
Deuda Interna en Costa Rica: un enfoque alternativo

Parte I

Andrés Rodríguez-Clare*

1 - Introducción

Está de más motivar el tema: economistas, empresarios, políticos e intelectuales están de acuerdo en que la deuda interna es un serio problema que amenaza el desarrollo económico de Costa Rica. En palabras del informe sobre deuda interna elaborado por un grupo comandado por Eduardo Lizano, "el tema de la deuda interna del Gobierno ha llegado a constituirse en el principal problema económico del país" (*Deuda Interna: Documentos, Notas y Comentarios*, Academia de Centroamérica, pág. 9).

Se puede resumir la percepción general sobre el problema de la deuda interna como sigue: los altos déficits fiscales de los últimos años han provocado un aumento continuo en la deuda interna, que ya llega a más de un billón de colones. El servicio de esta enorme deuda representa un tercio de los gastos totales del Gobierno Central, lo que deja muy poco para financiar programas sociales como educación y salud, así como para el desarrollo de la infraestructura que el país necesita para su desarrollo.

La tesis de este artículo es que ciertamente la deuda interna es un problema que debe resolverse, pero el análisis que se ha hecho sobre este tema presenta dos errores. En primer lugar, se ha enfocado la atención sobre la deuda interna sin tomar en cuenta lo que ha pasado con la deuda externa.

* Doctor en Economía de la Universidad de Stanford, actualmente Profesor Asociado de la Escuela de Negocios de la Universidad de Chicago (con licencia desde abril de 1997). Especialista en las áreas de desarrollo económico y comercio internacional, materias sobre las que ha publicado artículos en *American Economic Review* y *Journal of Political Economy*.

En la medida en que se cancele deuda externa con deuda interna (lo que de hecho ha ocurrido en los

últimos años en Costa Rica), esto genera la impresión de un mayor problema fiscal del que existe en la realidad, pues parte del problema es simplemente un asunto financiero relacionado con el manejo de la deuda total.

En segundo lugar, al analizar las repercusiones de la deuda interna sobre las finanzas públicas no se ha tomado en cuenta la distorsión que produce la inflación sobre las cuentas fiscales. Es decir, se ha caído presa de la ilusión monetaria. La confusión surge de la forma como medimos el déficit fiscal en este país. Es bien conocido que en países con niveles inflacionarios como el nuestro, el déficit financiero no da una buena idea del verdadero déficit fiscal. En estos países la medida correcta del déficit fiscal está dada por el déficit operativo, que es el igual al déficit financiero menos la parte inflacionaria de los intereses sobre la deuda, que en realidad es amortización en términos reales.

Otro factor importante para entender el impacto de la deuda interna es que incluso cuando se da un déficit operativo (como es el caso en Costa Rica en los últimos años), el impacto de este déficit en la economía es atenuado por el crecimiento de la producción. Veremos que con una tasa de crecimiento de 4%, el déficit operativo puede llegar hasta 1.6% sobre el PIB sin que esto genere un aumento de la deuda bonificada total del Gobierno Central sobre el PIB.

El objetivo de este trabajo es explicar estas ideas y luego aplicarlas para el caso de Costa Rica. Dado que ha sido muy difícil conseguir cifras fiscales consistentes de déficit y deuda, en esta primera parte del trabajo se exploran estas ideas únicamente en un plano teórico, explicando los conceptos necesarios para un análisis más profundo sobre la situación fiscal en el país. En una segunda parte esperamos contar

con los datos necesarios para aplicar estos conceptos y ver su importancia para el caso de Costa Rica.

2.- Deuda Interna e Ilusión Monetaria

Para entender el efecto de la inflación sobre las cuentas fiscales, conviene empezar con un ejemplo muy simple. Partamos de los siguientes supuestos:

- el gobierno tiene una deuda de 100 colones,
- hay una tasa de interés real del 10%,
- el gobierno no tiene otros gastos y
- el gobierno tiene ingresos iguales a 10 colones.

Consideremos ahora tres escenarios: cero inflación, inflación moderada (10% al año), e inflación alta (100% al año). El cuadro siguiente muestra lo que sucede con las cuentas fiscales en los tres escenarios:

	Cero Inflación	Inflación 10%	Inflación 100%
Tasa interés nominal	10%	20%	110%
Ingresos	10	10	10
Gasto por intereses	10	20	110
Déficit financiero = aumento deuda	0	10	100
Saldo deuda al final del período	100	110	200
Indice precios al final del período	1	1.1	2
Saldo real deuda al final del período	100	100	100

Este cuadro muestra que el déficit y el saldo de la deuda al final del período es más alto conforme aumenta la inflación. Sin embargo, el saldo real de la deuda al final del período es el mismo en los tres escenarios. La explicación es sencilla: cuando hay inflación, el saldo real de la deuda disminuye con el tiempo. Para compensarle esta pérdida al acreedor, la tasa de interés nominal aumenta y así parte de los intereses pagados son una compensación por la disminución del valor real de la deuda. En otras palabras, parte de los intereses pagados son en realidad amortización (en términos reales) de la

deuda. Si el gobierno pide prestado para pagar esta parte de los intereses, como lo hace en nuestro ejemplo, entonces necesariamente se mantiene constante la deuda en términos reales.

Sería un error decir que el déficit es un problema en el escenario de inflación alta, puesto que este déficit no lleva a un aumento en el valor real de la deuda. Precisamente para no caer en este problema de ilusión monetaria en la contabilidad fiscal es que se ha introducido el concepto de déficit operativo, que es el déficit financiero (el usado comúnmente) menos el componente inflacionario de los intereses. Este componente inflacionario es la tasa de inflación multiplicada por el saldo nominal de la deuda al principio del período. La ventaja de este concepto del déficit es que, a diferencia del déficit financiero, el déficit operativo siempre indica el aumento de la deuda en términos reales.

El siguiente cuadro muestra el déficit operativo para los tres escenarios:

	Cero Inflación	Inflación 10%	Inflación 100%
Tasa interés nominal	10%	20%	110%
Ingresos	10	10	10
Gasto por intereses	10	20	110
Déficit financiero = aumento deuda	0	10	100
Parte inflacionaria de los intereses	0	10	100
Déficit operativo = aumento deuda en términos reales	0	0	0

Para darse una idea de la importancia de estas consideraciones para el caso de Costa Rica, asumamos una inflación del 10% y una deuda interna de un 30% del PIB. En este caso, la parte inflacionaria de los intereses sobre la deuda interna sería de un 3% del PIB, por lo que si el déficit financiero es de un 5% del PIB el déficit operativo sería un 2% del PIB, algo manejable en una economía en crecimiento.

Es importante notar que las consideraciones anteriores cambian cuando una parte de la deuda

interna está denominada en dólares o indexada al IPC, como es el caso de los TUDES en Costa Rica. Para este tipo de deuda la parte inflacionaria no se refleja en los intereses, sino directamente en el saldo nominal de la deuda. Así, entre mayor sea la proporción de la deuda total representada en dólares o indexada al IPC, menor será el problema descrito anteriormente, es decir, menor será la diferencia entre déficit financiero y déficit operativo. De hecho, si toda la deuda estuviera denominada en dólares o en TUDES entonces estas dos definiciones del déficit coincidirían.

Lo anterior es otra buena razón para no usar el déficit financiero como una medida del desbalance fiscal, pues su tamaño depende de la composición de la deuda total. Por ejemplo, manteniendo todo lo demás constante, entre mayor sea el porcentaje de la deuda total denominada en dólares menor será el gasto en intereses y menor será el déficit financiero. Lo mismo ocurrirá entre mayor sea la proporción de la deuda interna que esté indexada a la inflación.

El siguiente cuadro muestra la composición de la deuda bonificada total del Gobierno Central en Costa Rica a fines de 1997:

Deuda interna en dólares	14.5%
Deuda interna en colones indexada (TUDES)	13.6%
Deuda interna en colones corrientes	45.7%
Deuda externa	26.2%

Como se puede ver, únicamente el 45.7% de la deuda bonificada total del Gobierno Central está en colones corrientes (es decir, no indexada a la inflación). Esto representa un 19.1% del PIB.¹

1. Este dato corresponde únicamente a la deuda bonificada del Gobierno Central. Dado que estos son los datos más confiables que se tienen por el momento, en este trabajo usamos la deuda bonificada del Gobierno Central para todos los ejemplos numéricos que se hacen.

Repitiendo el ejercicio anterior, con una inflación de 10% esto implica que la parte inflacionaria de los intereses representa casi un 2% del PIB. Con un

déficit financiero de 5% esto implica un déficit operativo de 3%.

Este ejercicio para calcular el déficit operativo es únicamente para ilustrar la diferencia entre este concepto y el déficit financiero. Más adelante se discuten las distintas formas de definir el déficit operativo y las respectivas fórmulas de cálculo. Veremos aquí cuál es el método idóneo para calcular el déficit operativo cuando el objetivo es determinar el esfuerzo fiscal del Gobierno.

3.- Evolución de la Deuda Interna en una economía en crecimiento

Como se mencionó en la introducción, incluso cuando se da un déficit operativo, la deuda como porcentaje del PIB no necesariamente aumenta. Esto depende de la comparación entre el déficit operativo y la tasa de crecimiento del PIB. Para entender esto, en esta sección se discute cómo el déficit operativo afecta la deuda total como porcentaje del PIB en una economía en crecimiento.

Para comenzar, es claro que si denotamos el saldo de la deuda total (interna + externa) en colones al final del período t como D_t , entonces tenemos:

$$(1) D_t = (1 + R_t) D_{t-1} - S_t$$

donde R_t y S_t representan la tasa de interés nominal y el superávit primario (ingresos menos gastos sin contar intereses) en el período t , respectivamente. Es decir, el saldo de la deuda al final del período t es igual al saldo de la deuda al final del período $t-1$ más el pago total de intereses ($R_t D_{t-1}$) menos el superávit primario. Veamos ahora cuánto de este pago de intereses corresponde a la compensación por la inflación.

Denotando el índice de precios en el período t como P_t y la tasa de interés real como r_t , tenemos necesariamente que:

$$\frac{(1 + R_t)D_{t-1}}{P_t} = \frac{(1 + r_t)D_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Esto implica que:

$$1 + R_t = \frac{(1 + r_t)P_t}{P_{t-1}}$$

Usando esta igualdad y denotando la inflación en el período t como π_t (es decir, $1 + \pi_t = P_t/P_{t-1}$), vemos que el pago de intereses sobre la deuda es igual a la compensación por la inflación más el pago real de intereses:

$$R_t D_{t-1} = \pi_t D_{t-1} + r_t (P_t / P_{t-1}) D_{t-1}$$

El déficit operativo (que denotamos como X) lo definimos como el pago de intereses reales menos el superávit primario, es decir:

$$X_t = r_t (P_t / P_{t-1}) D_{t-1} - S_t$$

Usando esta definición en la ecuación (1) tenemos entonces que:

$$(2) D_t = (1 + \pi_t) D_{t-1} + r_t (P_t / P_{t-1}) D_{t-1} - S_t = (1 + \pi_t) D_{t-1} + X_t$$

Es decir, el saldo de la deuda en el período t es igual al déficit operativo del período t más el saldo de la deuda del período anterior corregido por la inflación del período t.

Para continuar, conviene ahora expresar estas variables en términos del PIB, para lo cual usaremos letras en minúscula (así por ejemplo $d_t = D_t/PIB_t$). Manipulando la ecuación anterior llegamos a:

$$d_t = (1 + \pi_t) \left(\frac{PIB_{t-1}}{PIB_t} \right) d_{t-1} + x_t$$

Denotando la tasa de crecimiento real como g

(es decir, $1 + g_t = \frac{PIB_t / P_t}{PIB_{t-1} / P_{t-1}}$), tenemos entonces:

$$d_t = \frac{d_{t-1}}{1 + g_t} + x_t$$

De aquí finalmente podemos concluir que para que la deuda total en relación al PIB no aumente, se tiene que cumplir la siguiente condición:

$$x_t \leq d_{t-1} \left(\frac{g_t}{1 + g_t} \right) \approx d_{t-1} g_t$$

En los últimos años Costa Rica ha mantenido una tasa de crecimiento real anual de aproximadamente 4%, y actualmente la deuda bonificada total del Gobierno Central como porcentaje del PIB es de aproximadamente 42%. Esto indica que el déficit operativo debe ser igual o menor a 1.6% del PIB para que la deuda como porcentaje del PIB no aumente año con año.

4.- Cálculo del Déficit Operativo

Hemos visto hasta aquí que el déficit operativo es un mejor indicador sobre la posición fiscal del país que el déficit financiero, que es la medida que usamos comúnmente en Costa Rica. Conviene entonces analizar cuál sería la metodología adecuada para medir el déficit operativo.

De la ecuación (2) se obtiene que:

$$D_t = (1 + \pi_t) D_{t-1} + X_t$$

Esto implica que:

$$(3) X_t = D_t - (1 + \pi_t) D_{t-1}$$

Dado que contamos con datos para D_t y para π_t entonces podemos encontrar X_t como residuo.

En esta metodología se le aplica la inflación costarricense incluso a la deuda en dólares. Es decir, se asume que el ajuste por inflación para la deuda en dólares es igual al ajuste para la deuda en colones. Como veremos luego, esto sólo es correcto si se cumple la versión débil de la Paridad del Poder de Compra (PPC) entre el colón y el dólar.²

2. Decimos que se cumple la versión fuerte de la PPC cuando el precio de una canasta representativa de bienes cuesta lo mismo en el mercado internacional que en el mercado doméstico (es decir, cuando $e_t P_t^* = P_t$ para todo t). Decimos que se cumple la versión débil de la PPC cuando se da esta condición para los cambios porcentuales en los precios, es decir cuando $e_t P_t^* = \text{constante} \cdot P_t$ para todo t.

A continuación, consideramos una forma más directa de medir el déficit operativo. Asumamos por el momento que toda la deuda en colones está en colones corrientes - es decir, que no hay deuda indexada al IPC (como los TUDES). En este caso tenemos que:

$$D_t = (1 + R_t) B_{t-1} + (1 + R_t^*) e_t B_{t-1}^* - S_t$$

$$= (1 + \pi_t) B_{t-1} + r_t (1 + \pi_t) B_{t-1} + [(1 + \pi_t^*) + r^*] e_t B_{t-1}^* - S_t$$

donde B_{t-1} es el saldo de la deuda en colones corrientes y B_{t-1}^* es el saldo de la deuda en dólares al final del período t , e_t es el tipo de cambio (colones por dólar) al final del período t , R_t (r_t) es la tasa de interés nominal (real) en dólares y π_t (π_t^*) es la tasa de inflación en Estados Unidos en el período t .

Para continuar, el pago de intereses reales sobre la deuda en colones y en dólares está dado por $r_t(1+\pi_t) B_{t-1} + r_t^*(1+\pi_t^*) e_t B_{t-1}^*$. El déficit operativo está entonces dado por:

$$X_t = r_t (1 + \pi_t) B_{t-1} + r_t^* (1 + \pi_t^*) e_t B_{t-1}^* - S_t$$

Esto nos lleva a:

$$(4) X_t = D_t - (1 + \pi_t) B_{t-1} - (1 + \pi_t^*) e_t B_{t-1}^*$$

Veamos ahora como cambian estos resultados si tomamos en cuenta que parte de la deuda en colones está indexada a la inflación. Supongamos que la deuda en colones indexada paga una tasa de interés real de r . Es claro que para los efectos de estas fórmulas es como si esta deuda estuviera denominada en otra moneda cuyo tipo de cambio con el colón fuese P_t y cuya inflación es cero. Ampliando la fórmula de la ecuación (4) para este caso tenemos:

$$(5) X_t = D_t - (1 + \pi_t) B_{t-1} - P_t B_{t-1} - (1 + \pi_t^*) e_t B_{t-1}^*$$

donde B es el saldo de la deuda interna indexada al final del período t denominada en unidades reales. Se puede demostrar que, si se cumple la versión débil de la PPC, es decir que $cP_t = e_t P_t^*$ para todo t (donde c es cualquier constante positiva) entonces esta fórmula es igual que la fórmula de la ecuación (3).

El déficit operativo cuando no se cumple la PPC

Como se mencionó anteriormente, si se cumple la PPC entonces la medición (5) del déficit operativo Acta Académica

coincide con la fórmula de la ecuación (3). La diferencia entre estas medidas surge cuando se da una apreciación o depreciación real de la moneda.

Veamos un ejemplo de cómo fluctuaciones en el tipo de cambio real afectan la medición del déficit operativo. Partamos de los siguientes supuestos:

- El déficit financiero es cero,
- toda la deuda está en dólares y equivale a \$100, • el tipo de cambio inicial es de 1 colón por dólar y
- la inflación doméstica es 10%.

El siguiente cuadro presenta lo que ocurre con dos niveles distintos de devaluación: 0%, en cuyo caso se da una apreciación real y 20%, en cuyo caso se da una depreciación real.

	D_{t-1}	D_t	$(1 + \pi_t) D_{t-1}$	$(1 + \pi_t^*) e_t B_{t-1}^*$	Fórmula (3)	Fórmula (5)
Devaluación 0%	100	100	110	100	-10	0
Devaluación 20%	100	120	110	120	10	0

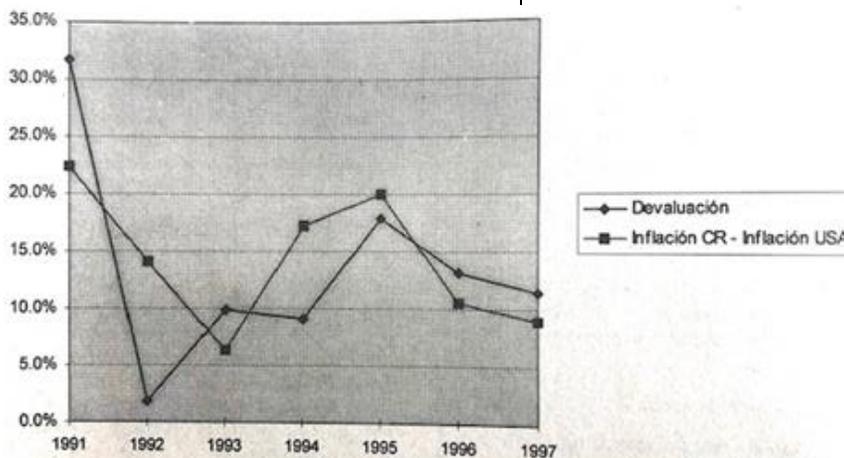
Vemos aquí que en el caso de estabilidad cambiaría la fórmula (3) produce un superávit operacional de 10, mientras que en el caso de una devaluación de 20% esta misma fórmula produce un déficit operacional de 10. Lo que sucede en el primer caso es que una apreciación real del colón genera una disminución del valor real de la deuda en dólares medida en colones. Dado que la fórmula (3) determina el déficit operativo según el cambio del valor real de la deuda total de un período a otro, esta disminución del valor real de la deuda es reflejada en la fórmula (3) como un superávit operacional. Lo contrario ocurre en el segundo caso (devaluación de 20%), cuando la depreciación real genera un aumento del valor real de la deuda en dólares medida en colones, algo que es reflejado por la fórmula (3) como un déficit operativo.

En contraste con lo anterior, la fórmula (5) produce un balance operativo en los dos casos. Esto se da porque esta fórmula valora la deuda en dólares en colones corrientes, por lo que fluctuaciones en el tipo de cambio real no generan ningún cambio en el saldo de la deuda. Esto implica que en períodos de apreciación real la medición del déficit operativo según la fórmula (3) resultará inferior que con la fórmula (5),

mientras que lo contrario ocurre cuando se da una depreciación real. Veamos las implicaciones para Costa Rica.

Entre el 91 y el 96 la inflación en Costa Rica ha sido de 18.9% como promedio anual, mientras que en Estados Unidos ésta ha sido de 2.9%. Se requeriría una devaluación de 16% al año para evitar la apreciación real, sin embargo, la devaluación ha sido de solamente 13.6% como promedio anual en este período. La consiguiente apreciación real en los últimos años implica que en promedio la medición (5) va a generar un déficit operativo mayor que la medición (3).

En el largo plazo es natural esperar una apreciación real de la moneda en un país como Costa Rica, pues el crecimiento generalmente trae consigo un aumento en el precio relativo de los bienes no transables por el efecto Balassa- Samuelson (aumento más rápido de la productividad en la producción de bienes transables que de bienes no transables). Se podría pensar que la medición (3) del déficit operativo es entonces más conveniente, pues es cierto que, como lo indica esta medición, la deuda en términos reales aumenta más lentamente debido a la apreciación real del colón frente al dólar. Esto es bien claro si como en la sección anterior estamos interesados en ver la evolución de la deuda total como porcentaje del PIB.



En este caso la apreciación real del colón va a generar una disminución de la carga de la deuda en comparación al tamaño de la economía, algo que sería capturado en el déficit operativo según la fórmula (3).

Sin embargo, aunque en el largo plazo hay una tendencia a la apreciación real, esto no es constante año con año, sino que más bien se dan apreciaciones o depreciaciones reales significativas cada año que luego se revierten. El uso de la definición (3) daría un déficit operativo muy fluctuante, que es afectado significativamente por la apreciación o depreciación real que se da ese año, fenómenos estos que están un tanto alejados de la política fiscal. El siguiente gráfico muestra la tendencia fluctuante que ha tenido el comportamiento del valor real del colón frente al dólar. Cuando la devaluación es mayor que la diferencia entre donde Ft es el déficit financiero en el período t, la inflación en Costa Rica y la inflación en Estados Unidos, ¿Cómo se relaciona esta fórmula del déficit operativo como en el 91, el 93 y el 96 y 97, entonces se da una con la fórmula de la ecuación 5? Se puede demostrar depreciación real del colón frente al dólar. Lo contrario ocurre en los años 92, 94 y 95.

En conclusión, dado que es común que se den apreciaciones o depreciaciones reales cada año, la medición (3) del déficit operativo va a ser más fluctuante que la medición (5). Más importante aún, el esfuerzo fiscal debe ser visto como independiente de lo que suceda con el tipo de cambio real (que depende sobre todo de la política monetaria y cambiaria, así como de movimientos de capital). Si lo que se quiere medir es el esfuerzo fiscal de un año en particular, pareciera entonces más adecuada la fórmula (5) para calcular el déficit operativo. No sería correcto, por ejemplo, alabar al Ministro de Hacienda si un año se da un superávit operativo, si en realidad este superávit ocurre por una apreciación real del colón frente al dólar.³

3. El mismo análisis se aplica cuando hay partes de la deuda denominadas en otras monedas distintas al dólar. En este caso también ocurre que apreciaciones o depreciaciones del colón frente a estas monedas generan cambios en el saldo real de la deuda medida en colones, lo que según la fórmula (3) se traduce en impactos sobre el déficit operativo. Lo correcto en este caso para evaluar el verdadero esfuerzo fiscal es usar una generalización de la fórmula (5) para la deuda en otras monedas.

Impacto de la inflación internacional

Un método que a menudo se usa para obtener el déficit operativo consiste en restar el componente inflacionario de los intereses al déficit financiero. Esto último se obtiene multiplicando la inflación del período por el saldo de la deuda interna no indexada al final del período anterior. Así obtenemos:

$$(6) X_t = F_t - \pi_t B_{t-1}$$

Donde F_t es el déficit financiero en el período t .

¿Cómo se relaciona esta fórmula del déficit operativo con la fórmula de la ecuación 5? Se puede demostrar que la única diferencia estriba en que la fórmula (6) no toma en cuenta el efecto en dólares.

Para ver esto, notemos que, si no ajustamos por la inflación internacional, entonces cabe definir el déficit operativo como:

$$X_t = r_t (1 + \pi_t) B_{t-1} + \pi_t P_t B_{t-1} + R^*_t e_t B^*_{t-1} - S_t$$

Aquí estamos tomando todo el gasto en intereses sobre la deuda en dólares como gasto real de intereses. En este caso tenemos que:

$$(7) X_t = D_t - (1 + \pi_t) B_{t-1} - P_t B_{t-1} - e_t B^*_{t-1}$$

Dado que el déficit financiero satisface la siguiente igualdad:

$$F_t = D_t - D_{t-1} - (e_t - e_{t-1}) B^*_{t-1} - \pi_t P_{t-1} B_{t-1}$$

entonces se puede demostrar que la fórmula (7) da lo mismo que la fórmula (6).

Cabe preguntarse ahora cuál fórmula (entre la (6) y la (5)) del déficit operativo es la más apropiada. Dada una deuda bonificada en dólares de aproximadamente un 17% del PIB para el Gobierno Central, una inflación internacional de 2% implica que la parte inflacionaria de los intereses pagados sobre la deuda en dólares representa aproximadamente un 0.34% del PIB. Esto implica que como porcentaje del PIB la deuda en dólares disminuye año con año en un tercio de punto porcentual a raíz de la inflación internacional. Este es un factor pequeño pero real, y no queda claro por qué se va a excluir del cálculo del déficit operativo. Si se hace el esfuerzo por ajustar el déficit financiero por el componente inflacionario de los intereses, pareciera que lo que corresponde es

tomar en cuenta tanto la inflación doméstica como la internacional. Se concluye entonces que la fórmula de la ecuación (5) es más apropiada para calcular el déficit operativo que el método rápido comúnmente empleado de la fórmula (6).

Conclusión

En una segunda parte de este trabajo vamos a aplicar estos conceptos al caso de Costa Rica para entender mejor la evolución del déficit y la deuda en los últimos años. Por el momento, dado el análisis teórico de esta primera parte del trabajo, lo que podemos concluir es:

1. Con niveles inflacionarios del 10% o más, como es el caso de Costa Rica, el déficit financiero no es una buena medida de la situación fiscal. Todo lo demás constante, un cambio en la composición de la deuda hacia deuda en dólares o hacia deuda indexada en colones reduciría el déficit financiero sin que el verdadero déficit esté cambiando. El déficit operativo, en contraste, no depende de la composición de la deuda y sí es un buen indicador del esfuerzo fiscal del país.

2. De los elementos más importantes para entender la situación fiscal está ver la evolución de la deuda en relación al tamaño de la economía. Incluso con un déficit operativo positivo, la deuda sobre el PIB puede disminuir si la economía está creciendo suficientemente rápido. Con una deuda bonificada del Gobierno Central de 40% sobre el PIB, por ejemplo, una tasa de crecimiento del PIB de 4% permite un déficit operativo de 1.6% del PIB sin que esto lleve a aumentos en la deuda como proporción del PIB.

3. Hay distintas formas de definir el déficit operativo. Sin embargo, si se quiere tener un indicador comprensivo (que incluya el impacto de la inflación internacional sobre el valor real de la deuda en dólares) y que no sea afectado por fluctuaciones en el tipo de cambio real que no dependen directamente de la política fiscal, la fórmula correcta para calcular el déficit operativo es la que se da en la ecuación (5).

Mayo de 1998, San José, Costa Rica