de forma inmediata (un supuesto realista para el caso de la República Dominicana dado que no está contemplada en el presupuesto vigente y para la emisión de un bono del gobierno se requiere un marco regulatorio y la aprobación del poder legislativo); además, que el banco central mantendrá su meta de inflación esterilizando el rescate con la colocaciones de certificados de inversión y, en la medida de sus posibilidades, aumentará las reservas internacionales. Asimismo, dada la incertidumbre de los inversionistas, una parte de los certificados serán colocados a corto plazo (60, 90 y/o 180 días). Entonces, partiendo de la identidad central del modelo de programación financiera (balance del banco central) tendremos la ecuación correspondiente al balance monetario del banco central en su forma reducida:

$$(3) \quad EM = RIN + CIN$$

donde EM es la base monetaria, RIN las reservas internacionales netas y CIN el crédito interno neto.

El crédito interno neto por su parte se desagrega en:

$$(4) \quad CIN = CSPNF + CSF + OAN$$

donde $CSPNF$ es el crédito neto al sector público no financiero, CSF el crédito neto al sistema financiero y OAN otros activos netos, donde se incluyen las cuentas del propio banco central.

En términos de flujos, las identidades (3) y (4) pueden ser escritas similarmente, como:

$$(5) \quad \Delta EM = \Delta RIN + \Delta CIN$$

$$(6) \quad \Delta CIN = \Delta CSPNF + \Delta CSF + \Delta OAN$$

donde Δ significa cambio en la variable correspondiente. Por otra parte, de acuerdo al destino o la creación de pasivos del banco central, la base monetaria puede ser expresada como:

$$(7) \quad EM = C$$

donde C es el circulante en poder del público y de los bancos. Ahora bien, el costo que representa el pago de intereses por la colocación de certificados en moneda nacional se traduce en mayor emisión monetaria que va a ser expresada por el lado de los pasivos en circulante (C) y por el lado de los activos, en un mayor endeudamiento del sector público consolidado, esto es, un endeudamiento del propio banco central, que posteriormente

incidirá en una disminución de su patrimonio neto. Por tanto, en términos de flujos, el término otros activos netos puede ser escrito como:

$$(8) \quad \Delta OAN = FOA + iCDBC$$

donde i representa la tasa media de descuento que paga el banco central por los certificados de depósito, $CDBC$ el monto total de certificados de depósitos y FOA el flujo de otros activos netos por otros conceptos.

A medida que se incentive a los demandantes con una mayor tasa de interés, se podrá emitir un mayor volumen de certificados, tanto en moneda nacional, como indizados o en moneda extranjera. Sin embargo, el efecto de esta situación será un mayor monto de erogación por concepto de pago de intereses ($iCDBC$), consecuentemente aumentará el crédito interno neto, como parte de un conjunto de otros factores.

Por otra parte, el efecto expansivo del pago de intereses sobre la emisión monetaria se manifestará por el lado de los pasivos, en mayor circulante (C). Si la autoridad desea esterilizar este efecto debe realizar una nueva emisión de certificados, con los resultados descritos anteriormente. En cambio, si el banco central no esteriliza, el exceso de circulante va a generar presión sobre el nivel de precios internos. Además, si los consumidores perciben que habrá una mayor inflación con respecto a la esperada, incrementarán la demanda por divisas, con lo cual las reservas monetarias internacionales tenderán a disminuir (y en la misma proporción el medio circulante). En estas circunstancias, si existen suficientes reservas internacionales, situación que no siempre es el caso de la economía dominicana, la pérdida de reservas internacionales podrá ser sostenida, pero no por mucho tiempo, precisamente debido a que la programación financiera determina un nivel deseado de reservas internacionales o una meta. En consecuencia, el uso intensivo de los certificados puede tener efectos macroeconómicos adversos, dado que el costo incurrido por el banco central en las operaciones de emisión de certificados es una fuente de expansión monetaria y, por tanto, implica una presión sobre los recursos que puede generar el instituto emisor en moneda nacional y eventualmente sobre el nivel de reservas internacionales.

En otro orden, si la economía recibe un importante influjo de capitales (debido a un incremento de la inversión extranjera directa, entre otras cosas) provocará una apreciación del peso que afectará la competitividad del sector exportador de bienes y servicios. Para evitarlo, el banco central podría intervenir en el mercado cambiario comprando dólares, lo que produciría una mayor acumulación de reservas internacionales³, pero al mismo tiempo se incrementa la base monetaria. En este caso, aunque no se deteriora la relación reservas internacionales netas a base monetaria, la cual sigue siendo mayor o igual a uno, este incremento pone en riesgo la estabilidad de precios. Si las autoridades monetarias no están dispuestas a renunciar a la meta de inflación, entonces se hace necesario una nueva colocación de certificados para esterilizar el efecto de los influjos de capitales. Esto último

³ El incremento de los pasivos generados por el rescate financiero y el pago de intereses por los certificados provoca una disminución del patrimonio del banco central. Para evitar esta disminución, se hace necesario un incremento de las reservas internacionales.

significa, en términos del balance del banco central, una disminución de los billetes y monedas en poder del público y un aumento de la línea correspondiente a los instrumentos del banco central. Si miramos la ecuación (2) en términos de flujos, tendríamos que un aumento de las reservas internacionales netas con una esterilización de la emisión correspondiente, a través de certificados, genera una variación negativa en el capital o patrimonio del banco central. Al mismo tiempo, el incremento de los certificados se traducirá en un incremento en los pagos de intereses y, por ende, en un aumento del déficit cuasifiscal.

En adición a lo anterior, la operación de esterilización de los inlujos de capitales tiene un costo cuasifiscal adicional, debido al diferencial entre la tasa de interés real a la que el país obtiene sus fondos (se endeuda) y la tasa de interés real a la que coloca sus reservas, es decir, si la tasa de interés real que el banco central paga por sus certificados (i) es mayor que la tasa de interés real que recibe por sus reservas internacionales (i^*), a igual madurez, entonces se está incurriendo en pérdidas operativas que incrementarán el déficit cuasifiscal. Por tanto, el costo de esterilizar las reservas puede representarse en la siguiente ecuación:

$$(9) \quad CER = \frac{(i - i^*)CDBC}{PIB}$$

donde i^* es la tasa de interés real recibida por las reservas internacionales y expresada en moneda doméstica, es decir $i^* = \frac{(1+r^*)(1+e)}{(1+\pi)} - 1$, donde las variables r^* , e y π son las

tasas de interés nominal sobre las reservas internacionales en dólares, la tasa de variación del tipo de cambio nominal y la tasa de inflación, respectivamente. Entonces, si $CER \geq 1$ estamos incurriendo en un alto costo por la esterilización. En consecuencia, cuando un banco central presenta una débil posición financiera y significativas pérdidas en su balance, la política monetaria está limitada para asegurar la estabilidad cambiaria y de precios (Leone, 1993). En este sentido, un aumento de la base monetaria deteriora el indicador definido en la ecuación (1) (capital más reservas internacionales, ponderados por la base monetaria, son iguales a uno), afectando las expectativas de los agentes, quienes, ante la necesidad de un aumento del capital o recapitalización del banco central, pondrán en duda la credibilidad del instituto emisor e incluso su capacidad para cumplir con las obligaciones de los certificados. En ese sentido, exigirán mayores tasas de interés o realizarán sus certificados por adelantado (ante ausencia de penalidades o asumiendo sus costos) e incrementarán la demanda por monedas extranjeras, desatándose un ataque “especulativo” contra las reservas internacionales.

Asimismo, si el banco central sigue acumulando pérdidas que ponen en riesgo su credibilidad, no podrá cumplir su papel de prestamista de última instancia ante un riesgo sistémico o una corrida bancaria. De esta forma, se hace necesaria la recapitalización del banco central, cuyo monto se puede determinar de acuerdo con la ecuación (2).

En resumen, cuando los bancos centrales acumulan grandes pérdidas generadas por el proceso de rescate al sistema financiero, las colocaciones ilimitadas de certificados de inversión tienen efectos adversos sobre los objetivos de política económica. Por un lado, incrementan el déficit cuasifiscal y la deuda pública interna, afectando la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por otro lado, los objetivos de política monetaria, como la inflación y el tipo de cambio, se verán afectados por los continuos aumentos de la emisión para pagar los intereses de los certificados, afectando la credibilidad del instituto emisor.

Algunas Experiencias de Crisis Bancarias y Déficit Cuasifiscal en Países Seleccionados

El tema de los déficits cuasifiscales resultantes del rescate financiero y los procesos de recapitalización de los bancos centrales adoptados por los gobiernos resulta complejo por la diversidad en los esquemas de conformación y operación de los sistemas financieros en los diferentes países, así como la variedad de formas que han adoptado las operaciones cuasifiscales en los distintos bancos centrales. Sin embargo, con el propósito de mostrar un panorama comparativo, y bajo el riesgo de sobresimplificar, en esta sección se presentan elementos comunes con casos específicos de países como Chile y Venezuela, que nos sirven de referencia para el caso dominicano.

Chile

La crisis de la deuda afectó con especial fuerza a la economía chilena, que la recibió con una notoria sobrevaluación de su moneda nacional y un alto endeudamiento del sector bancario con el exterior, lo que derivó en una vulnerable posición externa. Durante 1982, el flujo de crédito externo cesó y el Banco Central de Chile (BCC) decidió acudir en rescate del sistema financiero nacional comprando la cartera vencida. Esta operación permitió a las empresas bancarias la venta a valor nominal de activos de alto riesgo y casi nula liquidez; las instituciones beneficiadas con la venta se comprometieron a volver a comprar esta cartera dentro de un plazo que se fijó en atención a la situación de cada institución⁴. Los bancos recibieron como pago, por la cartera transferida, el 60% en efectivo y el saldo con letras de cambio aceptadas por el BCC. Los bancos privados participantes en la venta de cartera, a su vez, se comprometieron a comprar pagarés del BCC con el efectivo recibido. Por medio de esta operación, la banca cambió activos que poseían baja calidad, por activos libres de riesgo.

La obligación de recompra, por parte de los bancos privados, se negoció con un interés real del 5%, sólo sobre aquella parte que se recibió en efectivo, pero el hecho de que los bancos tenían como prioridad el destinar los créditos recuperados y el excedente a la recompra de

⁴ Para aquellos bancos patrimonialmente más comprometidos y que, además, contaban con administración designada por la autoridad (Bancos de Chile, de Santiago, Concepción e Internacional) se establecieron plazos entre 20 y 40 años, el resto de los bancos debía terminar el proceso de recompra de cartera a más tardar en diciembre de 1993. No obstante, aquellos bancos que realizaran capitalizaciones durante 1985 podrían solicitar ampliación del plazo hasta el año 2000. Este arreglo contemplaba, también, que aquellos bancos que no cumplieran con los plazos de recompra pactados podrían ser liquidados a solicitud del BCC.

cartera, determinó que los accionistas perdieran su derecho a percibir dividendos, hasta que se finalizara la recompra de cartera cedida al BCC. Lo anterior, produjo un desestímulo a capitalizar los bancos. Por esta razón se dictó una ley que facultó a la banca a emitir acciones preferentes y que determinó una proporción (preferencia) de los excedentes a ser distribuidos como dividendos a las nuevas acciones (preferentes), surgidas para facilitar algún grado de capitalización.

Además de las medidas anteriores, en el período 1982-1987, el BCC implementó un conjunto de programas de auxilio al sector privado a través de la reprogramación de la deuda bancaria, subsidios en el tipo de cambio y en las tasas de interés y cesión de garantías cambiarias, entre otros. Es decir, realizó una amplia variedad de operaciones cuasifiscales que afectaron su balance. En ese orden, el BCC financió, sustancialmente, las operaciones cuasifiscales a través de endeudamiento interno. En consecuencia, la deuda doméstica del BCC se incrementó en US\$5,700 millones en el período 1982-1989 para alcanzar un nivel equivalente al 30% del PIB en 1989. Al mismo tiempo, el BCC incrementó sus pasivos externos en alrededor de US\$4,000 millones (18% del PIB) en el proceso de asumir deuda externa privada y responsabilizarse de nuevos créditos externos.

Con el objetivo de cubrir las pérdidas patrimoniales ocasionadas por el rescate financiero, el gobierno decidió la recapitalización del BCC, traspasándole, a través de la Tesorería de la República de Chile, instrumentos de deuda pública por un valor cercano a los US\$7,000 millones en el período 1983-1987, aproximadamente un 34% del PIB del año 1987 (Morandé, 1990).

En 1988, por disposiciones legales, se obligó al Estado a ahorrar una parte de las utilidades generadas por las exportaciones de cobre, las cuales se transfirieron al BCC, debiendo el instituto emisor destinar dichos montos a reservas internacionales o al rescate de deuda externa. Asimismo, durante el año 1989, el fisco chileno traspasó al Banco Central de Chile un monto equivalente a US\$ 1,500 millones (6.3% del PIB), provenientes de las reservas acumuladas en el Fondo de Estabilización del Cobre, para que fueran destinadas a la reducción del déficit cuasifiscal que para fines de ese año alcanzó un monto equivalente al 40.7% del PIB (ver Figura No.1).

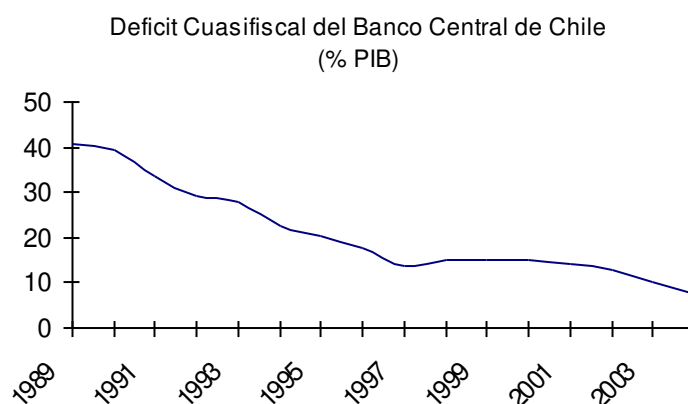
En 1989, las autoridades de la época posibilitaron el cambio en los plazos de amortización de las obligaciones de los bancos con el BCC, mediante el dictado de la denominada Ley de Novación, la que efectivamente permitió el surgimiento de una nueva obligación denominada "deuda subordinada". Esta nueva obligación se expresó en unidades de fomento⁵ con una tasa de interés del 5% anual, sobre el monto que en su oportunidad los bancos recibieron en efectivo. Sin embargo, en el año 1996, algunos bancos como el Banco de Chile, consiguieron pactar su deuda subordinada a 40 años plazo, con cuotas anuales.

Durante gran parte de los años noventa, las políticas del BCC se orientaron no sólo a cumplir con el objetivo de estabilidad de precios, sino que dedicaron grandes esfuerzos para

⁵ Cada unidad de fomento es equivalente a US\$25.00.

impedir una apreciación excesiva del peso chileno⁶ y al mismo tiempo disminuir la vulnerabilidad externa, al reducir el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos. En este contexto, el BCC acumuló un elevado volumen de reservas internacionales. Sin embargo, esta política contribuyó a aumentar el cuantioso déficit cuasifiscal del instituto emisor, debido al diferencial entre las tasas de interés doméstica y las internacionales a partir del uso de certificados de inversión emitidos por el BCC para esterilizar los influjos de capital. Las estimaciones indican que hubo una pérdida anual por este concepto en el balance del BCC de 2.2% del PIB sólo en el año 1995. Asimismo, se estima que las pérdidas anuales por este concepto se ubicaron en torno al 0.5% del PIB promedio en los primeros ocho años de la década de los noventa (Rojas, 2000)⁷. La magnitud de dicho déficit y el nivel alcanzado por las reservas internacionales hicieron poco conveniente que la esterilización se mantuviera, más allá de ciertos montos, en el tiempo.

Figura No.1



Fuente: Elaborado con información del BCC.

En vista de lo anterior, el BCC utilizó sus reservas internacionales para prepagar deuda externa tanto del gobierno central como del propio BCC. Con ello, el déficit cuasifiscal acumulado como porcentaje del PIB alcanzó a 13.7% a fines de 1997. Sin embargo, el magro desempeño que mostró la economía chilena en el año 2000, contribuyó a que el déficit cuasifiscal acumulado del BCC se elevara a 15% del PIB. Como resultado, las autoridades implementaron una política fiscal diseñada para producir el superávit necesario para compensar el déficit cuasifiscal del BCC. En ese sentido, el déficit cuasifiscal alcanzó niveles de 10.1% y 7.4% del PIB durante los años 2003 y 2004, respectivamente. Durante el año 2005, el fisco redujo a la mitad el acervo de deuda en dólares del BCC, disminuyendo

⁶ En este período hubo una masiva entrada de capitales alcanzando un promedio de 6.1% del PIB de Chile en el quinquenio 1992-1996.

⁷ Para Brasil se estima un déficit cuasifiscal de 0.2% del PIB para el año 1997, debido a los diferenciales de tasas de interés entre certificados del Banco Central de Brasil (BCB) y la acumulación de reservas internacionales generada por la esterilización. En consecuencia, las pérdidas acumuladas del BCB alcanzaron a R\$9,600.0 millones, equivalentes a 1.1% del PIB de ese año (Dalton y Dziobek, 2005).

simultáneamente su acervo de reservas internacionales brutas. Es importante señalar que, en términos de equidad, el hecho de que el sector público consolidado destinara alrededor de 2% promedio del PIB para financiar los pagos cuasifiscales, significó un costo de oportunidad en términos de gastos alternativos que no se pudieron hacer o de ingresos liberados para otros usos.

En resumen, el déficit cuasifiscal del BCC se generó, fundamentalmente, por el rescate de la banca durante la crisis de principios de los años ochenta y por los esfuerzos destinados a mantener un tipo de cambio real elevado a pesar del voluminoso ingreso de capitales externos durante los años noventa. La reducción de dicho déficit tomó más de 20 años y sólo fue posible mediante un proceso de recapitalización del instituto emisor, a través de la emisión de deuda pública realizada por la Tesorería Nacional de Chile; el excedente de ingresos provenientes de la venta internacional de cobre y por el superávit generado por el gobierno, lo que ha significado grandes sacrificios en término del costo social alternativo de los recursos destinados a este concepto. Además, se destaca el hecho de que en el caso chileno no se contempló la cesión de activos físicos de parte de los bancos en problemas hacia el BCC.

Venezuela

La crisis bancaria venezolana se inició a fines de 1993 y se profundizó en enero de 1994, con el colapso del segundo banco más grande en términos de depósitos: el Banco Latino. En ese sentido, el Banco Central de Venezuela (BCV) utilizó operaciones cuasifiscales para proveer liquidez a los bancos en problemas, particularmente al Banco Latino hasta que decidió intervenirlos. La incertidumbre generada por la situación del Banco Latino provocó un efecto contagio, produciéndose retiros masivos en todos los bancos de la plaza. Finalmente, se afectaron 18 bancos comerciales, 9 bancos hipotecarios, 17 bancos de inversión y 14 financieras. En Venezuela existía la figura del Fondo de Garantía de Depósito (FOGADE), creado en marzo de 1985, y fue reactivada para ofrecer asistencia financiera a gran escala a los bancos comerciales. Esta última institución realizó operaciones cuasifiscales al inyectar liquidez a los bancos comerciales con problemas. Hacia fines de febrero de 1994, el FOGADE agotó sus recursos y comenzó a recibir fondos desde el BCV. De esta forma, a mediados de abril de 1994, el FOGADE había inyectado 300 mil millones de bolívares, equivalentes a 3.6% del PIB de ese año, sólo para cubrir las pérdidas del Banco Latino. Para fines de 1994, el BCV había inyectado recursos por un monto equivalente al 10% del PIB, es decir, alrededor de US\$5,000 millones (Arocha y Rojas, 1996)⁸.

En ese orden, el BCV se vio precisado a esterilizar la liquidez provista en el proceso de asistencia a los bancos comerciales en dificultades para que no se afectara la estabilidad de precios. La mayor parte de la liquidez fue absorbida con venta de certificados del BCV denominados cero cupón. Sin embargo, la preocupación de que las pérdidas cuasifiscales se estaban acumulando previnieron a las autoridades de seguir colocando certificados, con su respectivo impacto en el nivel de precios domésticos. No obstante, a principios de 1995 el BCV decidió retomar las operaciones de mercado abierto, con los títulos de estabilización

⁸ Al finalizar el año 1994, alrededor del 56.4% del sistema bancario comercial estaba controlado por el Estado.

monetaria (TEM) en sustitución de los bonos cero cupón, pero que esencialmente era el mismo tipo de certificado.

Como resultado de la crisis, la deuda pública doméstica se incrementó desde 7% del PIB en 1993 a 16% en 1995. Una gran parte del incremento de la deuda pública doméstica la contrajo el BCV en 1994 a través de la colocación de certificados de depósitos utilizados para esterilizar la liquidez inyectada por dicha institución directamente o a través del FOGADE. En ese sentido, el acervo de certificados del BCV se incrementó desde el 1% del PIB en 1993 (US\$525.8 millones) a 4.5% del PIB en 1994 (US\$2,242 millones) y a 5% del PIB en 1995 (US\$3,372 millones). Esto debilitó la posición financiera del BCV y sus pérdidas se incrementaron de 0.2% del PIB (US\$105 millones) en 1993 a 2% del PIB (US\$996 millones) en 1994. Para 1995, dichas pérdidas alcanzaron a US\$674 millones (1% del PIB de ese año). Sin embargo, algunos informes del FMI dan cuenta de que en 1994, el costo de la recapitalización y salvamento de las instituciones en problemas, así como el pago de garantía de depósitos, sumaron un 13% del PIB, equivalente a US\$6,963 millones. Mientras que para el año 1995, el costo de la crisis ascendió a 4% del PIB, aproximadamente US\$2,697 millones.

Durante 1995, se realizaron esfuerzos en materia de recaudación y fiscalización tributaria⁹ con la finalidad de recapitalizar el BCV. De esta forma, el 32.3% del gasto fiscal fue absorbido por las partidas relacionadas con el pago de intereses de la deuda pública, las operaciones cuasifiscales del BCV y las transferencias a FOGADE. La recaudación utilizada para ello provino en un 56% de la actividad económica interna y en un 44% de los ingresos del petróleo.

Asimismo, durante el año 1997 se llevó a cabo un plan de privatizaciones para todos los bancos nacionalizados durante la crisis. Además, el gobierno emitió títulos de valores públicos en divisas con la finalidad de recapitalizar el BCV y le entregó al instituto emisor un título de deuda pública nacional por la cantidad de US\$3,686.7 millones (equivalente a 4.4% del PIB de ese año). No obstante, el déficit cuasifiscal acumulado del BCV alcanzó a 11.7% del PIB en 1997.

De igual forma, en el transcurso del año 1998 el gobierno emitió bonos de la deuda pública nacional hasta por un monto equivalente a US\$263.6 millones, destinados al canje de obligaciones en dólares con el BCV. En el año 2003, se firmó un acuerdo entre el Ejecutivo Nacional, el BCV y FOGADE, mediante el cual FOGADE se comprometía a pagar la deuda que contrajo con el BCV por un monto de 1,333,694 millones de bolívares (1% del PIB).

Los ingresos de petróleo han ayudado a las autoridades a la reducción del déficit cuasifiscal y se estima que dicho déficit alcanzó a 0.5% del PIB en 2005. No obstante, al BCV le ha tomado más de 10 años reducir el déficit cuasifiscal.

En la experiencia venezolana, el apoyo del fisco ha sido decisivo para la reducción del déficit cuasifiscal del BCV. En cuanto a la adquisición de activos provenientes de los bancos

⁹ El Ejecutivo Nacional aprobó un conjunto de leyes tributarias: Ley de Impuesto al Valor Agregado, Ley de Impuesto a los Activos Empresariales y Ley de Timbre Fiscal.

con problemas, se cuestionó y se consideró un error el que una institución como FOGADE tuviese que recibir en garantía o en pago una serie de bienes de difícil administración y liquidación, puesto que demoró el proceso mucho más de lo necesario. Ello se debió, principalmente, a que dicho organismo no había sido diseñado para la gestión, estructuración y recepción de los bienes que otorgaban en garantía las instituciones financieras auxiliadas. Además, al momento de recibir dichos bienes la economía venezolana se encontraba en una situación de incertidumbre y baja propensión a invertir.

El Caso Dominicano

El Banco Central de la República Dominicana (BCRD) ha presentado en las últimas décadas continuos déficits operacionales en su balance. Ello se debe, a que dicha institución ha realizado sistemáticas operaciones cuasifiscales a través del tiempo, tanto de índole fiscales como monetarias, donde se destacan las operaciones relacionadas con el sistema cambiario (como, por ejemplo, tipo de cambio subvaluado para ciertas importaciones en los años ochenta) y subsidios a ciertas inversiones consideradas prioritarias, entre otras. A fines de los años noventa, la economía dominicana disfrutó de un período de alto crecimiento y condiciones macroeconómicas estables, pero a pesar de ello, el BCRD presentó pérdidas operativas¹⁰. En ese sentido, los déficits cuasifiscales alcanzaron niveles sobre los mil millones de pesos anuales (0.5% del PIB) en los años 1998 y 1999 (ver Cuadro No.2). En este período, el BCRD realizó operaciones de mercado abierto para esterilizar influjos de capitales.

Al cierre del año 2000, los certificados en circulación del BCRD alcanzaron un nivel correspondiente al 1.3% del PIB de ese año. Asimismo, el déficit cuasifiscal del Banco Central mostró una disminución con respecto a 1999, a pesar de que registró un déficit en sus operaciones globales, incluyendo los Fondos FIDE e INFRATUR. En ese sentido, el déficit cuasifiscal se ubicó en 0.3% del PIB de 2000. Esta disminución podría explicarse por las redenciones de los certificados que no fueron renovados y que mayoritariamente correspondían a títulos en poder de los bancos comerciales y de servicios múltiples.

De esta forma, a diciembre del año 2001, los valores en circulación del BCRD presentaron un balance de RD\$3,273.3 millones, un 25.1% inferior al nivel mostrado a igual mes del 2000. Esta disminución se explica básicamente por la suspensión de nuevas colocaciones de estos títulos a partir de mediados de enero del año 2001, así como también a la no renovación de los certificados, cuyos vencimientos se produjeron a partir del primero de junio de ese año. En consecuencia, el déficit cuasifiscal del Banco Central se ubicó en 0.2% del PIB de ese año.

A principios del año 2002, las autoridades expandieron el gasto público para compensar la baja de la demanda externa resultante del débil desempeño de la economía de los Estados Unidos y los efectos del ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001. Pero, como la demanda externa no se reactivó en la medida esperada, los ingresos del exterior siguieron

¹⁰ Bajo condiciones macroeconómicas estables, el ingreso por señoreaje debe ser suficiente para cubrir los costos operativos de un banco central.

siendo escasos y el petróleo se encareció, surgieron signos de desajustes macroeconómicos no sostenibles que llevaron a frenar la política expansiva y acentuar la restricción monetaria, lo que elevó considerablemente las tasas de interés. Además, aumentó la incertidumbre y el riesgo de los agentes económicos, lo que aceleró la dolarización de las operaciones bancarias activas y pasivas, con el consiguiente aumento de la exposición al riesgo en moneda extranjera. En ese sentido, se observó una importante pérdida de reservas internacionales, a raíz de los esfuerzos de estabilización cambiaria y la salida de capitales privados. A diciembre de 2002 el financiamiento interno, fundamentalmente adelantos y redescuentos, llegó a la cifra de RD\$7,177 millones. Ese financiamiento interno fue esterilizado, en parte, con la emisión de certificados por RD\$6,904.7 millones, monto superior en RD\$3,631.4 millones (un 110.9%) al nivel mostrado a diciembre de 2001. En ese sentido, se registró una disminución en la emisión monetaria explicada, entre otros factores, por la reducción de las reservas internacionales netas, y el aumento en las operaciones de mercado abierto. En consecuencia, a fines de 2002, el déficit acumulado del Banco Central alcanzó a RD\$39,115.2 millones (9.7% del PIB), como resultado de efectos combinados de las operaciones regulares del Banco Central y de varias actividades cuasifiscales realizadas a través del tiempo (BCRD, 2002).

Por su parte, el Gobierno se comprometió, mediante la Ley No.183-02, artículo 82, a recapitalizar el BCRD. Se estableció que el Gobierno cubriría íntegramente su déficit acumulado mediante la cesión de bonos emitidos en moneda nacional a un plazo menor de 50 años y/o mediante la cesión de fondos obtenidos a través de un financiamiento internacional de largo plazo. En el caso de la emisión del bono, la tasa de interés de referencia se estableció en 2%, un nivel considerado bajo con relación a la registrada en el mercado. Asimismo, se estableció que dicho bono comenzaría a devengar intereses a partir de transcurridos diez años desde su emisión, y su emisión se estableció para el año 2003. No obstante que dicha emisión se produjo, aún dicho instrumento no está generando intereses para el Banco Central y no lo hará a corto plazo, por lo que dicha recapitalización no tuvo, ni tendrá efecto alguno sobre el balance del instituto emisor.

En el año 2003, la economía dominicana se desarrolló en el marco de la crisis bancaria que estalló en el segundo trimestre del año, con la caída de Baninter y posterior colapso de Bancrédito y el Banco Mercantil, y cuyo rescate financiero tuvo un costo equivalente al 20.3% del PIB (Baninter 14.5%, Bancrédito 4.6% y Mercantil 1.2%). Esta crisis provocó una caída en la actividad productiva del 0.4% y graves desequilibrios macroeconómicos, caracterizados por una abrupta devaluación cambiaria (74%), un aumento considerable de la inflación (que alcanzó el 42.7%) y un elevado déficit del sector público no financiero del 4%. La crisis bancaria provocó una intensa oleada de incertidumbre y desconfianza, que condujo a una mayor dolarización y fuga de capitales.

La magnitud de la quiebra de los tres bancos obligó a las autoridades monetarias a rescatar a sus depositantes argumentando la posibilidad de un riesgo sistémico. El Banco Central de la República Dominicana (BCRD) acudió en apoyo de todos los depositantes del Baninter y de los depositantes de los otros dos bancos que colapsaron. Una suma de RD\$109,150 millones fue emitida por el BCRD durante el proceso de rescate al conceder redescuentos y facilidades de liquidez. La consecuencia inmediata de este salvamento fue la aparición de un

exceso monetario que provocó la depreciación de la moneda nacional y la aceleración de la tasa de inflación.

Cuadro No.2

Fecha	Valores en Circulación		Déficit Cuasifiscal				Base Monetaria
	En Millones RD\$	% PIB	En Millones RD\$	% PIB	Acumulado En Millones RD\$	% PIB	En Millones RD\$
Dic. 1998	-	-	1,119.0	0.5	35,239.3	14.6	25,821.0
Dic. 1999	-	-	1,113.0	0.5	36,352.3	13.0	28,846.2
Dic. 2000	4,367.7	1.3	930.0	0.3	37,288.3	11.5	33,039.1
Dic. 2001	3,273.3	0.9	736.0	0.2	38,018.3	10.4	38,551.0
Dic. 2002	6,904.7	1.7	1,096.9	0.3	39,115.2	9.7	38,469.6
Dic. 2003	59,522.9	11.8	13,290.5	2.6	52,405.7	10.4	77,558.2
Dic. 2004	107,770.9	13.9	31,176.0	4.0	83,581.7	10.8	78,555.1
Dic. 2005	140,204.1	15.8	26,089.8	2.9	109,671.5	12.4	92,389.7
Ene-Mar 06	157,102.3	17.1	27,491.1	3.0	137,162.6	14.9	82,932.4
Junio 2006	146,539.7	-	-	-	-	-	90,487.4

Fuente: Elaborado con información del Banco Central de la República Dominicana

Datos de junio de 2006 sólo hasta el día 7. El déficit cuasifiscal a enero-marzo de 2006 se estimó utilizando la tasa de interés promedio ponderado de los certificados en circulación a marzo de 2006.

Para contrarrestar la acelerada depreciación del peso y el aumento sostenido de la inflación, el BCRD emitió certificados con altas tasas de interés (sobre el 30% en promedio)¹¹. Con ello, esterilizó parte de los recursos emitidos en el rescate de los tres bancos comerciales con problemas. Los certificados en circulación alcanzaron un monto equivalente a 11.8% del PIB en el 2003, mientras que el déficit cuasifiscal del BCRD se elevó a 2.6% del PIB (equivalente a RD\$13,290.58 millones) desde un nivel de 0.3% del PIB obtenido en el año 2002. Para fines de ese año, la base monetaria se expandió en más de un 100%.

La crisis bancaria virtualmente duplicó la deuda pública, incluida la del BCRD, que alcanzó el 56.8% del PIB y puso en entredicho la sostenibilidad de las finanzas públicas. La deuda externa sumó US\$5,900 millones, US\$1,360 millones más que en el 2002. En ese orden, la emisión de certificados de inversión del BCRD elevó la deuda pública interna de un 4.7% a un 18.9% del PIB a fines de 2003, y el pago de estos intereses pasó a representar el 4.6% del PIB, desde el 1.2% que antes registraba. De esta forma, el déficit cuasifiscal acumulado del BCRD fue de RD\$52,405.7 millones (10.4% del PIB).

Por su parte, la emisión monetaria llegó a su punto más alto en enero de 2004, al situarse en RD\$48,413 millones. Durante ese año, se aplicó una política monetaria orientada a reducir

¹¹ De los valores en circulación del BCRD a fines de 2003, el 30% correspondió a colocaciones bajo la modalidad de canje de depósitos de Baninter por certificados del BCRD.

las presiones al alza en el mercado cambiario y la inflación, motivando un sustancial incremento de los certificados en circulación del BCRD, lo que unido a la alta tasa de interés que el BCRD pagaba por los certificados emitidos (llegó hasta 60%) y el volumen de los mismos en circulación, incrementó el déficit cuasifiscal, el cual tendió a crecer en la medida que las autoridades se vieron en la necesidad de colocar nuevas emisiones de certificados para esterilizar sus efectos sobre la base monetaria, desatándose un proceso tipo “bola de nieve”. En consecuencia, a fines de 2004 el acervo de certificados de inversión se elevó un 81% con respecto a diciembre de 2003, mientras el monto pagado por el BCRD por concepto de intereses alcanzó a RD\$30,087.4 millones, 3.9% del PIB en 2004. En ese sentido, el déficit cuasifiscal ascendió a RD\$31,176 millones en diciembre de 2004, equivalente a 4% del PIB. Mientras el déficit acumulado alcanzó un nivel de RD\$83,581.7 (10.8% del PIB).

Con el objetivo de reducir el acervo de certificados y, a su vez, reducir el déficit cuasifiscal del BCRD, se creó el Comité de Políticas para la Realización de Activos (COPRA), cuyo objetivo es vender, mediante oferta pública y licitaciones internacionales, la mayor cantidad de activos pertenecientes a los bancos quebrados y rescatados y del BCRD. Asimismo, en el mes de abril de 2005, el Congreso Nacional aprobó la Ley 121-05 que autoriza al Poder Ejecutivo a emitir un bono por un valor de RD\$2,325 millones, equivalente a 0.3% del PIB de 2005, con la finalidad de capitalizar al BCRD a una tasa de interés anual de 2% pagadera semestralmente (sobre la base de un año), a 10 años plazos e indizado por la inflación. Además, las autoridades lograron reducir las tasas de interés de las colocaciones de certificados desde 26% a 17% a un año plazo para las colocaciones por ventanilla directa, mientras en la subasta el promedio ponderado de la tasa de interés pasó desde 25.7% a 14.5%. Sin embargo, a fines de 2005, los valores en circulación del BCRD alcanzaron a RD\$140,204.1 millones para un aumento de 30.1% (equivalente a RD\$32,433.2 millones) con respecto a igual período de 2004. Este incremento se debe a las operaciones de mercado abierto realizadas por el BCRD para esterilizar una parte de la acumulación de reservas internacionales líquidas y las erogaciones realizadas por el BCRD por concepto de pagos de intereses de los certificados de depósitos. La carga del servicio de los intereses de los certificados ascendió a RD\$27,413.5 millones a fines de 2005, lo que equivale a un 3.1% del PIB. La reducción de la tasa de interés de los certificados implicó una reducción en los pagos por este concepto de RD\$2,673.9 con respecto al valor derogado en 2004. Por su parte, el déficit cuasifiscal se ubicó en torno a 2.9% PIB, mientras que el déficit cuasifiscal acumulado alcanzó a RD\$109,671.5 equivalente a 12.4% del PIB.

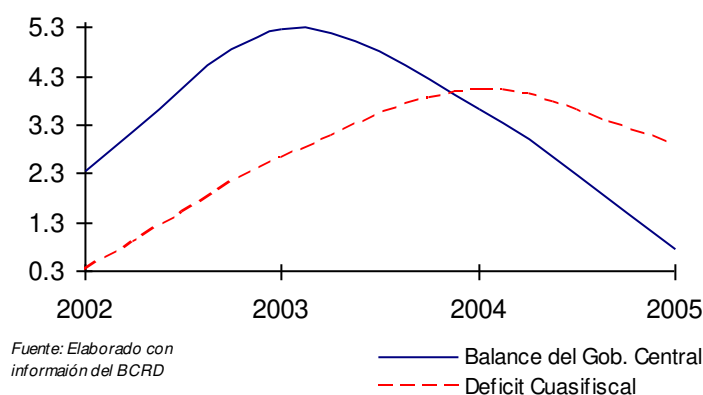
Como resultado de lo anterior, el déficit cuasifiscal como porcentaje del PIB, excedió los déficits registrados en el balance del gobierno central durante los años 2004 y 2005, como puede apreciarse en la Figura No.2.

A pesar de que las reservas internacionales brutas del BCRD se incrementaron en US\$1,929.3 millones en el 2005, alcanzando a cubrir tres meses de importaciones, su acumulación tiene dos importantes efectos a considerar. Primero, la política de esterilización cambiaria para contrarrestar el efecto inflacionario de estas operaciones lleva a la utilización de los certificados del BCRD, lo cual incrementa el déficit cuasifiscal del instituto emisor y la deuda interna. Segundo, las reservas internacionales se depositan en el exterior, generando un ingreso equivalente a la tasa de interés de corto plazo del Tesoro de los

Estados Unidos. Pero la tasa de interés recibida por el depósito de las reservas es inferior a la tasa que pagan por los certificados; siendo éste el costo pagado por reducir la inflación y evitar una importante apreciación del peso. De esta forma, a fines de diciembre de 2005, la diferencia entre las tasas de interés reales en pesos fue de 10.6%, por lo cual, se estima una pérdida equivalente de RD\$14,865.1 millones. Es decir, el costo estimado de esterilizar el influjo de reservas fue de 1.7% del PIB de 2005, lo cual se considera un costo por esterilización extremadamente alto, y se convierte en un indicador de alarma para detener las ilimitadas colocaciones de certificados.

Figura No.2

Déficit del Gobierno Central y Déficit Cuasifiscal
(% PIB)



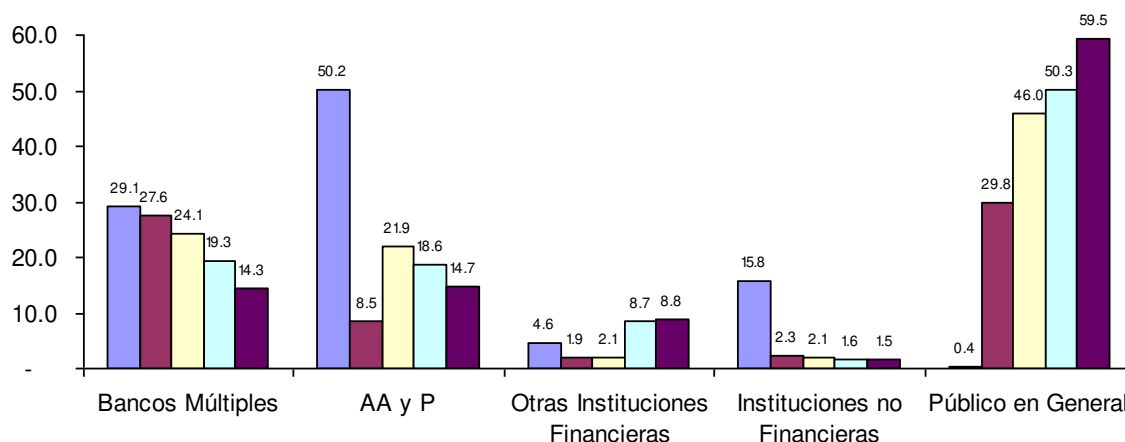
Durante los primeros meses de 2006, el acervo de las colocaciones muestra un aumento significativo. En el trimestre enero-marzo de 2006, los valores en circulación alcanzaron a RD\$157,102.3 millones (17.3% del PIB trimestral anualizado), mientras que el déficit cuasifiscal se elevó a 3% del PIB. Asimismo, al 7 de junio de este año, los valores en circulación alcanzaron a RD\$146,539.7 millones, una caída de -4.2% con respecto al mes de mayo de 2006. Sin embargo, esta caída se debió, en parte, al desmonte gradual de las inversiones que mantienen los bancos múltiples para cobertura del Coeficiente de Inversión en el BCRD, los cuales, en un 50%, fueron convertidos en depósitos de encaje legal. Este programa de desmonte se debe a que el FMI considera dicho coeficiente como parte del encaje legal de los bancos, y no como parte del balance de certificados. Asimismo, los depósitos remunerados de corto plazo (overnights) que se venían presentando dentro del balance de los valores en circulación del BCRD están siendo presentados por separados, debido a que no reúnen las características propias de los certificados emitidos por el BCRD. No obstante, el monto de valores en circulación muestra un crecimiento de 10.1% con respecto a diciembre de 2005. Estos valores resultan preocupantes debido a que reflejan un incremento en las erogaciones por concepto de pagos de intereses, lo que, a su vez, incrementa el déficit cuasifiscal.

Con respecto a la composición de los certificados del BCRD, durante los años 2002 y 2006 se ha producido un cambio entre los bancos múltiples y el público en general. De esta forma,

la política de colocación de certificados del BCRD llevada a cabo durante el año 2002 fue, básicamente, a través de los bancos múltiples y las asociaciones de ahorros y préstamos (AAyP). Con lo cual, los certificados en poder de los bancos múltiples y las AAyP correspondían al 29.1% y 50.2% del balance total de los certificados, respectivamente; mientras que sólo el 0.4% se encontraba en manos del público en general. En cambio, a diciembre de 2005, el público en general poseía el 50.2% y a principios de junio de este año se ha incrementado a 59.5%. Por el contrario, la participación de los bancos múltiples y las AAyP ha estado disminuyendo (ver Figura No.3). Al parecer, el aumento en las colocaciones de certificados por parte del BCRD al público en general se ha ejecutado concomitantemente con la cancelación de depósitos de los inversionistas institucionales.

Figura No.3

Composición de los Certificados por Tipo de Tenedor
(Porcentual)



Fuente: Elaborado con información del BCRD

■ 2002 ■ 2003 □ 2004 □ 2005 ■ 2006

A modo de resumen, podemos decir que en el caso dominicano el déficit cuasifiscal del BCRD básicamente se debe a gastos realizados como consecuencia de la asistencia a bancos en quiebra. Al margen de estas pérdidas, existe un componente permanente de creación de déficit cuasifiscal y que es motivo de preocupación, este componente es el costo por intereses que proviene de la continua emisión de certificados del BCRD y puede tornarse muy peligroso cuando la magnitud del endeudamiento interno de la entidad emisora supere ciertos límites. Además, el aumento de la emisión de certificados repercute en un aumento creciente de la deuda interna. En ese orden, el continuo proceso de colocación de certificados conlleva a un aumento del déficit cuasifiscal del BCRD, lo que a su vez hace más costosa su recapitalización, tanto en términos fiscales como en términos sociales debidos a los recursos que se deben destinar.

Los bancos centrales no quiebran, pero su debilidad financiera o descapitalización podría llevar a pérdida de credibilidad y política fiscal insostenible. La pérdida de credibilidad

podría, incluso, cuestionar la capacidad del Banco Central para cumplir con las obligaciones de los certificados. En ese sentido, el cambio en la composición de los certificados puede resultar preocupante en la medida de que un aumento en la inflación o en la tasa de cambio podría provocar la realización por adelantado de dichos certificados y un aumento en la demanda de dólares con su respectivo impacto sobre las reservas internacionales netas.

Propuestas de Soluciones para el Déficit Cuasifiscal

La eliminación o reducción del déficit cuasifiscal del BCRD requiere de la adopción de una serie de medidas y de estrategias a corto y a largo plazo. En este sentido, la autoridad monetaria debe comenzar por detener las colocaciones de nuevos certificados y redimir los que se encuentran en circulación. Para el segundo trimestre de este año 2006, el monto de colocaciones vencidas alcanzará a RD\$36,109.5 millones, el 33% de estos certificados (RD\$11,852.7 millones) no deben ser renovados. Por supuesto, que su no renovación implicará un aumento de la base monetaria, pero la misma no se traducirá en presiones inflacionarias. Ello debido a lo siguiente, si la tasa de crecimiento proyectada para la economía es 4.5% real y la tasa de inflación proyectada es 6%, entonces el circulante necesario para financiar el crecimiento de PIB real, alcanzaría un monto estimado de RD\$102,340.4 millones a fines de año. Si a principios de junio el circulante es RD\$90,487.4 millones, entonces, el 33% de los certificados vencidos puede ser desmontado y la emisión por dicho concepto no afectaría el nivel de precios. En consecuencia, el déficit cuasifiscal acumulado se reducirá, así como también el servicio de los intereses de los certificados. En ese orden, si suponemos que la tasa de interés promedio ponderado de los certificados será de 14% a fin del período, entonces el déficit cuasifiscal acumulado será de 14.6% del PIB. Evidentemente, si las autoridades monetarias logran reducir las tasas de interés, el déficit cuasifiscal acumulado será menor. En las actuales circunstancias, por cada punto porcentual de reducción en la tasa de interés de los certificados, el déficit cuasifiscal se reducirá en RD\$1,465.4 millones de pesos anuales (un aumento de la tasa de interés provocaría el efecto contrario).

Es importante señalar, que este ejercicio tiene el supuesto implícito de que las operaciones del BCRD son financiadas en su totalidad por las ganancias por señoreaje, es decir, no existen ganancias, pero tampoco pérdidas, y si éstas últimas existen, serán de un monto pequeño como para afectar el balance.

Por su parte, el Gobierno debe asumir el déficit cuasifiscal como una deuda nacional, a través de la emisión de un macrotítulo o bono de deuda pública. Una pregunta obvia es ¿cuál sería el monto de ese bono? Como punto de partida, se recomienda un ratio de RD\$1.00 de capital por cada RD\$10.00 de déficit cuasifiscal¹². En este caso, el gobierno debería emitir un primer bono por un monto de RD\$14,285.3 millones. Este monto se incorporaría al balance del Banco Central durante el año 2007. Asimismo, si suponemos que el crecimiento real de la economía y la tasa de inflación son iguales a los proyectados para el 2006, entonces el monto de emisión estimado y consistente con dicho crecimiento permitirá absorber el 16% de la totalidad de los certificados que vencerán durante el 2007

¹² Ver a Beckerman (1997).

(RD\$11,022.0 millones), sin poner en riesgo la meta de inflación. Adicionalmente, el Gobierno debe de transferir desde la Tesorería Nacional de la República un monto equivalente al pago de los intereses de los certificados a ese año. El monto estimado sería RD\$17,313.1 millones, el cual equivaldría a un superávit primario de 1.6% del PIB. En consecuencia, el déficit cuasifiscal acumulado alcanzaría a RD\$114,518.2 millones (equivalente a 10.5% del PIB estimado). En este punto es importante recordar que en el caso de Chile el gobierno diseñó una regla fiscal que le permitiera generar un determinado superávit primario, en ese sentido, el gobierno dominicano debería considerar una propuesta similar que le permita generar el superávit necesario y que, al mismo tiempo, contribuya a la sostenibilidad de la deuda pública (interna y externa). Asimismo, no debe descartarse una nueva reforma tributaria que incremente los ingresos del gobierno.

En otro orden, dado el monto del déficit cuasifiscal, se necesitan varios bonos de deuda a través del tiempo para la recapitalización de Banco Central. Los bonos pueden emitirse en varios años y por distintos montos, pero ello, postergará el declive del déficit cuasifiscal acumulado. Por el contrario, el gobierno puede emitir un macrotítulo o bono de deuda por un monto equivalente al total déficit acumulado. Asimismo, una opción que se debe considerar es la emisión de un eurobono en el extranjero, pero en pesos dominicanos, el que se denominará *europesos*.

Por otro lado, como vimos en los casos de Chile y Venezuela, las transferencias desde el gobierno hacia el banco central fueron acompañadas de ingresos provenientes de las ventas de sus recursos naturales no renovables. En ese sentido, y dada la ausencia de un recurso natural que nos permita generar montos considerables, debemos tomar en cuenta las ventas de activos del Estado dominicano (operaciones no repetibles), como tierras del gobierno, del Banco Central, acciones en la Rosario, venta de las acciones en el Banco de Reservas, entre otros. Los ingresos obtenidos por dichas ventas serían utilizados en la recapitalización del BCRD. Asimismo, el BCRD, a través del COPRA, debe continuar con la recuperación y venta de los activos de los bancos que colapsaron, aunque la experiencia indica que en estas circunstancias la tasa de recuperación de cartera se encuentra en un rango entre 5% y 30%. Una ventaja destacable es que, contrario a la experiencia venezolana, los activos en garantía son mayoritariamente bienes raíces por lo que sus ventas deberían ser menos complicadas y, por tanto, podría haber una recuperación cercana al 30%. Sin embargo, dada la experiencia venezolana con el FOGADE, deberíamos preguntarnos si el COPRA está preparado para las ventas de estos bienes raíces o por el contrario dicha tarea debe ser llevada a cabo por una institución como Bienes Nacionales, la que, una vez vendido el activo, transferirá los recursos a la Tesorería Nacional y ésta última al Banco Central de la República Dominicana para la disminución del déficit cuasifiscal.

Conclusión

El Banco Central de la República Dominicana ha operado con déficits durante más de una década, debido a efectos combinados de sus operaciones regulares y de varias actividades cuasifiscales realizadas a través del tiempo. Esta situación se agravó con el rescate a los bancos en problemas durante el año 2003, y la colocación de certificados de inversión para esterilizar los efectos de dicho rescate sobre los precios internos y el tipo de cambio. En ese

sentido, las continuas colocaciones de certificados y el respectivo costo neto al que se incurre con los pagos de intereses han desatado un proceso tipo “bola de nieve”, en donde el instituto emisor acumula significativas pérdidas en su balance y, por tanto, se encuentra en una débil posición financiera. En consecuencia, la política monetaria está limitada para asegurar la estabilidad cambiaria y de precios. Esta situación afecta las expectativas de los agentes, afectándose la credibilidad de la entidad emisora e incluso su capacidad para cumplir con las obligaciones de los certificados.

En ese sentido, se hace necesario recapitalizar el Banco Central a través de la adopción de una serie de medidas y de estrategias a corto y a largo plazo que permitan la reducción del déficit cuasifiscal. El Gobierno debe asumir las pérdidas del BCRD como una deuda pública, emitiendo un bono de deuda y, al mismo tiempo, generar un superávit primario por un monto equivalente a los pagos anuales de intereses por los certificados. El Banco Central debe detener las colocaciones de certificados y, al mismo tiempo, realizar desmontes programados y ajustados a la absorción de la economía. Asimismo, dada las continuas pérdidas operativas del BCRD, sería recomendable considerar un cambio estructural del instituto emisor para detener las pérdidas flujos y que sus operaciones puedan ser financiadas con el ingreso por señoreaje.

Adicionalmente, el gobierno debe considerar operaciones no repetibles como las ventas de activos del Estado dominicano (tierras del gobierno, del Banco Central, acciones en la Rosario, venta de las acciones en el Banco de Reservas, entre otros) y los ingresos obtenidos por dichas ventas deben ser destinados a la recapitalización del instituto emisor. Todas estas medidas implican sacrificios en términos fiscales y un costo social en términos del uso alternativo de los recursos. Sin embargo, el completo entendimiento de la necesidad de recapitalización dependerá de entender lo que podría ocurrir en su ausencia.

Referencias

Amiela Huerta, J. y B. Urriza Zonzález (2000). Crisis Bancarias: causas, costos, duración, efectos y opciones de política. Serie Política Fiscal, No.108. CEPAL.

Arocha, M. y E. Rojas (1995). La crisis bancaria en Venezuela: Antecedentes, desarrollo e implicaciones. *Monetaria*. Vol. XIX, No.2.

Banco Central de la República Dominicana. Informe de la economía dominicana. Varios años.

Banco Central de la República Dominicana (2002). Boletín Trimestral. Octubre-Diciembre.

Beckerman, P. (1997). Central-Bank decapitalization in developing economies. *World Development*, Vol. 25, No.2.

CEMLA (1998). ¿Cuánto requiere de capital un banco central? Propuesta del nivel de capital desde la perspectiva ecuatoriana. Documento presentado en la V Reunión sobre aspectos contables y presupuestales de banca central.

CEPAL. Estudio económico de América Latina y el Caribe. Varios años.

Dalton, J. y C. Dziobek (2005). Central Bank losses and experiences in selected countries. Working Paper WP/05/72. International Monetary Fund.

Eyzaguirre, N. y O. Larrañaga (1990). Macroeconomía de las operaciones cuasifiscales en Chile. Documento de trabajo S/N. CEPAL.

Leone, A. M. (1994). Institutional and operational aspects of central bank losses. En Baliño, T. y C. Cottarelli, editores, *Frameworks for monetary stability: Policy issues and country experiences*. International Monetary Fund. Washington, DC.

López Valdés, J. M. (2004). En búsqueda de soluciones al déficit cuasifiscal del banco central. Documento presentado en el Seminario de la Asociación Nacional de Jóvenes Empresarios.

Mackenzie, G. A. y P. Stella (1996). Quasi-Fiscal operations of public financial institutions. Occasional Paper No.142. International Monetary Fund

Marshall, J. y K. Schimidt-Hebbel (1988). Un marco analítico-contable para la evaluación de la política fiscal en América Latina. Documento de Trabajo S/N. CEPAL.

Morandé, F. (1990). El déficit cuasi-fiscal. Trabajo de Asesoría al Congreso Nacional (TASC), No.10. Santiago, Chile.

Piekarz, J. (1987). El déficit cuasifiscal del Banco Central. *Revista de Economía*. Vol. 2, No.2.

Rodrik, D. (2006). The social cost of foreign exchange reserves. Working Paper 11952. National Bureau of Economic Research.

Rojas, P. (2000). Política monetaria y cambiaria en Chile durante los noventa. *Estudios Públicos*. Vol. 78. Otoño.

Tejera, E. J. (2004). Hacia una propuesta de solución al problema del déficit cuasifiscal. Documento presentado en el Seminario de la Asociación Nacional de Jóvenes Empresarios.