

Liberalización Cambiaria en Costa Rica: Un verdadero vía crucis

Jorge Guardia Quirós¹

¹ Abogado, economista y expresidente del Banco Central de Costa Rica (90-94). Graduado de las facultades de Derecho y Ciencias Económicas de la UCR, Harvard (Ll.M.) y la Sorbona de París (DEA). Trabajó en el Fondo Monetario Internacional en dos ocasiones y ha sido actor y observador del proceso de reforma cambiaria. Autor del libro *Del Tipo de Cambio Fijo a la Liberalización Cambiaria* y la columna EN GUARDIA, publicada semanalmente en La Nación.

Liberalización Cambiaria en Costa Rica: Un verdadero vía crucis

Contenido

- 1. Introducción y resumen**
- 2. De la paridad fija a la primera flotación desordenada**
- 3. Las primeras minidevaluaciones**
- 4. Segunda flotación cambiaria: intento frustrado pero bien intencionado**
- 5. Agotamiento de las “minis” y búsqueda de un nuevo paradigma cambiario**
- 6. Bandas Cambiarias y tercera flotación (de facto) de la moneda**
- 7. Críticas injustificadas a la flotación**
- 8. ¿Funcionaron las bandas cambiarias?**
- 9. El Futuro incierto del régimen cambiario**
- 10. Resumen de conclusiones y recomendaciones**

1. Introducción y Resumen

¿Cuál es el régimen cambiario que le conviene a Costa Rica? Llevamos treinta años tratando de responder esta pregunta. Hemos probado casi todos los extremos y variaciones intermedias de la clásica clasificación bipolar de los regímenes cambiarios del Fondo Monetario Internacional (FMI), desde la rígida disposición constitucional que exigía el establecimiento de un tipo de cambio fijo basado en una paridad dictada mediante una ley formal de la República, hasta la promesa del Banco Central de establecer una flotación administrada que aún no llega.² Yo estoy convencido de que llegó la hora de definirse. Prolongar la indefinición le haría más mal que bien a los costarricenses.

He seguido muy de cerca el proceso de liberalización del régimen cambiario costarricense. En algún momento participé en él activamente. Soy, por eso, testigo de excepción. He notado con preocupación que en todo momento el esfuerzo de liberalización cambiaria ha sido rechazado o retardado por diversas razones, incluyendo la influencia poderosos grupos de interés. He visto pasar varios ajustes y reversiones en la paridad cambiaria –tal y como se la concebía en el sistema cambiario internacional creado bajo los auspicios del Convenio Constitutivo del FMI-; un largo régimen de minidevaluaciones donde el tipo de cambio lo fijaba el Banco Central con base la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPP); dos intentos fallidos de flotar la moneda nacional (forzados al aborto también por diversas razones, incluyendo la presión de grupos interesados) y, más recientemente, un sistema de bandas cambiarias cuya implementación ha sido errática y sujeta a la crítica economicista y presión de quienes siempre se han opuesto a la liberalización.

Las bandas cambiarias se adoptaron como medida temporal para evolucionar hacia un régimen más flexible, congruente con un sistema de *inflation targets* (metas explícitas de inflación) que tampoco llega. Aunque los regímenes de *inflation targets* exigen gran flexibilidad para poder liberar la política monetaria y hacer del control de la inflación el objetivo principal del Banco Central, la Junta Directiva de esa institución se resiste a dar el paso final. En la última declaración pública sobre el tema el actual Presidente Ejecutivo, Rodrigo Bolaños, afirmó: “Vamos hacia allá, pero no todavía...”³

Durante los últimos cuatro años el tipo de cambio se ha pegado en algunas oportunidades a la banda inferior, exigiendo la intervención de la autoridad monetaria para evitar descensos por debajo de ese límite; en otras, se pegó a la banda superior, provocando la venta masiva de divisas por parte del Banco Central para sostener las cotizaciones y la absorción consecutiva de la liquidez existente en el sistema financiero, seguido por ajustes en las tasas de interés. El tipo de cambio, sin embargo, volvió a ubicarse posteriormente dentro de las bandas por un período de tiempo relativamente prolongado y fructífero de flotación limpia (tercera flotación de hecho dentro de las

² No hemos probado, sin embargo, otros regímenes como cajas de conversión ni la dolarización.

³ Declaraciones de Rodrigo Bolaños en La Nación, 1 de junio de 2011. Además, en la más reciente revisión del Programa Macroeconómico del Banco Central se reafirmó la idea de avanzar hacia la flotación, pero sin ponerle fecha.

bandas); después, le dio por descender en respuesta a cambios en los fundamentales y la influencia de entradas de capital.

En todos esos casos he publicado artículos periodísticos en *La Nación*, principalmente en mi columna EN GUARDIA, para denunciar los desvíos y sugerir correcciones. Combatí los ataques a la liberalización cambiaria orquestados por varios economistas y grupos organizados, incluyendo exportadores y banqueros privados, y las críticas que se extendieron desde una supuesta especulación -aquí desmentida- hasta una lamentable confusión entre volatilidad a corto plazo y cambios más profundos en las tendencias de mediano plazo motivadas por variaciones en los “fundamentales”.

El Banco Central había prometido hace casi cinco años que el sistema de bandas cambiarias sería de carácter temporal para migrar eventualmente a una flotación administrada, cuyos principios esenciales y modus operandi no han aun sido definidos. La indefinición es preocupante. La última argumentación para no hacerlo se asocia con el incremento en los flujos de capital y la propuesta de algunos analistas y grupos organizados para prolongar la vigencia de las bandas.

También se ha sugerido imponer controles directos de capital e intervenir abiertamente en el mercado cambiario. En este sentido, el BCCR no ha estado del todo sordo a las presiones que coinciden con una nueva posición del FMI más favorable a introducir controles de capital, sujeto a agotar previamente otras medidas correctivas, incluyendo liberalizar el mercado cambiario para buscar el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo, agrego yo. El establecimiento de encajes a los empréstitos externos de los bancos y entidades financieras recientemente adoptado es una muestra de esa preocupación. Sin embargo, su efectividad para afectar el tipo de cambio es dudosa, sobre todo a mediano y largo plazo. Y también fue legalmente cuestionada en los tribunales de justicia por la Cámara de Bancos y Entidades Financieras. A la fecha de cerrar esta monografía la resolución está pendiente.

Más recientemente, después de haberse pegado a la banda inferior por varios meses y obligado al Banco Central a intervenir comprando las divisas, las cotizaciones se han despegado ligeramente de la banda inferior en lo que pareciera perfilarse como el inicio de un nuevo período de flotación (de hecho) dentro de las bandas. Este período reciente se ha caracterizado por gran estabilidad cambiaria, sin ninguna intervención del BCCR, y desmiente los argumentos de que nuestro mercado es muy volátil. Eso abre una nueva ventana de oportunidad para modernizar el régimen cambiario y decretar la flotación. Veremos si se aprovecha.

¿Por qué ha sido tan difícil modernizar el régimen cambiario? ¿No podría el BCCR evolucionar más rápidamente hacia un sistema más flexible, como han logrado otros países en desarrollo y recomienda el FMI? ¿Cuáles son las razones políticas, económicas y legales detrás de esta indecisión tan prolongada? ¿Hacia dónde debemos llegar en nuestro régimen cambiario y qué podemos esperar al alcanzar la meta?

Me gustaría pensar que los planteamientos técnicos, incluyendo los más recientes del FMI en sus consultas anuales y trabajos de investigación, han pesado en todas las decisiones de política económica. Pero no es así. Creo, desafortunadamente, que muchas de ellas han pasado –y pasan aun- por un tamiz complaciente con los grupos de interés. Es necesario reconocerlo y cambiar esa actitud mediante el otorgamiento de mayor autonomía al Banco Central. Hay que eliminar, en particular, la potestad del Consejo de Gobierno de destituir al Presidente Ejecutivo del BCCR sin justa causa, como desafortunadamente permite la ley actual.

Las conclusiones aparecen esparcidas a lo largo de este trabajo y se resumen al final. Las más importantes, sin embargo, son: hay que avanzar a la flotación; volver a las minidevaluaciones, como añoran algunos, sería un error, pues las circunstancias han cambiado. Tampoco se deben prolongar las bandas. Ambas tuvieron un costo económico y social que nadie aún ha estimado con suficiente precisión, ni siquiera el propio BCCR. Ese costo se expresa, grosso modo, en la pérdida del valor del colón medido de dos formas: devaluación constante y la inflación concomitante en ese mismo período. Y aunque no se puede atribuir al sistema cambiario toda la devaluación ni la inflación ocurrida, sí es responsable, al menos, de una parte considerable. El propio Banco Central ha estimado que un porcentaje elevado de la devaluación se traslada a los precios internos a mediano plazo.

Un corolario de esta misma conclusión es que se ha afectado mediante inflación y devaluación a los costarricenses, especialmente los asalariados, más vulnerables al impuesto inflacionario. El reverso de este costo implica una traslación de recursos a los exportadores y bancos comerciales que no experimentaron pérdidas de operación durante por haber dolarizado sus patrimonios, gracias a la garantía implícita del Banco Central. Y, lo que es más inquietante, en el tanto se preserven las bandas cambiarias con intervención del BCCR, continuará la traslación de recursos.

En el juicio (semi) final, las bandas no salen bien libradas. Si bien, se ha reducido la tasa de inflación a un dígito –su principal logro-, no se logró a cabalidad el objetivo de disminuir la emisión para controlar mejor la inflación de manera sostenida. Si comparamos las cifras de emisión a noviembre del 2006 con la prevaleciente a noviembre del 2010 vemos que ha aumentado casi en un 60% en solo 4 años. Ese es un porcentaje muy elevado comparado con el crecimiento real del PIB en ese período. Algo similar sucedió con la liquidez: el saldo en noviembre, 2006 era 2.475.892 millones de colones y en abril, 2011 había crecido a 5.210.538 millones de colones; es decir, se duplicó.

Esa fuerte expansión de la emisión y liquidez, sin embargo, no se realizó uniformemente en el tiempo. La emisión fue más elevada en los períodos en que el tipo de cambio se recostó a la banda inferior (alrededor del 28%) pues el BCCR se veía forzado a emitir colones para defender el tipo de cambio. En cambio, en el período cuando la moneda flotó libremente dentro de las bandas, de agosto 2009 a agosto 2010, la emisión sólo subió un 7%, lo cual fue compatible con una inflación baja. El IPC en 2009 y 2010 reflejó los niveles más bajos de la historia: 4,65% Y 5,95% respectivamente. La

conclusión es que con la flotación la emisión se redujo, al igual que la inflación; en el resto de los períodos de las bandas, cuando el Banco Centra intervino en su defensa, la emisión se expandió y la inflación subió.

Otra conclusión importante es que la teoría más reciente y la práctica de países similares que nos llevan la delantera en este campo aconsejan liberalizar los mercados cambiarios para enfrentar los problemas de las entradas de capital. Yo preferiría una flotación limpia –y así lo he dicho públicamente en varias ocasiones- porque las denominadas “flotaciones sucias” se prestan para abusos de personas con “*inside information*”, así como la presión inconveniente de grupos de interés. Pero estaría dispuesto a aceptar una flotación administrada, siempre y cuando viniera acompañada de parámetros con carácter objetivo y fuera administrada con toda transparencia.

Finalmente, deseo reconocer que en todo el proceso de liberalización cambiaria el personal técnico del Banco Central ha hecho grandes aportes técnicos para esclarecer los efectos de los regímenes inflexibles existentes y sugerir cambios para modernizar el sistema. A veces he sentido, quizás sin justificación, que me han acompañado en este esfuerzo inconcluso por modernizar el régimen cambiario. También deseo agradecer los comentarios y sugerencias recibidos de varias personas, muy especialmente los aportes de Eduardo Lizano, expresidente del BCCR, Thelmo Vargas, exministro de Hacienda, y Jorge Corrales, expresidente del BCCR. Las opiniones aquí vertidas, sin embargo, sólo comprometen al autor.

2 De la paridad fija a la primera flotación desordenada

2.1 Paridad, virtud sacramental

Todo empezó por la vieja disposición constitucional que exigía a la Asamblea Legislativa fijar, mediante una ley formal, la paridad del colón. El Art. 121, inciso 17, dice textualmente:

“Corresponde exclusivamente a la Asamblea Legislativa:

... 17) Determinar la ley de la unidad monetaria y legislar sobre la moneda, el crédito, las pesas y medidas. Para determinar la ley de la unidad monetaria la Asamblea deberá recabar previamente la opinión del organismo técnico encargado de la regulación monetaria.”⁴

Esa ley de la unidad monetaria no era una ley formal de la Asamblea Legislativa sino, más bien, el contenido oro de la moneda costarricense: la paridad. Así se estableció desde la Constitución Política de 1848. El término “ley de la unidad monetaria” se utilizaba en el sentido antiguo de una moneda de “buena o mala ley”. La idea indubitable es que la paridad, en opinión de los redactores de la Constitución, era de tal importancia que su fijación y modificación debía recaer en el primer poder de la República. Tampoco podía la Asamblea Legislativa delegar, aunque fuera por medio de una ley, esa atribución en ningún otro poder (por Ej. el Poder Ejecutivo o Banco Central), pues fijar paridad correspondía exclusivamente a la Asamblea. Así de fijo era el tipo de cambio. Y así lo determinó la Corte Plena en la resolución que se comenta posteriormente.

2.2 La Ley de la Moneda. Una ley común, adoptada por simple mayoría de la Asamblea Legislativa, se encargaba de fijar la paridad –contenido oro- de la moneda costarricense. Existieron en la historia varias leyes de la moneda, desde la primera dictada en 24 de octubre de 1893 en tiempos de don Rafael Yglesias, pasando por la que fijó el valor del colón en 158260 milésimas de oro fino, en marzo de 1947. De las más recientes, vamos a mencionar tres. La primera fijaba el contenido de oro en milésimas de un gramo de oro fino y, simultáneamente, en dólares de los EE.UU., pues el dólar tenía un cierto contenido de ese metal definido por las autoridades americanas. Esa primera paridad estableció el valor del colón en el equivalente de C5, 65 por \$1. Después vinieron otras leyes de la moneda que lo aumentaron a C6, 65 por \$1 y, luego, a C8, 60 por \$1 en la administración de don José Joaquín Trejos Fernández. En el gobierno de don Rodrigo Carazo se incrementó a C20 por \$1. En cada uno de ellas se redujo el contenido oro, pues la moneda nacional se estaba efectivamente devaluando.

⁴ Esta norma constitucional nunca se reformó. Pero la Corte Plena, al resolver el recurso de inconstitucionalidad interpuesto por Beneficiadora Santa Elena (citado posteriormente) declaró que la paridad había dejado de aplicarse con la reforma al Convenio Constitutivo del FMI. Desde la reforma a la LOBC, en 1995, el tipo de cambio no se fija en oro; se puede establecer en distintos parámetros, incluyendo el dólar, o con base en las fuerzas de oferta y demanda en el mercado privado (flotación).

2.3 Convenio Constitutivo del FMI. ¿Cuál es la explicación jurídica y conceptual de la paridad? ¿Era una tendencia mundial de la época? La contestación a la segunda pregunta es sí. Era la tendencia mundial de la cual una pequeña nación como Costa Rica no se podía apartar. La respuesta a la primera, sin embargo, la encontramos en el Convenio Constitutivo del FMI, aprobado por las Naciones Unidas en la Conferencia de Bretton Woods el 22 de julio de 1944, al término de la segunda guerra mundial. Costa Rica se adhirió posteriormente, una vez aprobada la Ley Orgánica del Banco Central (LOBC), en 1952.

En el articulado del Convenio Constitutivo del FMI encontramos claramente las razones explicativas de la paridad. Después de la gran recesión de los años 30s, muchas naciones se enfrascaron en una guerra de devaluaciones para obtener ventajas competitivas (artificiales) para estimular exportaciones y desestimular importaciones. Había, también volatilidad. Bretton Woods reaccionó en contra de ello y decidió establecer un régimen cambiario fijo, vinculante para todos sus miembros.

2.4 Patrón oro. En esa época se aplicaba el reverso del refrán que dice “no todo lo que brilla es oro”. El oro sí brillaba como patrón universal y unidad de reservas. Todas las monedas tenían sus respectivos contenidos de oro, salvo el dólar de los EE.UU., que era, a la sazón, la principal moneda de cambio. Los EE.UU. se comprometieron con el FMI a convertir en oro los saldos de dólares mantenidos por otros países (como reservas) a un precio determinado. Así nació el patrón oro y así vivió hasta 1977 cuando el Gobierno de Nixon decidió suspender la conversión de dólares por oro a esa relación fija. El valor del oro como mercancía, por esa época, ya se había divorciado del valor como moneda. Existía lo que se conocía como el *two tier market*.

2.5 Obligaciones cambiarias internacionales. El acuerdo entre naciones era evitar que cada una se disparara por la libre. Se impusieron obligaciones muy concretas y, por mucho tiempo, se observaron religiosamente. Cada miembro del Fondo se comprometió a fijar la paridad de su moneda (primer mandamiento) y honrarla como a padre y madre. Todas las políticas monetarias y fiscales debían orientarse (conservadoramente) a defender la paridad. En la liturgia monetaria, perder la paridad era tan degradante como perder la virginidad. Afortunadamente, el mundo posteriormente cambió (en ambos sentidos).

La Sección 1 del Convenio constitutivo del FMI dice desde sus orígenes que todo país miembro debía dirigir sus políticas financieras a favorecer el crecimiento económico ordenado y lograr una razonable estabilidad de precios⁵. El Fondo era, por así decir, el

⁵ Section 1 *Each member shall:*

- (i) *Endeavor to direct its economic and financial policies toward the objective of fostering orderly economic growth with reasonable price stability, with due regard to its circumstances;*
- (ii) *Seek to promote stability by fostering orderly underlying economic and financial conditions and a monetary system that does not tend to produce erratic disruptions; Avoid manipulating exchange rates or the international monetary system in order to prevent effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over other members...*

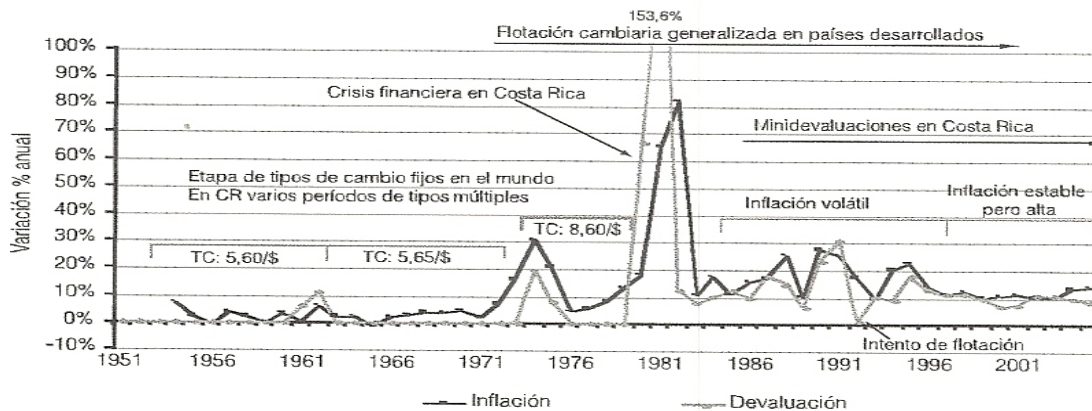
gran banco central mundial, cuyos objetivos residían en promover el crecimiento y la estabilidad. En la práctica, la segunda se impuso técnicamente a la primera, según se desprende de todo el enjambre de programas de stand by.

Por su parte, el Art. IV imponía la obligación de fijar una paridad y, a la vez, un tipo de cambio fijo con base en el contenido oro del dólar de 1944. Para fijarla y, eventualmente, modificarla se requería el consentimiento y asesoría técnica en cuando a los “fundamentales” del FMI.

La paridad, así, estaba doblemente fijada en Costa Rica: legalmente, no podía variarse sin pecar contra la Constitución y la Ley de la Moneda ni violar las disposiciones del FMI; y económicamente, mediante el compromiso de observar políticas monetarias y fiscales conducentes a la estabilidad (no había política cambiaria en esa época, por definición). La estabilidad macroeconómica estaba en el corazón del sistema: la paridad no se podía variar fácilmente. Se variaban las políticas monetaria y fiscal (acuerdos de stand-by), cada vez que los gobiernos se excedían en sus políticas macroeconómicas, para retornar después a la calma y la tranquilidad financiera. Si los desafueros eran muy pronunciados y, en opinión del Fondo, era imposible retener la paridad, había que variarla y empezar de nuevo.

2.6 Estabilidad prolongada. Bien que mal, el sistema monetario internacional funcionó relativamente bien por mucho tiempo. El sistema económico nacional, también. Las políticas del BCCR y la frugalidad fiscal de distintos gobiernos (con excepciones) prevalecieron y, así, se defendió la paridad hasta los años sesenta. Hubo también mayor estabilidad de precios, según se constata en el siguiente gráfico elaborado por Félix Delgado para CEFSa: la devaluación e inflación observadas en los años sesentas y setentas fueron menores que en las décadas posteriores a la crisis de 1980. Y de ahí sacamos una conclusión: los ajustes cambiarios normalmente afectan los precios internos en una importante proporción. Pero después volveremos sobre eso con más detalle.

GRÁFICO 3.3
COSTA RICA: DEVALUACIÓN E INFLACIÓN MENSUALES
(Porcentaje)



UENTE: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos.
 Gráfico elaborado por el autor para CEFSA.

No voy a entrar en detalles sobre las políticas económicas nacionales e internacionales en esa época (empresa verdaderamente titánica)⁶, pero es de rigor rescatar, en el plano nacional, que las políticas fiscales fueron, en general, conservadoras (déficit fiscales relativamente bajos en términos del PIB y políticas monetarias más consistentes con las variaciones de la producción). La inflación fue visiblemente más reducida (con excepción del período de la crisis de 1980), según se desprende del gráfico anterior. Esas políticas económicas conservadoras, en mi opinión, fueron más importantes para preservar la paridad que el rígido tinglado jurídico. Es decir, las leyes de la buena conducta financiera son más efectivas que las rígidas disposiciones jurídicas. Siendo abogado, me cuesta reconocerlo. Aún así, es la segunda conclusión de este trabajo.

También es importante señalar, desde ahora, que el mundo financiero y bancario era más sencillo en esa época (cualquiera tiempo pasado fue mejor, diría Jorge Manrique), pues tenía mucho menor profundidad e interconexión internacional que ahora y los flujos de capital no les complicaban la vida a los banqueros centrales.

2.7 Cambio de circunstancias.

¿Cuándo fue que se perdió la virginidad cambiaria? De nuevo, el recuento sería de nunca acabar. Tuvo que ver, obviamente, con factores de trascendencia irreversible. En el plano interno, las políticas monetarias y fiscales perdieron la virtud y comenzaron a ser expansivas. Cayeron en la tentación del creciente endeudamiento externo que permitía sostener, al inicio, el tipo de cambio por la afluencia de divisas, pero, luego, lo presionaba

⁶ Quienes deseen profundizar sobre la historia económica de esa época pueden consultar los volúmenes escritos por Margaret de Vries disponibles en la biblioteca del FMI. Uno de ellos sobre los aspectos institucionales y legales fue escrito por Sr. Joseph Gold, Exconsejero General del FMI (mi antiguo patrón en esa institución).

a la hora de pagar. Además, las circunstancias del entorno internacional comenzaron a cambiar; se volvieron más complicadas. Los denominados factores “fundamentales” que informaban la paridad comenzaron a expandirse e incorporar otros aspectos en adición a las políticas monetaria y fiscal.

En el plano internacional, el Gobierno de los Estados Unidos decidió, al inicio de los setentas, suspender la conversión de saldos de su moneda en manos de otros países por oro a un precio fijo. El mundo entero entró en estado de consternación. Al FMI lo agarró por sorpresa (con los pantalones en el suelo, como en muchas otras crisis) sin estar debidamente preparado para reaccionar. EE.UU. decidió flotar su moneda en contra del criterio de las naciones europeas (los países en desarrollo no contaban para nada en esa época), y las monedas del mundo desarrollado comenzaron a flotar frente al dólar de los Estados Unidos.

El proceso de cambio fue muy largo. Primero, se establecieron en el Fondo márgenes más amplios (bandas) para sustituir la paridad alrededor de un punto que, por dificultades jurídicas denominaron el valor central (no podían modificar el convenio administrativamente pues se requería el concierto de las naciones). Las monedas de los países grandes flotaban alrededor del dólar, como se indicó, y las de los países en desarrollo, incluyendo el nuestro, se pegaron a ese valor central alrededor del dólar y se comprometieron a mantenerlo con políticas económicas conservadoras, como si fuera una paridad virtual.

2.8 Enmienda al Convenio del FMI.

La negociación para modificar el régimen cambiario de Bretton Woods duró varios años, desde 1973 hasta que, al fin, se concretó en 1976 cuando se llegó finalmente a un acuerdo en el seno del FMI. Entró en vigencia hasta 1979, cuando se concedió el derecho a los países de establecer el régimen cambiario de su escogencia. Los Estados Unidos continuó flotando su moneda frente a las demás monedas duras. Los países en desarrollo “persuadidos” fuertemente por el Fondo, decidieron ligar sus monedas a la de las zonas de influencia en las diferentes partes del mundo.

2.9 Experiencia personal.

A mí me tocó vivir todo ese período de transición, pues trabajaba en el FMI en esa época. Fue estremecedor. Pero endemoniadamente interesante. Al principio, me iniciaron los funcionarios más viejos del Fondo en el esotérico arte de comprender y defender conceptualmente la liturgia paritaria. Juré amar la paridad sobre todas las cosas. Pero fue en vano. Estaba destinado a la liviandad. Pocos meses después, los “gringos libertinos” – como se les decía en los corrillos del FMI- se lanzaron por la borda y abjuraron de la paridad. Perdieron la virginidad. Se dedicaron a defender la libertad cambiaria (a capa y espada) con argumentos persuasivos y convincentes y la fuerza imparable de ser el país económicamente más fuerte, capaz de imponer sus convicciones económicas. Desde entonces, no han vuelto siquiera a sugerir el deseo volver a establecer la paridad. Para ellos, se asimilaba a la virginidad: una vez perdida, era para siempre. Yo me dejé

persuadir por sus ideas pecaminosas y libertarias. Lo confieso sin rubor. Y, desde entonces, me ha parecido absurdo tratar de controlar un precio tan fundamental como el tipo de cambio, en contra de las fuerzas dinámicas de la oferta y demanda.⁷

2.10 Libertad para determinar el régimen cambiario.

La reforma antes mencionada al Convenio Constitutivo del FMI aceptó plenamente la posición libertaria de EE.UU. y permitió expresamente a sus países miembros adoptar el régimen cambiario de su preferencia. Pero debían comunicarlo oficialmente al FMI (lo cual significa también que no podían cambiarlo sin una discusión con esa institución). De acuerdo a los incisos 2 y 3 del Art. IV del Convenio Constitutivo los países debían informar al Fondo, en un plazo perentorio, cuál era el sistema cambiario que les permitiría cumplir sus obligaciones internacionales en esa materia.⁸

Bajo las normas anteriores, Costa Rica modificó la LOBC⁹ para permitir adoptar el régimen cambiario sugerido por el FMI para los países en desarrollo. Se podía pegar a una moneda como el dólar americano (al igual que otros países latinoamericanos), pero el nuevo valor externo de la moneda no se podía llamar paridad ni estar ligado al oro.

La conclusión es que la función de este metal como patrón de valores ya había jugado. Se enterró con la reforma al FMI. Y también murió el denominado *two tier gold market*. Y, como veremos posteriormente, también jugó para Costa Rica.

2.11 Crisis externa de 1980.

Fue, efectivamente, la primera gran crisis que involucraba al colón. Como antecedente, debemos decir que las crisis cambiarias anteriores provocaron devaluaciones de C5, 60 a C6, 65 y, luego, al 8,60 (todos por \$1). Sin embargo, los eventos en esas épocas se sucedieron bajo una calma relativa. Nunca la sangre llegó al río. Simplemente se revirtieron las políticas económicas expansivas para volver a la estabilidad en plazos relativamente cortos y la vida siguió igual. De nuevo, eran tiempos más tranquilos. Pero esa bucólica paz, adormecedora según algunos, no estaba llamada a perdurar. La tentación de perder la virtud monetaria es una especie de serpiente constante en la vida

⁷La Comunidad Económica Europea sí cayó en la tentación de volver a un cambio fijo, al menos entre sus miembros. Después, avanzaron a una moneda común. Pero el euro siempre flotó contra el dólar. Hoy, sin embargo, se debate entre los problemas causados por el mal manejo económico de algunos de sus países miembros.

⁸ “Each member shall notify the Fund, within thirty days after the date of the second amendment of this Agreement, of the exchange arrangements it intends to apply in fulfillment of its obligations under Section 1 of this Article, and shall notify the Fund promptly of any changes in its exchange arrangements.

(b) Under an international monetary system of the kind prevailing on January 1, 1976, exchange arrangements may include (i) the maintenance by a member of a value for its currency in terms of the special drawing right or another denominator, other than gold, selected by the member, or (ii) cooperative arrangements by which members maintain the value of their currencies in relation to the value of the currency or currencies of other members, or (iii) other exchange arrangements of a member's choice.

⁹ Ley Orgánica del Banco Central, No 1552 de 1952

institucional de los países. Y Costa Rica no ha demostrado nunca ninguna disciplina especial.

La primera gran crisis externa nos llegó al inicio de los ochentas después de una fuerte expansión de la economía mundial e incremento del flujo de capitales, incluyendo especialmente endeudamiento externo. En 1978 ya era evidente que sostener el valor del valor del colón era muy problemático por el cambio de circunstancias, y se requería devaluar. Pero no se hizo. El Gobierno de don Daniel Oduber no estuvo dispuesto a hacerlo. Los términos de intercambio se deterioraron, el déficit fiscal se incrementó fuertemente (financiado posteriormente con emisión monetaria por el BCCR), y el tipo de cambio fijo, que había perdido su valor de equilibrio, se trataba de sostener artificialmente mediante endeudamiento externo. Los bancos comerciales del Estado utilizaban indebidamente el encaje para adquirir bonos de la deuda pública. Desde luego, se incrementó la liquidez efectiva en un período de bajo crecimiento del PIB. En ese intento, se perdieron todas las reservas y, además, se formó una “presa” de solicitudes en el Banco Central.

El Gobierno y Banco Central reaccionaron con base en las potestades que le otorgaban las nuevas normas. El Consejo de Gobierno, en sesión N° 148 del 24 de diciembre de 1980 (regalito de navidad), acogió la solicitud del Banco Central N°3580-80 de esa misma fecha y suspendió la paridad de la moneda con respecto al dólar para establecer como régimen transitorio la flotación de la moneda.

Los próximos dos años fueron caóticos. Tampoco voy a entrar en muchos detalles. Baste mencionar que tras varios intentos de fijar de nuevo el tipo de cambio mediante una ley o resolución administrativa, las autoridades no tuvieron más alternativa que dejar flotar libremente el colón, aprovechándose del puente de plata tendido por la Corte, como luego se verá. Desafortunadamente, las condiciones objetivas para una flotación libre no estaban dadas. Ni siquiera para una de carácter administrada. El Banco Central no tenía reservas para combatir la especulación; las finanzas públicas eran altamente deficitarias; le habían retirado la ayuda externa al Gobierno (por reacciones políticas); el café se desplomó y el petróleo se disparó. Era, por así decir, la tormenta perfecta.

El PIB cayó abruptamente cuando el gasto interno y las importaciones tuvieron que cortarse radicalmente, en vista de la renuencia legislativa a aprobar una reforma fiscal planteada por el Gobierno. Los diputados del PLN, prestos a condenar la administración de entonces, llevan así parte de responsabilidad por su inacción.

2.12 Primer intento de flexibilidad.

Efectivamente, movido por la modificación al Convenio Constitutivo del FMI¹⁰, Costa Rica aprobó una reforma a la LOBC para permitir mayor flexibilidad cambiaria. El Art.

¹⁰CR aprobó la adhesión a la Segunda Enmienda al Convenio Constitutivo del FMI que aceptó la flotación como régimen cambiario admisible, mediante Ley N° 6223 del 27 de abril de 1978.

99, inciso a) otorgaba a la Junta Directiva la posibilidad de solicitar a la Asamblea Legislativa, por intermedio del Ministerio de Hacienda, la revaluación o devaluación, según fuera el caso. Y el inciso b) del mismo artículo le daba a la Junta Directiva la posibilidad de solicitar al Consejo de Gobierno la suspensión inmediata o temporal de la relación vigente en ese momento, como caso de excepción ante condiciones internas o externas que imposibilitaran mantener el valor externo del colón con base en una relación fija con cualquier moneda o en un determinado denominador¹¹.

2.13 Inconstitucionalidad.

La reforma, si bien aprobada por una ley formal, tenía el predecible problema de contradecir abiertamente la Constitución Política, que obligaba a fijar una paridad que no podía ser modificada si no era por otra paridad establecida por la propia Asamblea. Y así podría ser interpretado por la Corte Plena. Las atribuciones discrecionales en esta materia conferidas al Banco Central podían ser consideradas como contaminadas de ese pecado original. Recuerdo habérselo mencionado vehemente al Gobierno de don Rodrigo Carazo en una reunión especial convocada al efecto con participación del Vicepresidente de la República, Lic. José Miguel Alfaro, y personas ajenas al Consejo de Gobierno, como yo, para que se prepararan ante una eventual decisión adversa de la Corte. Pero ya era muy tarde. El Banco Central había decidido poner en vigencia la reforma a la ley. Fue como la crónica de una muerte anunciada.

Posteriormente, el Lic. Oscar Barahona Streber, a nombre de Beneficiadora Santa Elena, planteó un recurso de inconstitucionalidad en contra de esas normas en la LOBC y la Ley de la Moneda que conferían discrecionalidad. La Corte Plena, precursora de la Sala Constitucional, le dio la razón. Y en resolución de las 14 horas del 14 de julio de 1981 la declaró inconstitucional. Dijo la Corte Plena, en palabras más elaboradas, que las

¹¹ Se modificó la Ley de la Moneda para desligar el colón del oro y ligarlo con el dólar: “*Artículo 3.- Establécese el valor externo del colón, con respecto al dólar de los Estados Unidos de América...*”. Además, se reformó la LOBC suprimiéndose del Art. 93 la facultad exclusiva para negociar oro y se reiteró la facultad de la Asamblea Legislativa en la determinación del valor externo del colón. Mediante la reforma a los artículos 35 inciso 1. c y 99 inciso b, se autorizó al Banco Central, previa a autorización del Consejo de Gobierno, a efectuar las modificaciones del valor externo con el objeto de cambiar el denominador, sin alterar los tipos de cambio equivalentes: “*Artículo 35: La Junta Directiva tendrá las siguientes atribuciones:*

1) En materia de modificaciones el valor externo del colón: a)...b)... c) Proponer al Consejo de Gobierno la suspensión inmediata y temporal de la relación fija del colón con cualquier moneda o un determinado denominador. Artículo 99.- a) ... b) Las modificaciones que alteren temporalmente el valor externo del colón se regirán por las siguientes disposiciones: Cuando las condiciones económicas internas o externas no permitan mantener el valor externo del colón con base en una relación fija con cualquier moneda o un determinado denominador, la Junta Directiva, con el voto de no menos de cinco de sus miembros, y como caso de excepción, podrá solicitar al Consejo de Gobierno, y éste podrá decretar, la suspensión inmediata y temporal de la relación vigente en ese momento. Lo hará acompañando un informe detallado acerca de la naturaleza de los desequilibrios en los mercados cambiarios y de los regímenes cambiarios y aplicar transitoriamente hasta la adopción de una nueva relación fija para determinar el valor externo del colón”.

facultades conferidas al BCCR y Consejo de Gobierno para suspender la paridad del colón excedían las potestades de la Asamblea legislativa, pues eran indelegables¹².

El 22 de julio de 1981 escribí en *La Nación* un crítico ensayo sobre el fallo de la Corte Plena, intitulado *Dura Lex Monetae Sed Lex Monetae*. En esa oportunidad pensaba que la Corte no había comprendido plenamente el valor unitario de una moneda, pues estableció una dicotomía entre valor oficial y valor de mercado, algo que los economistas no compartimos: “Dijo la Corte que la paridad sólo tenía sentido en el mercado oficial. Conforme a esa nueva versión, en el mundo de lo privado habrá divisas que valgan lo que ellas mismas decidan, o lo que el mercado designe. Habrá, entonces, colones que no valgan un colón; algunos más pobres que otros –huérfanos de paridad-“.

Según la Corte, debía respetarse la paridad y volver al tipo de cambio oficial de C8, 60 por \$1. Pero ya para entonces estábamos en plena crisis cambiaria. El tipo de cambio oficial era insostenible. Sin embargo, la Corte les tendió un puente de plata a las autoridades al afirmar que, si bien se había abandonado la paridad con la reforma al convenio Constitutivo del FMI y ya no podía establecerse el valor del colón en términos del oro por haber sido sustituida la paridad por el “valor externo” (que se podía fijar con respecto al dólar o cualquier otra moneda) “el valor del colón –determinado por la Asamblea Legislativa- es el que sirve para determinar los tipos de cambio oficiales, no en el mercado libre que se rige por la oferta y demanda”.¹³ Eso, en mi opinión, fue genial. Le abrió las puertas a la flexibilidad cambiaria, incluyendo las flotaciones de hecho y de derecho, y serviría después para decretar la segunda flotación cambiaria, en 1992.

El ajuste macroeconómico sobreviniente y, en especial, el cambiario, fue costoso. Pero, a la postre, sirvió para sentar las bases de la estabilidad posterior y eventual recuperación¹⁴. Cuando el Banco Central se quedó sin reservas (las vendió muy baratas), la crisis estalló. Brotaron, desde luego, las salidas de capital y, casi de inmediato, se desarrolló el mercado negro de divisas, perseguido tenazmente por las autoridades (en vez de perseguir las causas que le dieron origen). En un esfuerzo que, a la postre, resultó en vano se presentó al Congreso, y luego se aprobó, una reforma a la Ley de la Moneda para variar el contenido oro de la moneda nacional y establecer una nueva paridad frente al dólar, equivalente a C20 por \$1.

En retrospecto, si la paridad no hubiera sido fija, sino flexible, el ajuste se habría dado más gradualmente y no se habría presentado la sobre-devaluación (*overshooting*) registrada en esos días, motivada por la alta incertidumbre. Eventualmente, el tipo de

¹². Sentencia de la Corte Plena de las 11 horas del 14 de julio de 1981: “La única fijación de ese valor que puede existir dentro del sistema monetario nacional es que dimana de ley formal de la Asamblea Legislativa... tampoco es lícito otorgar al Consejo de Gobierno la facultad de suspender ese valor externo del colón, puesto que la suspensión implica dejar sin efecto la relación de valor que fijó la propia Asamblea... todo en pugna con el artículo 121 inciso 17 de la Constitución Política”. Corte Suprema de Justicia, N° 32 del 9 de julio de 1981. Recurso de Inconstitucionalidad contra los artículos 35 inciso 1 c y 99 inciso b del Ley N° 1552 y el artículo 2 de la Ley de la Moneda.

¹³ Sentencia de la Corte Plena de las 11 horas del 14 de julio de 1981.

¹⁴ Sin el ajuste cambiario y la reanudación posterior de la ayuda externa de la AID, que le inyectaba un monto importante de reservas en esa época, la estabilización y recuperación no habrían sido posibles.

cambio asumió niveles más concordantes con las nuevas circunstancias, situándose en un nivel más alto que el tipo oficial, pero más bajo que los niveles elevados del mercado libre (negro en esa época).

Esa primera experiencia con la flotación fue dramática. Selló la suerte del mercado cambiario libre por muchos años, pero dejó aspectos positivos: permitió ajustar el tipo de cambio por un monto importante al que no se hubiera podido llegar mediante una ley formal de la asamblea legislativa (la oposición política para llevar el tipo de cambio de C8, 60 por \$1 a C40 por \$1 habría sido monumental). Y aunque decretada en las peores circunstancias, flotar era inevitable. Resultaba imposible fijar una nueva paridad, pues nadie tenía la menor idea por dónde andaba el tipo real de equilibrio. Además, la pronunciada devaluación que produjo fue esencial para lograr estabilizar la economía nacional. El Gobierno de don Luis Alberto Monge y, en particular, su Presidente del Banco Central, don Carlos Manuel Castillo, deberían estar muy agradecidos. Les abrió las puertas a las minidevaluaciones, un régimen cambiario más flexible y apropiado para las circunstancias. El Banco Central estableció varios mercados: uno oficial (fijado a C20 por 1\$ con base en la paridad) otro supuestamente libre pero concentrado en su propio seno, donde él mismo definía cuáles transacciones se transaban y el tipo de cambio aplicable, y el mercado libre propiamente dicho, o negro según algunos.

3. Las primeras minidevaluaciones

3.1 Breve reseña.

En mi libro *Del Cambio Fijo a la Liberalización Cambiaria* escribí lo siguiente: “El Gobierno que asumió funciones en mayo de 1982, al revés de lo que se esperaba, no restableció el sistema cambiario de paridad, sino que se inclinó por mantener un régimen de ajustes periódicos en el tipo de cambio, similar al de su predecesor. Se abandonó definitivamente el tipo de cambio fijo y se echaron las bases del sistema que posteriormente se conocería como de minidevaluaciones. Pero el proyecto de ley presentado para llevar a cabo esa política contenía una serie de limitaciones y restricciones a la libertad cambiaria. El proyecto se aprobó en agosto de 1982. Dicho plan pretendía, en el fondo, institucionalizar por vía indirecta el régimen de minidevaluaciones que se había instaurado en el mercado libre interbancario. En él se transaban divisas del mercado libre, pero en nombre y por cuenta y riesgo del Banco Central (por eso el BCCR debía fijar el tipo de cambio). Sin embargo, para evitar que las personas retuvieran las divisas y se formara un mercado paralelo formal, se introdujeron restricciones a la libre compra y venta, se permitió el establecimiento de tipos de cambio múltiples (algo odiado por los economistas liberales) y se tipificó como delito vender monedas extranjeras en ese mercado”.¹⁵

¹⁵ Jorge Guardia Quirós. *Del Cambio Fijo a la Liberación Cambiaria*. Costa Rica: Litografía e Imprenta LIL. S.A.

Las primeras minidevaluaciones duraron de 1984 a 1992 y produjeron resultados positivos y negativos según se detalla más adelante (sección 5). Pero ya en 1990, cuando los avatares de la política me llevaron a la presidencia del Banco Central, pesaban más los negativos conforme la economía seguía desarrollándose e integrándose los mercados financieros internacionales. Yo preví este resultado y quise tratar de evitarlo. En verdad, me dolió no poder hacerlo.

Ruido cambiario

Las minidevaluaciones decretadas semanalmente por el BC causaban mucho ruido en el sistema financiero costarricense¹⁶. En el seno de la Junta Directiva del Banco Central era mortificante tener que ajustar el tipo de cambio cada sesión, debido a la oposición recalcitrante de algunos directores designados por la oposición, conforme a la integración de las juntas directivas bajo la denominada ley 4-3¹⁷. Cada devaluación aplicable a futuro debía aprobarse en firme en la sesión precedente, requiriendo una mayoría calificada. No tenía sentido esperar toda una semana para que entrara en vigencia, cuando ya se habían desactualizado los valores. Lograrla la mayoría calificada era muy mortificante. Se hizo necesario buscar un sistema más ágil y eficaz y, sobre todo, liberar la política monetaria de los problemas causados por la rigidez administrativa.

4. Segunda flotación cambiaria.

Con la asesoría de los asesores legales y personal económicos del Banco Central nos dimos a la tarea de buscar mayor flexibilización del régimen cambiario y la política cambiaria. Estudiamos cuidadosamente el régimen legal y las resoluciones judiciales de la Corte, y encontramos la forma de liberalizar el régimen sin necesidad de acudir a la Asamblea Legislativa, lo cual habría sido sumamente engorroso y hubiera politizado inconvenientemente todo el proceso.

4.1 Opciones legales.

Según mencionamos, la resolución de la Corte Plena sobre la flotación del colón ante el recurso presentado por el Lic. Oscar Barahona Streber había abierto la puerta para el funcionamiento del mercado libre. La paridad legal, fijada todavía en C20 por \$1, había quedado relegada y el Banco Central mantenía un mercado oficial en el que se transaban la gran mayoría de las operaciones cambiarias.

Con la valiosa asesoría (ad honorem) del Lic. Juan José Sobrado vimos que se podía reformar el régimen cambiario sin necesidad de acudir a la Asamblea Legislativa, con base en la decisión de la Corte Plena sobre la flotación del colón dictada en julio de 1981.

¹⁶ *La Nación* publicaba semanalmente cada devaluación y contaba irritantemente el número de ajustes efectuados por la Administración Calderón, como si ajustar el tipo de cambio constituyera una pérdida constante de la virtud monetaria. Tuve que insistir en agregar el efecto positivo en las exportaciones e importaciones, para mitigar la imagen menguada ante la opinión pública.

¹⁷ En justicia, debo mencionar que dos de ellos: Álvaro García y Carlos Sáenz, ambos muy estudiosos, entendieron perfectamente los problemas monetarios y cambiarios y aportaron ideas para mejorar las políticas.

Al haberse aceptado por la Corte Plena la desaparición del oro como patrón de moneda, y aceptar simultáneamente la existencia de un mercado libre donde el tipo de cambio se regía por oferta y demanda, decidimos lanzar todas las transacciones del denominado “mercado libre interbancario” (donde el BCCR fijaba el tipo de cambio) a ese mercado libre mencionado por la Corte Plena. Y liberalizamos el régimen cambiario.

Recuérdese que conforme las resoluciones que pusieron en vigencia las minidevaluaciones con base en la reforma de 1984 había conceptualmente tres mercados distintos: el correspondiente a la paridad; el mercado libre interbancario manejado por el BCCR que se nutría por todas las divisas provenientes de exportaciones de bienes y servicios y recursos de empréstitos externos oficiales, y el mercado propiamente libre. Este último había dejado de funcionar en la práctica porque el Banco Central vendía libremente divisas para casi todas las transacciones corrientes. Pero la Junta Directiva tenía que aprobar semanalmente, según se dijo, las variaciones en este mercado libre interbancario en el que participaban los bancos comerciales. Sin embargo, la cuenta de capital todavía permanecía cerrada. Devaluar oficialmente era, por así decir, el sacrificio semanal de nuestra Junta Directiva.

4.2 Al agua, pato.

En febrero de 1992, decidimos en la Junta Directiva del BCCR lanzar todas las transacciones del segundo mercado (interbancario) al mercado libre, con el objeto de que las cotizaciones se determinaran por la libre oferta y demanda en el mercado privado. Surgió así la segunda flotación de la moneda costarricense¹⁸. Hubo conmoción en los sectores políticos y empresariales ante el anuncio que fue publicado en primera página de la Nación (que aun conservo en mis archivos). Pero el Banco Central siguió adelante.

Se estableció un mercado oficial con participación del Banco Central en el mercado cambiario (MONED), manejado electrónicamente, con el objeto de poder dar seguimiento a las cotizaciones e intervenir si se salían de los parámetros, y también se adoptaron otras resoluciones para ayudar a los tribunales de justicia a calcular el tipo de cambio aplicable en sus resoluciones judiciales y administrativas.

4.3 Movimientos preliminares.

Los detalles de las razones técnicas y jurídicas del proceso de liberalización cambiaria se resumen en mi libro *Del Cambio Fijo a la Liberalización Cambiaria*, por lo que resultaría

¹⁸ En sesiones N° 4554 y 4555 del 29 de enero y 5 de febrero de 1992 la Junta Directiva acordó que los bancos del Sistema y demás entidades autorizadas podrían vender divisas del mercado libre para cubrir algunas necesidades. Además, estableció que el tipo de cambio aplicable a estas transacciones sería el tipo libre para la venta. También, eliminó el Registro Selectivo de Capitales, por lo que los bancos quedaron autorizados para vender libremente divisas para repatriar capitales, intereses y dividendos a todas las personas que previamente hubieran registrado sus capitales al BC.

repetitivo volverlas a comentarlas aquí.¹⁹ Pero sí es necesario registrar algunos detalles no recogidos por la prensa.

Varias razones motivaron nuestra avanzada hacia la liberalización cambiaria: era necesario reducir la inflación causada por las constantes devaluaciones de la moneda nacional y quebrar las expectativas anquilosadas en el sistema financiero.

Contrario a lo afirmado por algunas personas²⁰, estábamos persuadidos del alto grado de transmisión (*pass through*) de las devaluaciones al índice de precios al consumidor²¹. La simple lógica así lo indicaba: si un volumen importante de bienes se transa internacionalmente y el tipo de cambio sube, los bienes importados costarán más caro en el mercado nacional, aunque no haya una mayor emisión de moneda nacional. Y si se agrega el costo de reposición que agregan los comerciantes ante las expectativas de mayor devaluación esperada por la política explícita de minidevaluaciones, salen todavía más caros. No hay vuelta de hoja.

Otros estudios realizados por investigadores del FMI también revelan el alto grado de transmisión de las devaluaciones a la inflación interna de los países.²² Así, una parte de las variaciones mensuales en el IPC se explicaban por los ajustes de los precios de los productos importados a tipos de cambio constantemente más altos. Las “minis” sólo tenían una dirección: hacia arriba.

Los esfuerzos realizados a través de la política monetaria (concordancia entre expansión del PIB y expansión de la liquidez para controlar la demanda agregada) se veían parcialmente frustrados por la política cambiaria. Además, y estrechamente vinculado al objetivo anterior, había que rescatar el control de la inflación como objetivo primordial de la política monetaria, perdido en el curso de su historia. Contaminarlo con un objetivo cambiario resultaba contrario, en mi opinión, a la LOBC que establecía –y

19. Guardia Quirós Jorge (1993). Colección de Ensayos: Del cambio Fijo a la Liberación Cambiaria. Costa Rica: Litografía e Imprenta LIL. S.A. Ver también ¹⁹ Guardia Quirós Jorge (1992). Reformas al régimen cambiario. BCCR, 1992.

²⁰ Ver, por Ej. Félix Delgado, Experiencia de Costa Rica con el sistema de Minidevaluaciones: El régimen cambiario 1984 a 2006. Academia de C.A. 2006

²¹ Estudios del BCCR sostienen que “el coeficiente de traspaso (*pass through*) del tipo de cambio a la inflación de bienes transables es de 0,13 y 0,68 a corto y largo plazo respectivamente. Para el caso de los bienes no transables, los coeficientes son de 0,10 y 0,45. Estos resultados son relevantes, pues a pesar de que el efecto de corto plazo no es tan sustancial, alcanza valores significativos a largo plazo. Lo anterior evidencia que la política de ajuste cambiario podría amenazar el cumplimiento de la meta de inflación”. También afirman que “Este comportamiento hace que un ajuste del tipo de cambio nominal, modifique en menor medida la relación de precios entre los dos grupos de bienes, disminuyendo la eficacia de la política cambiaria para influir sobre tipo de cambio real... Existe evidencia de una fuerte inercia inflacionaria, tanto a nivel de transables como de no transables, lo que dificulta la reducción de la inflación a corto plazo, restándole grados de libertad a las políticas sobre el control de la inflación y el cumplimiento de la meta”. Jorge León Murillo Bernal Laverde Molina Rodolfo Durán Víquez. BCCR Pass Through Del Tipo De Cambio En Los Precios De Bienes Transables Y No Transables En Costa Rica,

²² “In India we find evidence of incomplete, but statistically significant, exchange rate pass through”. Monetary policy transmission in an emerging market setting Rudrani Bhattacharya, Ila Patnaik and Ajay Shah International Monetary Fund WP/11/5. Pág. 21.

aun establece- el control de la inflación como centro primordial de todo su accionar. Imposible era cumplir simultáneamente metas cambiarias e inflacionarias.

Otra razón era la necesidad de restablecer la libertad individual y empresarial en este importante accionar del quehacer económico, lesionada por tanto tiempo en Costa Rica. El tipo de cambio era –y sigue siendo- un macro precio demasiado importante para dejarlo en manos de las autoridades (aunque yo fuera una de ellas). Era hora de darle oportunidad al mercado para ver si se comportaba mejor. Desafortunadamente, no contábamos con el poder e influencia de los grupos de presión.

Se argumentaba en esos días que el temor de todos los agentes económicos, adormecido por la traumática historia de la primera flotación en los 80s, era que el tipo de cambio se disparara. Nosotros creíamos que no. El BCCR estaba debidamente preparado. El tipo de cambio se encontraba en un buen nivel real después de los ajustes realizados en el contexto del convenio de stand-by que habíamos ejecutado exitosamente con el FMI, que le permitió al BCCR, entre otras cosas, reconstituir reservas²³; el déficit fiscal se había reducido significativamente (gracias a la labor de Thelmo Vargas y Rodolfo Méndez en Hacienda); había más confianza y credibilidad en el manejo de las políticas monetaria y cambiaria; el Banco Central era razonablemente independiente en esos días; el PIB crecía satisfactoriamente; y los términos de intercambio eran razonables. Era el momento de actuar. Esperar (o pedir permiso a la oposición o a las entidades financieras) habría equivalido a posponer la decisión por años. O, quizás, abortarla definitivamente. Y nos echamos al agua.

4.4 Presión.

Aunque se preparó debidamente a los bancos comerciales mediante varias presentaciones, incluyendo sesiones especiales con sus respectivos asesores legales, mostraron poco interés. Yo lo sentía. Los intereses creados en torno al régimen de minidevaluaciones eran fuertes. Los banqueros, sobre todo privados, se sentían muy a gusto con ellas porque les permitía obtener amplias ganancias (se endeudaban sin encajes en el exterior; prestaban en dólares en Costa Rica; el Banco Central asumía el riesgo cambiario; y la devaluación incrementaba sus utilidades sin prácticamente efectuar ningún esfuerzo especial, por el simple hecho de mantener activos denominados en dólares). A los exportadores se les garantizaban utilidades positivas automáticamente. Era uno de los sectores más rentables, junto al financiero. Ambos crecieron en esos años considerablemente.

Desafortunadamente, nosotros subestimamos la fuerza política y económica de esos grupos de presión. Son muy astutos. Los bancos e instituciones financieras habían

²³ Antes de asumir la presidencia del Banco Central, recién pasada la elección presidencial y mi designación como próximo Presidente Ejecutivo, se recibió la asesoría de un grupo de expertos liderado por el Dr. Claudio González y con la participación de Sebastián Edwards, entre otros. Ellos recomendaron un ajuste en el tipo de cambio para contribuir a restablecer el equilibrio macroeconómico. El BCCR, posteriormente, aumentó las mini devaluaciones de c0, 25 por semana a c0, 75 por semana conforme a lo acordado en el convenio de stand-by con el FMI.

dolarizado buena parte sus patrimonios (por las razones antes descritas) y era buen negocio dolarizarse. Pero apenas se inició el nuevo sistema, las cotizaciones bajaron y el mercado se volvió superavitario (como al inicio de las bandas actuales). Yo tengo para mí que los bancos movieron sus posiciones patrimoniales en vista de las expectativas de una revaluación, por lo que aumentaron sus ventas de divisas, como ahora, y deprimieron el tipo de cambio.

Las entidades financieras comenzaron a experimentar pérdidas de operación por tener, precisamente, sus patrimonios dolarizados. Los exportadores también se quejaron, pues recibían un monto nominal menor. Después de varios días de cotizaciones a la baja, y tras muchas presiones en contra del Banco Central, decidimos intervenir en el mercado comprando reservas. Fue un error de mi parte consentir esa presión, pero lo hice motivado en la esperanza de poder salvar la nueva criatura, que apenas comenzaba a gatear. El mercado se tranquilizó por algunos meses, señal de que el tipo de cambio no estaba muy desalineado. Después vendría un feo desenlace.

4.5 Error de colas.

Siempre he dicho que la perdición de los banqueros centrales son las colas. En mi caso, explican por qué duró tan poco tiempo el experimento cambiario, apenas unos meses. Voy a tratar de explicarme mejor. Pero, antes, he de decir que no he visto entre los comentaristas ni en ninguna publicación una buena explicación del retorno a las “minis”. Asumen, equivocadamente, que el BCCR adoptó una decisión de volver al régimen de minidevaluaciones anterior. Y eso no es cierto. La verdad es la siguiente:

El mercado cambiario no se equilibra diariamente. Es imposible. Siempre hay sobrantes o faltantes en las transacciones diarias y los bancos comerciales sintieron que sufrían, o podían sufrir, pérdidas de operación. Y estaban acostumbrados a ganar. Se les acababa así el lucrativo negocio de efectuar operaciones en moneda extranjera, toda vez que el Central les había trasladado el riesgo cambiario. Entonces, la Asociación Bancaria Costarricense (ABC) convenció al Gerente del Banco Central, Lic. Carlos Hernández, de persuadirme para que el Banco Central comprara (o vendiera) las denominadas “colas” correspondientes a sobrantes o faltantes de divisas cada día. Yo accedí en un momento de debilidad. Fue un gran error.

Por esos días, el Presidente Calderón me había pedido tratar de disminuir la caída de las cotizaciones en el mercado cambiario pues la presión había llegado fuertemente a la Casa Presidencial ubicada en Zapote. También accedí en esa ocasión. Pensaba que los bancos comerciales, al poder colocar sus “colas” en el Central, cambiarían de actitud y se tranquilizarían. Y así fue. Pero continuamos comprando colas. Volvimos de hecho a las minis, sin ninguna decisión formal de la Junta Directiva.

Durante varios meses de cortejo cambiario el efecto de la compraventa de divisas por el Central no se sintió mucho. El mercado se mantuvo muy estable, sin intervenir, y la inflación seguía relativamente controlada. Pero, con el tiempo, se reanudaron los viejos vicios de las minidevaluaciones. Yo dejé el Banco Central con una economía creciente,

baja inflación y relativa tranquilidad cambiaria. También bajamos tasas de interés. Pero después, con el paso del tiempo, los efectos de las minidevaluaciones se volverían a sentir y resentir.

4.6 Mirada retrospectiva.

Cuando vuelvo la vista atrás, y a pesar de los errores cometidos (o inducidos), pienso que el experimento fue positivo. Nos permitió aquilatar y valorar varias cosas:

1. Adoptar la flotación monetaria (limpia o administrada) era la decisión acertada en esa época por todas las razones técnicas a favor de la flotación en este ensayo. Lástima que se abortó. Si se hubiera continuado, hace tiempo estaríamos en el esquema de *inflation targets* y tendríamos menor inflación.
2. En esa oportunidad, las fuerzas políticas de oposición la combatieron acremente, al igual que a la primera y tercera flotación (de hecho).
3. Irónicamente, 14 años después, un Presidente Ejecutivo del Banco Central perteneciente a esa misma agrupación política, Francisco de Paula Gutiérrez, me dio la razón. En octubre del 2006 él mismo reconoció que las minis se habían agotado, como luego se verá, y adoptó el régimen de bandas como paso previo a la flotación administrada. Yo sonreí en silencio. Y me dije: para verdades, el tiempo.
4. Tuve y tengo para mí que los grupos de presión se encargarían de combatirla, al igual que han combatido ahora las bandas. Esa presión hay que terminarla, por el bien del país.
5. Para evitar que las presiones externas incidan en las decisiones del Banco Central en el futuro, es necesario modificar la LOBC que permite al Poder Ejecutivo remover libremente al Presidente Ejecutivo sin ninguna razón legal ni explicación. El jerarca del Banco Central sólo debería poder ser removido por justa causa (con la participación del Poder Judicial) y las causas de remoción deberían estar establecidas taxativamente en la ley. Esa reforma garantizaría un mayor grado de independencia a esa entidad.
6. A pesar de que la segunda flotación se abortó, mantuvo las principales características de un régimen cambiario flexible:
 - a. Las decisiones cambiarias formales dejó de tomarlas el BC y se trasladaron al mercado privado.
 - b. El Banco Central se destetó del pesado fardo de tener que devaluar (en firme) cada semana, como antes, y soportar la oposición política en la Junta Directiva.
7. Fue un error –insisto– acceder a que el Banco Central comprar las “colas” de los bancos comerciales. Contaminaba la política monetaria con emisión o esterilización no programadas, y afectaba la inflación presente o las pérdidas de la institución, lo que equivale a inflación futura. Hoy lo sigue haciendo.
8. Una opción diferente al establecimiento de las bandas actuales habría sido simplemente dejar de comprar “colas” en el mercado cambiario.
9. El Banco Central se habría ahorrado toda la ordalía de las bandas cambiarias y su intervención concomitante en el mercado cambiario. Y nada le habría impedido diseñar un régimen transparente y objetivo para intervenir ocasionalmente para

moderar oscilaciones violentas, como manda la ley, y permitir que se manifestaran las tendencias cambiarias conforme varían los “fundamentales”.

10. Dije en esa oportunidad que perdimos una batalla pero no la guerra. Hoy lo repito con mayor convicción.

5. Agotamiento de las “minis” y búsqueda de nuevo paradigma cambiario

Al concluir mi nombramiento en el Banco Central, en 1994, me fui como consultor al FMI en materia de reforma bancaria. Pero antes de partir dejé planteada en la Asamblea Legislativa, por intermedio del Ministro de Hacienda, una reforma a la LOBC. En ella se plantearon, entre otras cosas, sendas modificaciones para permitir, precisamente, regímenes cambiarios más flexibles, incluyendo, desde luego, la flotación de la moneda. La reforma, con variantes, se aprobó en 1995.

El artículo 28, todavía vigente, establecía entre las atribuciones de la Junta directiva las siguientes:

a) En materia cambiaria:

i) Establecer, con el voto favorable de por lo menos cinco de sus miembros, el régimen cambiario que considere apropiado, ajustándose a las disposiciones legales.

ii) La Junta Directiva podrá establecer un régimen cambiario en el cual la determinación del tipo de cambio le corresponda efectuarla al Banco Central. En este caso, la fijación deberá hacerla la Junta Directiva con el voto favorable de, por lo menos, cinco de sus miembros. También podrá la Junta establecer un régimen cambiario, donde la determinación del tipo de cambio le corresponda hacerla al mercado. En este caso, podrá adoptar un sistema con intervención del Banco o sin ella.”

Curiosamente, la Junta Directiva nombrada posteriormente nunca quiso utilizar las potestades contenidas en el Art. 28 para flexibilizar el régimen cambiario. Siguió utilizando las minidevaluaciones de hecho tal y como estaban establecidas antes de la reforma. Y así continuaron hasta octubre de 2006.

5.1 Teoría de la PPP y tipo de cambio real de equilibrio

Las minidevaluaciones estaban fundamentadas en la discutible teoría de la paridad del poder de compra de un país comparada con la de sus socios comerciales. Hoy sabemos mejor que antes que los regímenes cambiarios basados en un ligamen de una moneda local con otra moneda fuerte, aunque sean flexibles, han encontrado bemoles en la práctica y la teoría. Tal y como se indicó anteriormente, se basan en la teoría de la paridad del poder de compra (PPP), hoy cuestionada por muchas razones.

En esencia, los países que escogen ese sistema se comprometen a fijar un cierto tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) y mantenerlo inalterado en el tiempo mediante ajustes discretos en el tipo de cambio nominal, conforme varían las circunstancias. La principal de ellas es la diferencia de inflación. Si las variaciones internas en el IPC superan las variaciones en la inflación externa (canasta de monedas para determinar el índice de tipo de cambio efectivo real (ITCER), entonces, el tipo de cambio nominal debe

ajustarse para preservar, supuestamente, el mismo tipo de cambio real, mantener la competitividad de las exportaciones y evitar un desequilibrio macroeconómico.

El Banco Central de Costa Rica siguió casi al pie de la letra esa receta conceptual (con algunas modificaciones técnicas) durante un buen período de tiempo.²⁴ La idea era mantener una cierta concordancia entre los precios internos y externos²⁵.

5.2 Limitaciones a la teoría de la PPP

Los autores señalaban, sin embargo, que la receta de la PPP para ajustar el tipo de cambio nominal no se debía tomar literalmente, pues tenía limitaciones. Pero aquí les prestamos poca atención.

La primera es notar que el tipo de cambio real de equilibrio es un concepto bastante elusivo, pues depende de variables denominadas “fundamentales” que cambian en el tiempo, algunas en dirección contraria. Se supone que el tipo de cambio real de equilibrio es aquel que permite lograr y mantener el equilibrio macroeconómico. Pero nunca es estático. Se mueve conforme varían los factores fundamentales que le dan sustento. Por eso era discutible mantener un índice de tipo de cambio efectivo real (ITCER) como ha hecho tantas veces el BCCR, pues ese tipo de cambio real de equilibrio (TCRE), distinto del ITCER, no estaba llamado a ser estático.

Entre las variables “fundamentales” reconocidos por los autores tenemos²⁶:

1. Términos de intercambio (petróleo)
2. Grado de apertura de la economías (puede variar con los TLCs)
3. Diferencias de productividad (se supone que los países desarrollados son más productivos en ciertos factores de producción, como mano de obra)
4. Gasto público (si aumenta y se vuelve altamente deficitario, hay necesidad de ajustar el tipo de cambio nominal para mantener la competitividad de las exportaciones)
5. Inversión extranjera directa (si es abundante equivale a un mejoramiento de los términos de intercambio), y
6. Tasas internacionales de interés (las tasas internas se distorsionan con un tipo de cambio fijo o controlado).

²⁴ En 1990, bajo los auspicios de un acuerdo de Stand-by con el FMI, se incluyeron otras variables en la fórmula, como las variaciones en reservas monetarias internacionales, para ajustar el tipo de cambio nominal en adición a las variaciones de inflación. Se suponía que la variación de reservas tomaba en consideración factores como las variaciones en los términos de intercambio y choques externos.

²⁵ En CR se utiliza una fórmula que contempla el índice de precios al por mayor en vez de al por menor, lo cual ha sido criticado por algunos; debería ser el IPC en ambos parámetros de comparación por ser los precios finales al consumidor los que deben compararse. Por Ej., el Big Mac que calcula The Economist, para determinar si alguna moneda está subvaluada o sobrevalorada frente al US\$ compara precios de las hamburguesas en sus precios al consumidor final, en dólares.

²⁶ Existe la discusión si todas las entradas de capital son parte de los fundamentales o solamente las denominadas “especulativas”. La discrepancia no se ha zanjado definitivamente. El FMI, por ejemplo, permite la imposición de controles a las entradas de capital.

En Costa Rica se han registrado en el tiempo variaciones en los fundamentales que han alterado el tipo de cambio efectivo real. Los choques externos por variaciones en los precios del petróleo, o altibajos en la ayuda externa como en el período 1980-82, al igual que los flujos de capital son ejemplos claros, incluyendo también las entradas públicas de capital.

En el 2006, antes del establecimiento de las bandas, las entradas privadas de capital comenzaron a incrementarse, el Banco Central comenzó a ganar reservas y no tuvo necesidad de ajustar el tipo de cambio nominal, como lo hacía anteriormente. En consecuencia, el tipo de cambio real parece que varió. En el 2007, después de la entrada en vigor de las bandas, las entradas de capital también aumentaron y el tipo de cambio real decreció.

De ahí surge otra pregunta importante: ¿pueden los modelos econométricos anticipar acertadamente los cambios en los fundamentales y, por consiguiente, las variaciones en el tipo de cambio real? En mi opinión, la pregunta es de difícil respuesta. Eso sugiere que las autoridades monetarias se enfrentan, más de lo que quisieran, con un verdadero dilema monetario y cambiario.

5.3 Dilema monetario y cambiario

El dilema que en el 2006 enfrentaban las autoridades costarricenses, justo antes de la introducción de las bandas cambiarias y antes de sentirse el impacto de la crisis mundial, era común a muchos países en desarrollo, incluyendo los latinoamericanos: ¿Cómo manejar las entradas de capital que contaminaban el buen manejo de la política monetaria e impedían lograr bajos índices de inflación? Eso, en mi opinión, fue decisivo en el abandono del régimen de minidevaluaciones y la introducción del nuevo régimen de bandas adoptado por el Banco Central.

El dilema no era nuevo; yo lo experimenté en el breve ensayo de la flotación en 1992. En otros países también había sido experimentado en numerosas ocasiones en el pasado: Chile, Méjico, Brasil y Colombia –para citar solo cuatro en Latinoamérica- se vieron expuestos a ese problema y tuvieron que adoptar reformas a sus regímenes cambiarios.

5.4 Visión de Sebastian Edwards²⁷. El problema de las entradas de capital en el contexto de regímenes cambiarios relativamente fijos, y las crisis que de él se derivaron, fue bien anticipado y descrito hace diez años antes por Sebastian Edwards²⁸ en los siguientes términos:

“Las crisis de los países emergentes en los 90s tuvieron notorias similitudes: atraídos por altas tasas de interés domésticas, una sensación de estabilidad

²⁷ Sebastian Edwards, PhD., es economista y profesor en la Universidad de California en Los Ángeles (UCLA). Fue Consejero Económico para AL en el Banco Mundial y autor de numerosos libros y publicaciones.

emanada de tipos de cambio rígidos, y lo que, en su momento, parecía un futuro promisorio, grandes flujos de capital (portafolio) se movieron a LA, Asia y Rusia. Esto ayudó a propulsar booms en los mercados accionarios y financiar pronunciados déficits en la balanza de pagos (cuenta corriente). En algún momento, y por diversas razones, las entradas de capital disminuyeron o se revirtieron y provocaron correcciones macroeconómicas significativas (y dolorosas, agregaría yo). En todos los casos, el ajuste del tipo de cambio se pospuso o fue insuficiente. Como resultado, cantidades masivas de capital abandonaron los países, las reservas cayeron a niveles peligrosos, y los tipos de cambio se sobrevaluaron. Eventualmente, los tipos de cambio ligados a otras monedas, (o fijos) tuvieron que ser abandonados y los países se vieron forzados a flotar sus monedas. En algunos casos, los déficits fiscales deterioraron la situación. ”²⁹.

Edwards recuenta cómo los países tuvieron que abandonar sus regímenes de cambio fijos pero ajustables para consolidar reformas cambiarias y mantener tipos de cambio más flexibles (esta es otra de las conclusiones de este trabajo), pero rescata muchos planteamientos teóricos de fondo y la discusión entre economistas para llegar a esa determinación. Algunos de ellos se resumen a continuación. La pregunta era cuál régimen cambiario satisfacía mejor los intereses de los países en desarrollo. Esa misma pregunta yo la habría respondido directamente: la flotación. Pero veamos las respuestas teóricas.

5.5 Búsqueda de un nuevo paradigma cambiario

Por diversos caminos, varios economistas llegamos a la conclusión de que ya no era tan fácil manejar regímenes como minidevaluaciones ni tipos de cambio ajustables más o menos discrecionalmente, como antes. La integración moderna, a nivel mundial, de los mercados de capitales y los flujos de capital se ha afirmado e intensificado en el presente siglo. En los últimos 10 años, Costa Rica recibió amplias entradas de capital público y privado del exterior. Esos flujos han llegado a ser parte integrante y casi permanente de la balanza de pagos, con sus efectos no sólo en el financiamiento de la cuenta corriente sino en las variaciones el tipo de cambio. Basta ver los cuadros resumen contenidos en todos los Programas Macroeconómicos aprobados por el BCCR para constatar su existencia.

Entre esos flujos, los denominados “de portafolio” (especulativos) han influido en los niveles y fluctuaciones cambiarias. Los mejicanos aprendieron con dolor (quizás, con escozor) que los movimientos de capital son como el chile campana: pican al entrar y repican al salir... Los flujos externos tienden a apreciar las monedas locales al entrar, aprovechándose de la seguridad que les confieren los regímenes cambiarios fijos, y luego tienden a depreciarlas abruptamente, al salir, cuando cambian las circunstancias (los fundamentales) que dieron origen a su llegada. Eso, evidentemente, preocupa a los hacedores de la política monetaria.

27. Sebastian Edwards, Exchange Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention, Octubre 2000 (revisado Septiembre 2001).

Para evitar los efectos desestabilizadores de las entradas de capital, los países comenzaron a debatir cuál era el régimen cambiario que más favorecía a sus intereses. La literatura es profusa y no pretendemos, siquiera, tratar de resumirla; tampoco insinuamos que exista unanimidad entre los autores. Las discrepancias son, a veces, profundas e irreconciliables, y caen en el limbo de las preferencias ideológicas.³⁰

5.6 Politización. De hecho, las decisiones en Costa Rica en cuanto al régimen cambiario o la política cambiaria han estado permeadas de consideraciones políticas e ideológicas. Ha sido una constante. Pero las cosas pueden variar. No basta sostener que cualquier régimen cambiario es bueno si se persiguen adecuadas políticas macroeconómicas. Costa Rica, al igual que los otros países, debe escoger cuál es el régimen que mejor satisface sus intereses de cara al futuro, no los intereses de los grupos de presión. La política cambiaria no se hace en el vacío. Al escoger, debe cifrar la atención en los consensos y tendencias internacionales que se perfilan, producto de los análisis teóricos y empíricos.

5.7 Polarización

Una visión emergente que ha calado fuertemente en la teoría y práctica internacional es la denominada polarización: en vez de mantener regímenes intermedios tales como minidevaluaciones (*crowling pegs*), bandas cambiarias o tipos de cambio ajustables conforme a ciertos criterios predeterminados, se debe escoger entre dos extremos: flotación (libre o administrada) o tipos de cambio súper fijos.

Edwards señala que, tras un período de descrédito, los tipos de cambio fijos volvieron a incursionar en la literatura cambiaria. Se recomendaba adoptar “anclas” de tipo de cambio fijo para ayudar a los programas de desinflación y mantener la estabilidad macroeconómica. Más concretamente, tras corregir los problemas inflacionarios asociados con políticas fiscales deficitarias, fijar el tipo de cambio ayudaría a orientar las expectativas y lograr que las variaciones en los índices de precios internos convergieran con los prevalecientes en el exterior. Programas de estabilización en Chile, Argentina y Méjico se sirvieron de este instrumental en un inicio. Pero, como se menciona en otra sección, tuvieron eventualmente que abandonarlos para salir de las crisis externas provocadas precisamente por la confluencia de tipos de cambio fijos y entradas (y salidas) de capital.

Uno de los problemas claramente identificados es que los países con tipos de cambio fijo, a pesar de haber controlado razonablemente sus desequilibrios fiscales, aún enfrentaban problemas inflacionarios por la indexación de ciertos costos, como salarios y precios controlados (igual sucede en Costa Rica). Esa inercia inflacionaria ha sido también estudiada por reconocidos autores, como Dornbush (1977):

“Los programas de estabilización basados en el tipo de cambio como ancla tienen tres fases: la primera es útil, pues el tipo de cambio ayuda a la estabilización; en la segunda, se nota la apreciación, pero no conviene hacer nada; y en la tercera es muy tarde para hacer algo. La apreciación real llega al

29. Una discusión más detallada del efecto de las entradas de capital se presenta más adelante

punto donde es necesaria una devaluación mayor, pero los políticos la impiden. Cuando las malas noticias se apilan, sobreviene la caída”³¹

Y eso nos permite avanzar a otra conclusión: la indexación de precios públicos, salarios y tipo de cambio es un obstáculo para estabilizar la economía, independientemente del régimen cambiario. Algo tendrán que hacer las autoridades al respecto en el futuro, aunque sea políticamente complicado.

Otra de las limitaciones de los tipos de cambio fijos, o semi-fijos, es el impacto que tienen en la producción ante cambios en los fundamentales o choques externos. Si las políticas monetaria y fiscal tienen que ajustarse para mantener la paridad (contraerse, por ejemplo, si se deterioran los términos de intercambio) en vez de ajustar el tipo de cambio, la actividad económica puede contraerse y afectar el nivel de empleo. Si los actores económicos no creen que las autoridades harán el ajuste cambiario rápidamente, la credibilidad en las políticas merma y surge la especulación³².

5.8 Méjico.

El caso de Méjico a mediados de los noventas fue lo que muchos llamarían la crónica de una muerte anunciada. Casi todos los actores económicos estaban advertidos de la caída (menos las autoridades). Sin entrar en muchos detalles, las medidas de liberalización del sistema financiero (excepto el tipo de cambio) y saneamiento de las finanzas públicas crearon una sensación de visible bonanza. Entraron abundantes capitales en distintas formas -muchas de ellas como inversión directa- y el Banco de Méjico (banco central) acumuló cerca de \$20.000 millones en reservas, interviniendo en el mercado cambiario para evitar que las cotizaciones no cayeran por debajo de su meta. El déficit de balanza de pagos se hizo presente, insostenible, y cuando los inversionistas estimaron que la situación era complicada y el tipo de cambio estaba sobrevaluado, comenzó el éxodo de capitales.

El Banco de Méjico decidió, primero, tratar de sostener el tipo de cambio sobrevaluado vendiendo reservas y, luego, hizo ajustes discretos que el mercado consideró insuficientes. En un año, perdió buena parte de los \$20.000 millones de reservas acumuladas, hasta que no tuvo más remedio que dejar flotar la moneda. Por esa razón, algunos comentaristas afirman que lo peor que puede hacer un banco central es nadar contra corriente. Y esa es otra conclusión de este trabajo.

5.9 Otros países.

³⁰.. Citado por Edwards, Op. cit. Pág. 4

³² El tipo de cambio es lo que en la literatura americana se denomina un *shock absorber* (compensatorio). Ante un choque externo el reacciona rápidamente y ajusta todo lo demás—poder de compra de los sueldos y otros; si el es fijo, entonces no actúa para absorber los cambios y es el resto de la economía el que tiene que actuar—sea bajando déficit fiscal, controlando salarios y demás.

A pesar de la mala experiencia de Méjico en 1994-95 con la crisis denominada “efecto tequila”, los países asiáticos continuaron sus ligámenes más o menos fijos con el dólar de EE.UU. En determinados momentos, la gente confundió la estabilidad cambiaria y tasas de interés altas con ausencia de riesgo. El capital entró pero, luego, salió abruptamente cuando cambiaron las expectativas. Algo similar sucedió en Rusia y Brasil en los noventas, donde, además, el sector público mantenía situaciones insostenibles. Definitivamente, la experiencia con el tipo de cambio fijo (aunque supuestamente ajustable), fue insatisfactoria. Eso deja, por *default*, la flotación libre o administrada como la mejor opción en cuanto a la escogencia del régimen cambiario.³³

Recuadro 1 **Visión del FMI sobre los regímenes cambiarios**

El Fondo Monetario Internacional ha mantenido una posición neutral en cuanto a los regímenes cambiarios. La razón es estatutaria: conforme al Artículo IV del Convenio Constitutivo los países miembros pueden escoger el régimen cambiario de su elección. Y el Fondo no podría objetarlo. Sí puede, desde luego, hacer observaciones de carácter no vinculante. En la práctica, ha tenido una inclinación por los regímenes cambiarios fijos, sobre todo para países en desarrollo; después de todo, nació con la paridad bajo el acuerdo de Bretton Woods. Pero, con los años, ha variado.

El reto del crecimiento rápido y las entradas de capital. En la Memoria Anual de 1996 hizo un comprensivo análisis de los regímenes cambiarios y expresó su posición tradicional sobre la polarización de los regímenes: flotación o tipo de cambio fijo. Reconoció, sin embargo, los problemas de la inflexibilidad cambiaria, y eso es lo más importante. Bajo este título, 15 años atrás, identifica lo que está sucediendo ahora:

- Hay una relación positiva entre el crecimiento económico y apreciación de las monedas, incluyendo economías pequeñas y abiertas (como la nuestra). El crecimiento conlleva aumentos en la productividad de los sectores transables en comparación con los no transables, sube la demanda en los segundos y aumentan los precios. Eso tiende a apreciar la moneda local. Pero no significa –dice textualmente– pérdida de competitividad de los sectores transables (exportaciones).
- El crecimiento elevado de los países atrae entradas de capital, que también tienden a apreciar las monedas. Si el Banco Central interviene en el mercado cambiario comprando reservas para defender el tipo de cambio nominal, genera inflación. Eso, a su vez, implica una apreciación real, si el tipo de cambio sigue inalterado.
- Si el Banco Central esteriliza la liquidez sobreviniente por la intervención, aumenta sus pérdidas (cuasi) fiscales, afecta el balance del Banco y aumenta la inflación futura. Entonces la carga se vuelve sobre la política fiscal.
- Además, tampoco podría reducir las tasas locales de interés, que atrae las entradas de capital.
- Reconoce que flexibilizar la política cambiaria permitiría ajustes menos costos al Banco Central y, además, des-estimularía entradas de capital especulativas, al crearse el riesgo para los inversionistas extranjeros de depreciaciones subsiguientes. Además, si los flujos externos son cuantiosos, es difícil que los bancos centrales puedan neutralizar los flujos. Y surgen problemas de déficit de balanza de pagos.
- Si los inversionistas perciben que la situación externa es insostenible, pueden cambiar las expectativas y revertirse violentamente las entradas de capital, como en Méjico.

³³ Debe reconocerse, sin embargo, que otros autores aún defienden regímenes intermedios (Calvo; Corden, entre otros).

5.10 Visión costarricense.

En Costa Rica también se hizo una escogencia cambiaria, al menos desde el punto de vista conceptual. Había que abandonar las minidevaluaciones a pesar de que el consenso entre muchos economistas es que ese sistema, adoptado después de la crisis de los 80s, sirvió bien su propósito durante un período prolongado de tiempo. Permitió durante más de 20 años ajustar el tipo de cambio regularmente para tratar de acomodar el tipo de cambio nominal al tipo de cambio real (TCER), con base en las diferencias de inflación interna e internacional, sin ninguna crisis externa. Más aun, si un precio como es el tipo de cambio está mal fijado, habrá sobrantes o faltantes del producto, y tal no fue el caso en Costa Rica por más de veinte años. Pero el modelo luego se agotó.

Tal y como argumentó don Eduardo Lizano en el documento presentado en una conferencia con la participación de expertos del FMI, las minidevaluaciones tuvieron efectos positivos y negativos:

Positivos

“• Se logró restablecer la confianza y la credibilidad en el BCCR, pues se trataba de un régimen de fácil comprensión para los agentes económicos, que también permitía corroborar de manera sencilla si el BCCR seguía o no las reglas y normas establecidas. El BCCR disponía de cierta discrecionalidad, pero a la vez, debía actuar dentro de límites y márgenes previamente conocidos.

- Con él se evitan tanto las crisis cambiarias, típicas del régimen de tipo de cambio fijo, como la inestabilidad característica del régimen de flotación.

- Se mantuvo el tipo de cambio real dentro de márgenes reducidos, con lo cual el régimen cambiario ha resultado neutro, no solo para los exportadores, sino también para los importadores

- Se impidieron los movimientos internos especulativos contra el colón... Así, dada la simplicidad y predecibilidad, se han reducido los incentivos para la especulación cambiaria.

- Se evitó la tentación de usar el tipo de cambio para lograr ciertos objetivos macroeconómicos como el de controlar la inflación”

Negativos

“• La inflación “inercial”, en el tanto el BCCR “acomode” su política monetaria a la presión sobre precios derivada de la devaluación;

- La tendencia a generar pérdidas al BCCR, debido a la necesidad de mantener niveles adecuados de reservas monetarias internacionales; y

- La creencia infundada, por parte de los agentes económicos, de la existencia de una garantía implícita del BCCR en el sentido de no aprobar devaluaciones nominales de consideración.”³⁴

³⁴ Eduardo Lizano, Volatilidad y Vulnerabilidad : el caso de Costa Rica 20 años (1984-2004) sin crisis. Serie estudios No 16 Academia de Centro América, 2006.

Yo agregaría que, con el tiempo, una de sus ventajas se convirtió en una gran desventaja. El régimen de minidevaluaciones se hizo tan predecible e inercial que influía significativamente en el índice de precios (IPC) al ajustar constantemente los valores de los bienes y servicios importados por las constantes devaluaciones³⁵. Además, imponía un piso a las tasas de interés en colones al tener que superar la tasa esperada de devaluación más las tasas pasivas en dólares. No había independencia en la fijación de tasas de interés, esencial para la conducción de la política monetaria. Pero el mayor problema, deliberadamente ignorado por la mayoría de los comentaristas, es que al trasladar el riesgo cambiario al Banco Central, garantizaba utilidades a las entidades financieras.³⁶ Y se ganó su voluntad. Corolario de lo anterior es su animadversión a la flotación. Y esa es otra conclusión. Los aspectos conceptuales del costo económico y social se mencionan en el siguiente recuadro.

³⁵ Justo es reconocer que controlar la inflación tenía –y tiene- problemas adicionales a los provocados por las limitaciones del régimen cambiario. Las pérdidas operativas del BCCR es uno de ellos, derivadas de los elevados pasivos con costo adquiridos durante distintos períodos de su historia que lo obligan a emitir para pagar la amortización e intereses de los títulos históricamente emitidos.

³⁶ Agradezco a Thelmo Vargas la siguiente discusión: dado que las tasas pasivas de interés locales eran iguales a la internacional mas devaluación esperada, y se estilizaba agregar una prima de riesgo país, la duda es si la tasa de devaluación esperada, más la tasa Libor y las prima por riesgo país producían una tasa de indiferencia compatible con las tasas en colones. ¿Dónde estaba la ganancia para las entidades financieras? La respuesta es que como las entidades podían endeudarse externamente sin asumir ningún riesgo cambiario (el riesgo lo asumía el Banco Central al garantizar un tipo de cambio que era mínimo y máximo), pues la política cambiaria explícita excluía devaluaciones mayores a la esperada, e eso, en sí, reducía la prima por riesgo país, por lo que las tasas pasivas en dólares eran, de hecho, más bajas en el país. Si bien la prima por riesgo país teóricamente existía, los bancos se la embolsaban en la práctica dada la garantía cambiaria (informal) asumida por el Banco Central. Además, no pagaban impuestos ni estaban sujetas a encaje.

Aspectos conceptuales del Costo económico y social de las distorsiones cambiarias

El costo económico y social de las distorsiones cambiarias y su influencia en la inflación también debe ser puesto en la balanza. No es el propósito de este trabajo cuantificarlo, pero sería impropio dejar pasar inadvertidamente los aspectos conceptuales. Ilustra el traslado de recursos de unos grupos a otros y la miopía inexcusable de los economistas y líderes políticos al abordarlo. En mi opinión, el régimen cambiario más neutral. Los demás regímenes se prestan para traslados inadvertidos y contrarios al interés público¹.

Costo económico. De 1982 a 2010, por ejemplo, el tipo de cambio varió de C40 por \$1 a C530 por \$1. Se multiplicó por 13. La inflación también subió de manera similar. Y eso implica un gran costo para la sociedad costarricense y el sistema económico. Desde luego, no toda la inflación es causa de la devaluación (ni a la inversa), pero había un círculo vicioso por la metodología involucrada: la inflación interna provocaba ajustes en el tipo de cambio nominal para tratar de mantener el tipo de cambio real, pero la devaluación nominal provocaba nuevos ajustes en la inflación.

Costo social. El costo social está íntimamente ligado a lo anterior. A mediano plazo, un porcentaje importante de la devaluación se transmite a los precios internos mediante el mecanismo conocido como *pass through effect* y afecta los precios al consumidor. La inflación, a su vez, deteriora el poder adquisitivo de los salarios. Y eso repercute de alguna forma en los niveles de pobreza en el tanto los ingresos reales más bajos (o con menor crecimiento real) sean incapaces de financiar los bienes y servicios incluidos en la canasta diseñada para calcular los índices de pobreza. A manera de ejemplo, se constata que en los últimos 20 años la pobreza ha estado estancada, y los únicos períodos en donde ha disminuido levemente son cuando ha bajado la inflación.

Efectos redistributivos. En el caso de Costa Rica, dos cosas saltan a la vista: a través de sus efectos en la inflación, los regímenes cambiarios, incluyendo minidevaluaciones, causaron una traslación de recursos intra-sectoriales: de los sectores de menores recursos vulnerables a la inflación (trabajadores, consumidores) a los más afluentes y capaces de trasladar total o parcialmente el costo inflacionario y cambiario de los bienes y servicios vendidos a sus respectivos clientes (sector financiero; exportador). Se asume que esos sectores han sabido protegerse de la inflación y devaluación mediante mecanismos jurídicos y gerenciales a su favor: prestaban un porcentaje elevado de sus activos directamente denominados en moneda extranjera, protegiendo su patrimonio de la devaluación (el BCCR asumía el riesgo cambiario); además, la propia devaluación cotidiana les garantizaba una rentabilidad sin ningún esfuerzo adicional, al mantener posiciones patrimoniales largas (patrimonio dolarizado).

El otro mecanismo de protección reside en las cláusulas jurídicas para calcular y ajustar los intereses conforme se ajusta la inflación. Se fijan en su mayoría en un porcentaje por encima de la tasa básica pasiva que, a su vez, flota con respecto a la inflación: si el IPC sube, normalmente sube la tasa básica pasiva y se ajustan hacia arriba automáticamente las tasas activas (que, además, mantienen un alto margen de intermediación financiera). Históricamente, las tasas pasivas casi siempre han estado por encima de la inflación. Y eso ha contribuido a que los sectores financieros hayan podido experimentar altas tasas de crecimiento real durante décadas y elevada rentabilidad.

El sector exportador ha sido también dinámico en su crecimiento. Las exportaciones se multiplicaron varias veces en los últimos 20 años (por la apertura comercial, reducción del proteccionismo y alineamiento cambiario, entre otras cosas), y contribuyeron muy significativamente a generar empleo y salarios. El régimen de minidevaluaciones influyó positivamente en este crecimiento. Pero es de notar que la distribución del ingreso no ha mejorado y, en eso, habría que determinar si la política cambiaria contribuyó a afectar los salarios reales. Se observa, por ejemplo, que medida por el coeficiente de Gini la distribución más bien se ha deteriorado. Desde luego que otros factores también han contribuido a deteriorar la distribución del ingreso (diferencias de educación, por ejemplo, o avances en la tecnología y productividad), pero corresponde a otros investigadores cuantificar estos efectos. Sin embargo, yo tengo para mí que si el régimen cambiario hubiera sido más flexible el impuesto inflacionario habría sido menor y se hubiera protegido mejor a los trabajadores. Es una tesis por demostrar. Pero, al menos teóricamente, es cierto que ciertas políticas monetaria y cambiaria pueden ejercer efectos redistributivos indeseables, a veces no pensados deliberadamente por las autoridades.

5.11 Hacia un nuevo paradigma cambiario

En vista de las limitaciones señaladas al régimen de minidevaluaciones, y con base en su vasta experiencia, Don Eduardo Lizano, ex presidentes del BCCR, propuso lo siguiente:

“Después de estar vigente durante veinte años, proceder a analizar el régimen cambiario de minidevaluaciones ahora se reconoce como una de las tareas importantes del BCCR, con el propósito de conservarlo, mejorarlo, o bien, sustituirlo por otro”³⁷.

Eso revela su honestidad intelectual. En el mismo ensayo propuso tres opciones: dolarizar de derecho; modificar el régimen de minidevaluaciones (tarea que dejó para el futuro); o valorar la posibilidad de avanzar hacia el sistema de *inflation targets* que requiere la flotación de la moneda. Agustín Cartens, representando al FMI en esa conferencia, coincidió con don Eduardo en los méritos y limitaciones de la política de económica en esas dos décadas, reconoció la vulnerabilidad de las “minis”, pero recomendó expresamente moverse a un sistema más flexible:

“Over the medium term, there would be merit in shifting toward greater exchange rate flexibility. Although the crawling peg has served Costa Rica well in the past, it is vulnerable in the face of external shocks, especially in light of the high level of financial dollarization. Greater flexibility could also facilitate the structural change that is anticipated to accompany further trade liberalization.”³⁸

En esa misma conferencia yo me incliné por esta última recomendación del FMI. El personal técnico del BCCR, a través de distintos trabajos de investigación, también. La Junta Directiva ha coqueteado repetidamente con la idea, pero todavía no se ha resuelto a actuar de conformidad. A nivel teórico, lo tiene muy claro, pero en la práctica insiste en mantener una prolongada transición hacia la flotación. Y esta es otra de las conclusiones aquí aportadas.

Efectivamente, el BCCR se dio a la tarea de analizar las opciones avanzadas por Cartens, Lizano y otros (dentro de los que me incluyo) y en 2005 decidió orientarse hacia el sistema de *inflation targets* que exigía como prerrequisito de operación un régimen de flotación. Pero, entretanto, adoptó el sistema de bandas cambiarias que hoy conocemos como régimen de transición.

³⁷ Eduardo Lizano F. Volatilidad y Vulnerabilidad: el caso de Costa Roca: 20 años (1984 2004) sin crisis. Op. Cit. Pág. 6.

³⁸ IMF. Twenty Years without a Crisis in Costa Rica: The IMF's View. Speech by Agustín Cartens, Deputy Managing Director.

6. Bandas cambiarias.

6.1 Justificación

La razón principal esgrimida por el BCCR para adoptar el régimen de bandas cambiarias fue precisamente el efecto negativo en la programación monetaria del impacto de las entradas de capital, la compra de divisas y la emisión concomitante que afectaba la conducción de la política monetaria. En el comunicado de prensa del 13 de octubre del 2006, cuando se dio a conocer el nuevo régimen de bandas cambiarias, dijo textualmente:

*“La decisión de la Junta Directiva del Banco Central responde a la necesidad de recuperar espacios de acción para el manejo de la política monetaria y, de esa forma, ser más efectivo en su tarea de reducir la tasa de inflación.”*³⁹

Yo me alegré. Pensé que, por fin, el Banco Central había decidido rescatar el control de la inflación como su principal objetivo⁴⁰. Y como punto de partida me fijé en los indicadores de expansión monetaria para ver cómo evolucionaban a partir del mes siguiente de la entrada en vigencia de las bandas (noviembre 2006). Veremos posteriormente cómo han evolucionado esas variables para juzgar si se cumplieron los objetivos perseguidos; es decir, si se rescataría, por fin, la independencia de la política monetaria. Les adelanto, eso sí, que no deben hacerse muchas ilusiones. Pero antes veamos cuán clara era la visión de la Junta Directiva en esa época.

6.2 Decisión de la J.D.B.C.

La Junta Directiva del Banco Central fue más clara en sus considerandos al explicar el por qué de la resolución; en ella reconoce las ventajas y desventajas de las “minis” y señala la necesidad de migrar hacia un régimen cambiario que permita rescatar la eficacia de la política monetaria⁴¹:

“Considerandos 3. El régimen cambiario de minidevaluaciones ha contribuido a mantener una relativa estabilidad externa durante las dos últimas décadas y ha posibilitado la inserción exitosa de la economía costarricense en los mercados internacionales. Sin embargo, también ha generado costos y vulnerabilidades a la economía nacional y ha reducido la efectividad de la

³⁹ Comunicado de prensa del BCCR del 13 de octubre, 2006

⁴⁰ Agradezco a Eduardo Lizano la siguiente discusión sobre los objetivos del BCCR: ¿Hay concordancia entre “estabilizar el valor interno y externo de la moneda”, como reza el Art. 2 de la LOBC? Más concretamente, ¿puede el BCCR estabilizar el valor externo del colón a expensas del valor interno (o viceversa)? Para don Eduardo, la ley no es clara. En eso tiene razón. Yo la interpreto en el siguiente sentido: Si un país no sigue políticas monetarias consistentes con una inflación baja, tampoco puede estabilizar el tipo de cambio. Una inflación alta y prolongada conlleva a una devaluación. Yo entiendo en ese sentido la ley. Pero reconozco que otros factores pueden incidir en el valor real del colón y requerir una modificación del tipo de cambio aunque no haya variado la inflación. Mal haría un banco central en evitar o posponer un ajuste cambiario necesario en aras de una supuesta estabilidad externa de la moneda. Es más, en los últimos comunicados el BCCR ha reconocido la estabilidad de precios como su principal objetivo.

⁴¹ Decisión (J.D. 525-06)

política monetaria que ejecuta el Banco Central de Costa Rica, cuyo objetivo prioritario es lograr una inflación baja y estable.

1. Dentro de las limitaciones asociadas con el régimen cambiario actual, se encuentran: i) La necesidad del Banco Central de realizar persistentes intervenciones en el mercado cambiario que provocan impactos monetarios y elevados costos financieros.

ii) La predecibilidad del tipo de cambio, la cual propicia la persistencia de riesgo moral en las decisiones que en materia cambiaria toman los diversos agentes económicos. Este es un elemento que estimula la dolarización de los depósitos y del crédito y genera riesgos adicionales para el sistema financiero, los cuales repercuten sobre la vulnerabilidad de la economía costarricense.

iii) La existencia de un tipo de cambio siempre creciente y fácilmente predecible, el cual genera inercia inflacionaria y se constituye por sí mismo en un factor permanente de presión sobre los precios internos.

Considerando 5. Es un hecho aceptado por la teoría macroeconómica la imposibilidad de que en una economía coexistan simultáneamente un tipo de cambio fijo o semi-fijo, como las minidevaluaciones, una libre movilidad de capitales y una utilización efectiva de los instrumentos de política monetaria para el control de la inflación.”

¡Más claro no canta un gallo!

Con base en la anterior decisión formal, cuyos considerandos no han sido modificados, es que concluimos que, al menos oficialmente, el BCCR hizo la escogencia de moverse hacia un régimen flexible para poder controlar mejor la inflación.

Posición del personal del BCCR

La posición del personal técnico del Banco Central, por su parte, la ha apoyado plenamente en sus estudios y ha sido igualmente clara y contundente en cuanto a cuál es el mejor régimen cambiario. Coincide con lo expresado (teóricamente) por la Junta Directiva. En el Informe de Inflación de setiembre, 2008 se dice expresamente:

“1 Motivaciones para la reforma del régimen cambiario:

La revisión de la experiencia de los países consultados (Israel, Colombia y Chile) indica que ha habido dos motivaciones para emprender la reforma del régimen cambiario. Países como Israel aplicaron esta reforma con la intención de fijar un ancla a la inflación; por su parte, Chile y Colombia lo hicieron como parte de una estrategia integral para propiciar una mayor independencia y efectividad de la política monetaria, aunque sin perder de vista que el fin último de toda esta estrategia es el combate de la inflación. La diferencia entre ambas situaciones puede parecer muy sutil al tomar en cuenta que el objetivo final de ambas es el control de la inflación, pero es de vital importancia para poder comprender el verdadero espíritu de la reforma, ya sea como una enfocada más en el corto plazo como estrategia anti-inflacionaria u otro más de mediano plazo como parte de una estrategia que busque otorgar una mayor independencia a la política monetaria. La adopción del esquema de la banda cambiaria en Costa Rica tiene la segunda motivación, esto es, como consecuencia de adoptar una

política más de mediano plazo que busque propiciar una reforma exitosa del régimen monetario para el control de la inflación” (Pág. 38).

El último y más reciente estudio de la División Económica del BCCR, publicado el 31 de mayo de 2011, rescata la estrategia de liberar el régimen cambiario para dedicar los esfuerzos del Banco central a controlar la inflación:

“La preocupación por la estabilidad de precios, como objetivo fundamental de la política monetaria, llevó al Banco Central de Costa Rica (BCCR) a migrar de manera gradual hacia un esquema de política monetaria basado en metas de inflación. Este esquema requiere, entre otros prerequisites, la independencia de la política monetaria del régimen cambiario... Con esta estrategia se procura una mayor flexibilidad en la determinación del tipo de cambio y, en consecuencia, mejorar la efectividad de los instrumentos de política monetaria para el control de la inflación.

⁴²

Conuerdo, una vez más, con el pensamiento del Staff del Banco Central. La inquietud más grande que surte al momento de escribir este informe es por qué la misma Junta Directiva ha vacilado tanto en la implementación de esta decisión y prorrogado indebidamente el *status quo*. No encuentro razones técnicas para no hacerlo. El FMI, tampoco, según se desprende de sus últimos informes. Si no hay razones técnicas para posponerlo, pienso que, quizás, una explicación plausible es que en estos cinco años han surgido presiones para evitar que el Banco avance al régimen de flotación administrada. Y esa podría ser otra conclusión

6.3 Entrada en vigor de las bandas cambiarias⁴³ y ⁴⁴

Las bandas nacieron con el pie izquierdo, por decir lo menos. Se establecieron inicialmente con un margen muy estrecho entre la compra y venta oficial y centradas alrededor de supuesto tipo de cambio real que, quizás, no era de equilibrio en ese momento histórico (si lo fuera, las cotizaciones habrían fluctuado alrededor de ese nivel).

La Junta Directiva del Banco Central decidió establecer, a partir del 17 de octubre, 2006, que el tipo de cambio de intervención de compra sería C514, 78 por dólar, y el tipo de intervención de venta sería de C530, 22 por dólar. Así mismo, decidió incrementar diariamente el tipo de cambio para la compra en C0, 06 y en C0, 14 para la venta.

Se perfilaban así unas bandas rampantes: ascendente para la venta y descendente para la compra. El presupuesto de hecho implícito en la resolución era que el tipo de cambio fijado por el BCCR el día anterior a la entra en vigencia (último día de las

⁴² *Evolución del mercado cambiario y del tipo de cambio en el período enero 2007-abril 2011*
División Económica BCCR 31 de mayo 2011. Disponible en la Pág. Web

⁴³ Técnicamente, es sólo una banda compuesta de dos líneas: superior e inferior (piso y techo) y un espacio dentro del cual puede flotar la moneda. Pero en la jerga bancaria y financiera se les conoce como bandas, en plural, donde la superior es el techo y la inferior el piso.

⁴⁴ El 13 de octubre del 2006, la Junta Directiva adoptó el nuevo Régimen de Bandas Cambiarias (artículo 5 del Acta de la Sesión N° 5300).

minidevaluaciones) correspondía a un tipo de cambio real de equilibrio y que ese tipo real iba a seguir ascendiendo como lo hacía regularmente bajo el régimen anterior, en atención a las diferencias de inflación. En otras palabras, el Banco Central no pretendía inicialmente controlar la inflación a corto plazo, ya que los diferenciales de inflación afectaban el tipo de cambio real.

Otra posible razón para explicar la conformación de la banda es que la diseñaron con una parte ascendente y otra descendente con el fin de que el espacio se fuera ensanchando y, al menos conceptualmente, llegar a una flotación limpia sin bandas efectivas algún día. Pero, claro, la decisión posterior de intervenir fue muy fuerte.

Recuadro 2

Visión del Presidente del BCCR, Francisco de Paula Gutiérrez,
al adoptar el régimen de bandas cambiarias⁴⁵

- Reconoce que el régimen cambiario de minidevaluaciones, en conjunción de la apertura de la cuenta de capital (trinidad imposible) y la dolarización de la economía, imponen presión en la habilidad del BCCR para controlar la inflación. Por tanto, existe la necesidad de replantear el sistema cambiario.
- En la economía y dentro del BCCR se dan las condiciones adecuadas (incluyendo un nivel de reservas) para pasar a un sistema cambiario más flexible.
- Visualiza la introducción de bandas cambiarias, estrechas al inicio pero con tendencia divergente con el objeto de irse ampliando en el futuro para proporcionar mayor flexibilidad.
- El proceso será gradual. Eso quedó muy claro. Deberán adoptarse algunas medidas administrativas internas previamente y capacitar al personal.
- El BCCR se encargará de proporcionar oportunamente toda la información necesaria para que los participantes en el mercado cambiario puedan adoptar las decisiones adecuadas.

Efectivamente, yo apoyé inicialmente las bandas en una columna en *La Nación*, en la esperanza de que el régimen sería temporal y la distancia entre las líneas de intervención forzada, originalmente muy estrechas, se fueran incrementando en el tiempo para que un día la divergencia entre las dos se hiciera tan notoria que las volviera irrelevantes y el tipo de cambio pudiera flotar libremente, de hecho, entre ellas. Después, ante las vicisitudes de su operación y la constante intervención, hube de retirarles el apoyo.

En los primeros días de operación el mercado cambiario se manifestó superavitario y el BCCR tuvo que intervenir comprando divisas a los bancos comerciales. Igual me pasó a mí con la primera flotación. Durante meses, la compra se incrementó. Por entonces, las expectativas habían cambiado completamente. Yo seguía esperanzado de que en esta ocasión el Banco actuara más flexiblemente, pero en vez de liberar la

⁴⁵ Su visión sobre la necesidad de adoptar un régimen de bandas en sustitución de las mini devaluaciones se hizo pública con anterioridad a la adopción de las bandas por la Junta Directiva del BCCR en la charla brindada en el seminario sobre el Régimen Cambiario auspiciado por la Academia de Centroamérica. Ver Estudio Anual 2006. Régimen Cambiario en CR. Eduardo Lizano y Grettel López, editores.

política monetaria con menor emisión, más bien empeoró la situación. Y de ahí surge otra lección: es muy difícil establecer el tipo de cambio real de equilibrio con base en la teoría de la PPP, aun presente en el régimen de bandas. Simplemente, las circunstancias pueden cambiar.

En retrospectiva, siempre es más fácil adivinar los eventuales resultados cuando el tiempo ya ha pasado. Creo que los intermediarios financieros sintieron que la moneda nacional estaba subvaluada y el tipo de cambio tendería a bajar. La misma decisión del Central de garantizar un tipo de cambio fijado por la banda inferior estimulaba la venta de divisas sin temor de que, a corto plazo, las cotizaciones pudieran volver a subir y sufrir pérdidas de operación al tener que reponer sus tenencias a un tipo de cambio mayor.

Algo similar me sucedió a mí como Presidente del Banco Central durante el primer ejercicio de flotación libre, en 1992. El mercado pensaba que el tipo de cambio tendería a descender y los inversionistas y banqueros salieron presurosos a cambiar dólares por colones par obtener una ganancia. El tipo de cambio cayó y el BCCR tuvo eventualmente que intervenir comprando divisas para estimular el alza. Justo es reconocer que en ninguno de esos dos casos mencionados las autoridades tenían en mente emitir colones y afectar la política monetaria. Nunca hubo mala fe. El objetivo era el mismo: liberar el tipo de cambio para, a su vez, rescatar la política monetaria y controlar más eficazmente la inflación. Todavía sigo pensando así.

6.4. Flotación dentro de las bandas.

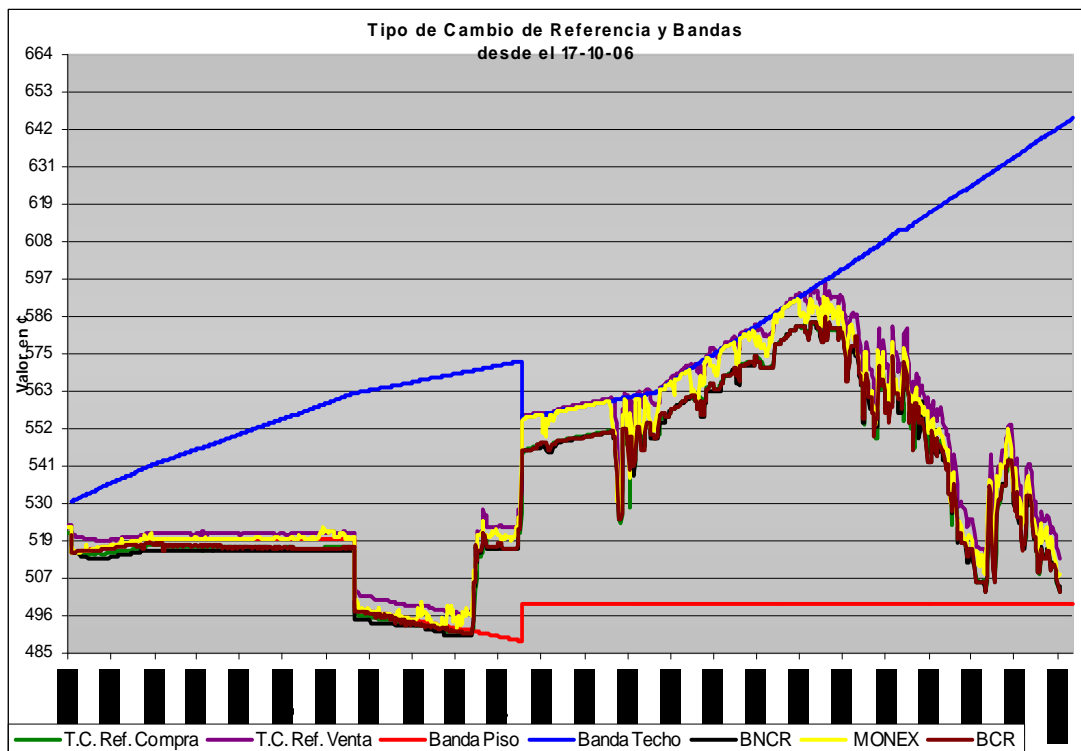
El corto período de flotación dentro de las bandas fue el más beneficioso para la economía nacional, según se detalla próximamente. Pero fue fugaz. Durante poco más de un año, las cotizaciones diarias habían permanecido plegadas a la banda inferior, provocando intervención y emisión monetaria. La Junta Directiva estaba preocupada por la situación y en noviembre del 2007 decidió ampliar la banda inferior a C500 por dólar e incrementó el porcentaje de deslizamiento de la banda inferior. El cambio siguió prácticamente pegado a la banda inferior, pero con pequeñas oscilaciones, por unos meses más.

Por esos días circuló un documento del Citibank donde se afirmaba que el tipo de cambio descendería muy significativamente. Fue un rumor que causó ruido en el mercado cambiario. Curiosamente, en esa misma época se dio a conocer otro estudio del Fondo Monetario Internacional en donde se llegaba a la conclusión de que el tipo de cambio real de equilibrio rondaba los C500 por dólar. Yo recuerdo haber avalado esos resultados en varias presentaciones. Pero, una vez más, el mercado se encargaría de desmentirnos.

El tipo de cambio real de equilibrio buscaría un nuevo nivel como consecuencia de los abruptos cambios en los flujos de capital ocasionado por la crisis financiera internacional. El fenómeno fue similar en todo Latinoamérica. En efecto, el tipo de cambio comenzó a subir, primero abruptamente (mayo 2008) para luego ubicarse en la nueva banda superior, alrededor de C560 por dólar. El FMI acaba de publicar una modificación a su WEO donde explica que los tipos de cambio subieron en 2009 como

consecuencia de la salida de capitales por la crisis financiera internacional. Este estudio está disponible en su página WEB.

¿Con base en qué el BC fijó la nueva banda de intervención en C550 por dólar, pero ascendente, y en 500 la banda inferior? Sin duda, es lo que de buena fe pensaban. Pero, de nuevo, el terco mercado se encargó de desmentirlos y forzar al Banco a vender agresivamente divisas para evitar que las cotizaciones sobrepasaran el límite superior de intervención.



Fuente: Ronny Meneses, Analista Financiero de Operadora de Pensiones del Magisterio Nacional Vida Plena, con datos del Banco Central.

Durante poco más de un año el Central perdió reservas y, además, secó el mercado financiero al retirar montos importantes de liquidez por la venta de divisas. Yo critiqué esa actuación en un documento publicado por la Academia de Centroamérica sobre la Economía de Costa Rica en el 2008. Mi argumentación es que la intervención para sostener la banda inferior en el 2006 y 2007 había incrementado la liquidez y contribuido a la inflación presente (o futura al esterilizar), pero que, en el período subsiguiente, la masiva intervención vendiendo divisas había provocado el fenómeno contrario: contracción de la liquidez y crecimiento real, y otros problemas colaterales para los fondos de inversión que entraron en dificultades al ver la liquidez revertirse abruptamente. Además, la rentabilidad alternativa de invertir en dólares frente a otros activos en colones se hizo (artificialmente) muy lucrativa y prevaleció durante mucho tiempo. Una vez más, el régimen cambiario distorsionó las tasas de interés.

No hubiera sido necesario actuar así si el régimen cambiario hubiera sido más flexible. Si el tipo de cambio se hubiera dejado flotar, las cotizaciones habrían alcanzado más rápidamente su nuevo equilibrio, y las tasas de interés no hubieran tenido que incrementarse marcadamente, como sucedió en ese período. Y esa es otra conclusión de este estudio: los movimientos de capital, especialmente provocados por factores externos, son difíciles de prever y las autoridades pueden equivocarse, aún si actúan de buena fe. Es preferible dejar que el mercado actúe prontamente y evitar los daños colaterales a la economía y el sistema financiero. El tipo de cambio comenzó a flotar dentro de las bandas en agosto del 2009 por aproximadamente un año. Fue el mejor período de las bandas cambiarias.

7. Críticas injustificadas a la flotación ⁴⁶

Cuando el Central decidió modificar el régimen cambiario para buscar mayor flexibilidad en el sector financiero se dieron a la tarea de estudiar las bandas y también, buscar objeciones a la determinación del precio de la divisa por la libre oferta y demanda. Algunas de ellas y sus contra argumentos se resumen a continuación. Nótese, sin embargo, que las críticas se concentraron más en el período de flotación de hecho de la moneda que cuando el Banco Central intervenía para defender la banda⁴⁷.

Es sintomático el siguiente comunicado de CRECEX, publicado en el periódico Costa Rica Hoy el 31 de octubre del 2009:

“El modelo de bandas cambiarias no ha producido ningún beneficio a la economía en estos tres años. Más bien en una economía pequeña como la nuestra donde pocos actores pueden producir grandes cambios, lo que se ha *aumentado es la incertidumbre económica con el sistema de bandas*. Así justifica el presidente de la Junta Directiva de la Cámara de Comercio Exterior y Representantes de Casas Extranjeras, Enrique Bolaños, su llamado urgente a retornar al sistema de minidevaluaciones.”

Sin embargo, no todos los economistas se mostraron contrarios al nuevo régimen de bandas: En El Financiero del 10 de mayo de 2008 se publica una encuesta entre economistas sobre el régimen de bandas cambiarias. Sus principales hallazgos son los siguientes:

“Como si se tratara de un paciente en un hospital, al sistema de bandas cambiarias hay que darle tiempo para que funcione mejor, aunque sea necesario variar el tratamiento para que la recuperación sea más rápida. Este es el diagnóstico que propone el 54% de los

⁴⁶ Las críticas son al nuevo régimen cambio de bandas, incluyendo la flotación de hecho dentro de las bandas. La Unión de Cámaras y Asociaciones de la Empresa Privada (UCCAEP) ha criticado las bandas. En un comunicado de prensa emitido en la misma fecha en que se produce el alza del dólar, sostuvo que: “*Es urgente mayor claridad en las reglas del juego para evitar que la especulación se convierta en el determinante del tipo de cambio*”. Similarmente, el 29 de mayo del 2011 la presidenta de la República, Laura Chinchilla, reconoció en entrevista en La Nación que el sector agropecuario la presionaba con relación a la política cambiaria.

⁴⁷ En junio de 2010 participé en un debate organizado por Amelia Rueda (Nuestra voz) con banqueros privados quienes criticaron acremente el régimen de las bandas, en particular la flotación dentro de ellas.

economistas que encuestó EF para conocer su opinión sobre el esquema cambiario y la situación económica del país. Por eso, a pesar del vendaval de críticas que han recibido últimamente (principalmente porque no están ayudando al Banco Central a reducir la inflación), la mayoría de los consultados prefirió darle un voto de confianza... un 21% de ellos le lanzó críticas al sistema y buena parte sugirió cambios, entre ellos, mantener constante el piso de la banda. Algunos criticaron que el régimen “no se ajusta a la realidad actual” o fue “mal implementado” y la mayoría pidió ajustes al tipo de cambio de intervención de compra (piso de la banda) que fija el Central. Solo un 18% opina que el sistema es un fracaso, mientras un 62% rechaza de plano que el país deba dolarizarse”.

7.1 Concentración y “especulación” en el mercado cambiario

(Alegoría de la ballena y la olomina)

El mercado cambiario costarricense es muy pequeño –decían- y hay unos pocos participantes demasiado grandes (peces gordos) cuyas operaciones exceden en número y tamaño a las de los demás. Para hacer la comparación más ilustrativa (y despectiva), agregaban que era como tener una ballena compartiendo una piscina con un cardumen de olominas.

En términos más técnicos, el problema era determinar si había demasiada concentración en el mercado cambiario como para descartar dejarlo en libertad y que los precios se fijaran por oferta y demanda de todos los participantes.

¿Cuál era la concentración de la industria en términos concretos? En algunos círculos bancarios, por ejemplo, se acusaba al Banco Nacional de ejercer una influencia indebida en el mercado, particularmente en las oscilaciones diarias (ver más abajo Oscilaciones Vs. Tendencia). “El Nacional gana mucha plata en el mercado cambiario” – aseveraron- a costa de los demás. Después se demostró que no. Simplemente no registró pérdidas de operación como los bancos privados por haber decidido seguir una estrategia más astuta: colonizar su patrimonio (diferencia entre activos y pasivos) para no especular en el mercado cambiario al inicio de las bandas. Yo vi en esa estrategia el consejo astuto del Lic. Luis Carlos Mora, quien había sido mi gerente general en el Banco Central antes de pasar al Banco Nacional. Los privados, en cambio, mantuvieron dolarizado el patrimonio durante largo tiempo e incurrieron en pérdidas de operación (parcialmente mitigadas por el régimen de tributación).

El tema adquirió carácter serio y en alguna oportunidad el Banco Nacional, por intermedio del Subgerente, aclaró por la prensa que esa institución no ganaba ni perdía porque no especulaba en el mercado cambiario y que las ganancias cambiarias registradas se referían a operaciones legítimas como el margen de ganancia entre la compra y venta de divisas (todos los bancos lo hacen) y la tenencia de otros activos.

7.2 Concentración. Eso motivó que en el Banco Central se decidiera efectuar un estudio más técnico para determinar el grado de concentración en el mercado cambiario. El

estudio fue elaborado por la División Económica en abril del 2010⁴⁸. El planteamiento y principales conclusiones se resumen a continuación:

1. No es correcto afirmar que el mercado de divisas esté altamente concentrado en dos instituciones públicas.
2. Para medir el grado de concentración (o desconcentración), el mercado cambiario se subdividió en varios segmentos: minorista y mayorista, público y privado, principales compradores y vendedores.
3. Desde el punto de vista del mercado minorista (compraventas del público en ventanilla), no se identificó ninguna concentración. Al contrario, las ventas en ventanilla constituyen alrededor del 85% del mercado total. Ahí reside el grueso del mercado cambiario; el Monex es un mercado residual.
4. Entre los bancos públicos y privados se reparten el mercado minorista aproximadamente mitad y mitad.
5. Ese grado de concentración coincide con el resultado del índice Herfindahl-Hirschman (1.77; 1,6; 1.46 y 1,41 para el período en estudio. Estos resultados se consideran aceptables.
6. Una mayor concentración se da en el mercado mayorista (MONEX)
7. Para conocer mejor esa concentración, se dividió el mercado en subgrupos en atención a las compras de divisas. Tampoco se registró una alta concentración.
8. La apertura del Monex a muchas personas (2500 en total) permitió disminuir el grado de concentración.

Yo concuerdo con las conclusiones del estudio. No se confirmó la tesis monopolística esgrimida por los adversarios de la liberalización cambiaria. Pero agregaría algo más: la participación de miles de compradores individuales y empresariales y de un número creciente de participantes en el Monex asegura que ninguna entidad ejerce un control monopolístico del mercado cambiario, capaz de manipular el precio. Descartamos, entonces, la especulación como una fuerza escondida en el mercado cambiario. Son otras fuerzas las que determinan los equilibrios diarios (oscilaciones) y las tendencias de mediano y largo plazo. Y esta es otra conclusión relevante. Pero antes de analizar la diferencia entre oscilaciones diarias y tendencias de mediano plazo, agreguemos algo más sobre el papel de los bancos privados en las variaciones del tipo de cambio.

7.3 Arbitraje institucional

¿Se comportaron con igual probidad los bancos e instituciones financieras privadas? A pesar de lo que algunos pudieran pensar, no estoy dispuesto a acusarlos. Bastante sanción les ha dado el mercado.

Llamamos arbitraje institucional a esta sección a falta de un mejor nombre. Otro, quizás, estaría tentado a intitularla especulación de los bancos privados. Pero yo pienso que lo que antes se llamaba especulación (manipulación de un bien para cobrar más caro, o acaparamiento para vender más alto ante la expectativa de alzas posteriores) es, en el

⁴⁸ Mercado Cambiario en CR y pasivos con costo del BC, División Económicas del BCCR, 7 de abril, 2010

mundo moderno, un proceso de arbitraje ocasionado por circunstancias ajenas a los agentes económicos. Éstos simplemente la aprovechan.

El comportamiento racional de la entidad es el siguiente: si alguien (o una entidad) está persuadido de que el dólar va a subir, no vende sus tenencias (y a la inversa). El arbitraje siempre se ha dado y seguirá ocurriendo. Lo mejor, para evitarlo, es eliminar distorsiones y restricciones existentes (por Ej. las bandas o minidevaluaciones) que garantizaban un cierto tipo de cambio) y lograr que los mercados operen de manera eficiente y transparente. A veces, son las mismas regulaciones las que provocan el arbitraje. Pero los banqueros tampoco son tan ingenuos.

En relación con el mercado cambiario, la regulación vigente exige a los bancos y entidades financieras reguladas por la Sugef mantener una determinada posición de moneda extranjera en términos de sus respectivos patrimonios⁴⁹. Esta posición puede ser larga (registrar más dólares que colones) o corta (menos dólares que colones) y no puede exceder un reducido porcentaje. El propósito es evitar que utilicen sus recursos en colones o moneda extranjera para realizar, por cuenta propia, operaciones cambiarias que podrían considerarse “especulativas” o de “arbitraje”, e influir en los niveles del tipo de cambio.

Esta regulación ha sufrido importantes cambios en el pasado reciente, en el sentido de ampliar el porcentaje de posición patrimonial en moneda extranjera. Durante años, los bancos comerciales mantuvieron una posición larga en sus respectivos patrimonios (estaban dolarizados). La razón se encuentra en el régimen de minidevaluaciones y la política cambiaria observada. Quien mantenía dólares (o cualquier otra divisa fuerte), raramente perdía, pues era de esperar que el colón siempre se devaluara.

Como bien dice el estudio realizado en el Banco Central:

“Bajo el esquema de minidevaluaciones, la “alta” predictibilidad del tipo de cambio propiciaba la persistencia de riesgo moral en las decisiones en materia cambiaria de los agentes económicos, constituyendo un estímulo a la dolarización y un elemento importante de inercia inflacionaria”⁵⁰

Según diversas informaciones disponibles en la página Web de la Sugef, los bancos privados y, al menos, el BCR, mantuvieron dolarizados sus patrimonios a lo largo del período de las “minis”. Cuando se abrieron las bandas, algunos se aferraron a la dolarización (posiblemente en base a la expectativa de que el BCCR volvería de nuevo a

⁴⁹ De acuerdo al Art. 4 del Reglamento para las Operaciones de Divisas al Contado, las entidades autorizadas están limitadas a un valor comprendido entre menos y más ciento por ciento ($\pm 100\%$) de su Patrimonio Total. Además, durante cualquier día hábil la variación de su posición no podrá superar el 4%, en uno y otro sentido, del valor del Patrimonio Total. Por posición propia efectiva se entiende la diferencia entre los activos y los pasivos totales en moneda extranjera de la entidad a la fecha, más la posición neta en divisas que asuma por las operaciones de derivados cambiarios (Art. 3).

⁵⁰ Mercado Cambiario en CR y pasivos con costo del BC. División Económica del BCCR. 7 abril, 2010.

las “minis”) pero otros comenzaron a colonizar sus patrimonios. Eso acentuó las ventas de divisas en el mercado cambiario y profundizó la apreciación del colón (y a la inversa cuando se pegó a la banda superior).

Cuando el tipo de cambio comenzó a subir dentro de las bandas, en mayo del 2008 (ver gráfico), algunos retomaron la tendencia a dolarizarse de nuevo y aumentó la demanda de divisas y la devaluación. También, cuando el tipo de cambio comenzó a deslizarse, en agosto del 2009. Aquellos que se aferraron al dólar incurrieron en pérdidas pues, de acuerdo con la normativa de la Sugef y la Dirección de Tributación Directa, estaban en la obligación de reconocer pérdidas de operación por la valoración de sus activos en dólares a precios de mercado. Curiosamente, el BCCR nunca ha considerado inconvenientes estos movimientos ni ha pretendido regularlos más estrechamente; más bien, ha incrementado su margen de acción.

En julio del 2010 yo escribí, en La Nación:

“Los bancos públicos les han ganado la partida a los bancos privados en el manejo cambiario y crediticio...

...

Primero, vino la dolarización del patrimonio: los privados le apostaron al dólar y perdieron; los públicos al colón, y ganaron. Luego, en la colocación de crédito, los privados le fueron de nuevo al dólar y vieron su guardameta caer; los públicos, en cambio, fueron fieles al colón y se anotaron otro tanto. ¿Por qué un marcador tan dispar? La incertidumbre cambiaria y menores tasas de interés inclinaron la afición a deber en colones. Mientras el crédito en moneda extranjera cayó un 6% en la banca privada, en la pública subió un 8% en colones.

...

Al ver el encuentro en diferido salen a relucir las diferencias de estrategia. Los privados siempre mantuvieron una proporción mayor de sus activos en dólares, despreciando al humilde colón. Estaban acostumbrados a un réferi complaciente y no tenían que asumir ningún riesgo cambiario. Todo recaía en el Banco Central. Era fácil meter dinero externo en la cancha, jugar a sus anchas, endeudarse a lo seguro, prestarlo con alta rentabilidad por la devaluación, y obtener pingues ganancias.

... pingues

Nunca creyeron en la moneda nacional. Pero el colón, reivindicado, se templó. Y los golpeó donde más dolía: en el bolsillo. Les faltó agilidad y esa visión prospectiva de la que tanto presumían. Según La Nación, “la baja en el dólar fue uno de los principales factores que explican las menores ganancias o pérdidas de la banca privada en el primer trimestre del año. En conjunto, registró pérdidas por ¢2.600 millones luego de tener ganancias por ¢11.000 millones en el primer trimestre del 2009 (actualizadas a valores del primer trimestre de este año)”.

...

En cambio, los bancos estatales obtuvieron utilidades en ese período, pues mantenían una posición patrimonial neutra; es decir, no apostaron a favor ni en contra del colón. El anterior gerente (a.i) del Banco Nacional lo señaló en un aleccionador artículo: La regla de oro es no especular. Los otros sí lo hicieron. Según el último Informe Mensual

de Inflación del Banco Central (Pág. 47), el tipo de cambio varió, entre otras razones, por los ajustes en las posiciones patrimoniales de algunos bancos. Cuando el tipo de cambio subía, aumentaban su posición (y presionaban el tipo de cambio), y cuando iba a la baja, la bajaban. Me alegro que el staff del Banco lo sacara a relucir.”⁵¹

7.4 ¿Oscilaciones o tendencias?

Oscilaciones. Una de las críticas al nuevo régimen cambiario flexible, expresada durante casi toda su vigencia, es que experimentaba oscilaciones erráticas, perturbadora de la “estabilidad” a la que estábamos acostumbrados. Recordamos haber escuchado varias charlas y leído comentarios tendentes a señalar, con base en gráficos convencionales, que con las bandas el tipo de cambio era muy volátil: mientras que el tipo de cambio en noviembre, 2008 era C560 por 1\$, en agosto, 2009 había subido a C590. Y en mayo del 2010 había vuelto a bajar a bajar a C510 por 1\$. La crítica, sin embargo, es conceptualmente errónea. Está ayuno de análisis.

¿Pueden catalogarse esas variaciones como oscilaciones erráticas o volatilidad? La respuesta es no. Es una visión miope del efecto de variaciones en los fundamentales. Nosotros, por el contrario, hemos sostenido consistentemente que incurrián en el error de ignorar la diferencia entre cambios en la tendencia (de mediano y largo plazo) y oscilaciones de corto plazo, connaturales a todo mercado cambiario. Esto es clave para poder entender qué ha sucedido en el mercado cambiario costarricense.

Quienes han observado con detenimiento los movimientos en las bolsas de valores extranjeras antes y después de la crisis, incluyendo mercados muy libres y “sensibles” a factores externos e internos, como petróleo, oro, trigo, maíz y, desde luego, las variaciones entre las monedas de libre convertibilidad internacional denominadas monedas duras (dólar, euro, yen, libra esterlina, franco suizo) comprenden claramente esta afirmación. En los mercados libres hay oscilaciones diarias pero, también, se marcan tendencias que implican cambios más duraderos en las cotizaciones en respuesta a cambios en los fundamentales. Una economía que crece fortalece su moneda; la que no, no.

Con la crisis, por ejemplo, el Dow Jones cayó 6000 y ahí permaneció durante casi dos años. Esa caída no era una oscilación errática sino un cambio fundamental en las cotizaciones de todas las empresas. Pero eso no implica, desde luego, que el movimiento de descenso era una línea recta con pendiente uniforme. Claro que no. Dentro de la tendencia se daban –y se dan- oscilaciones diarias o semanales que respondían a la dinámica propia de los mercados libres.

Si se deseara evitar las oscilaciones en esos mercados habría que controlar precios (lo cual es prácticamente imposible); si se deseara evitar oscilaciones en un mercado cambiario libre habría que retroceder a un tipo de cambio fijo o semi-fijo, lo cual sería técnicamente incorrecto por todas las razones esgrimidas en este ensayo. Y esta es otra de las conclusiones aquí formuladas: ya no es posible ni conveniente retroceder a un tipo de cambio fijo.

⁵¹ Aclaro que el estilo iconoclasta de la columna no es común en otros escritos del autor.

7.5 Volatilidad.

Entonces, ¿Tenemos que aprender a vivir con una cierta volatilidad cotidiana? La respuesta es sí. Porque los mercados cambiarios libres presentan oscilaciones permanentemente y, a veces, pueden ser muy volátiles en respuesta a cambios –o avisos de cambios, incluyendo rumores y expectativas- en los fundamentales. ¿Deben las autoridades intervenir para evitar la volatilidad? Diay no, sería la respuesta adecuada. Podría resultarles muy costoso.

La volatilidad –insistimos- es connatural a todo mercado cambiario libre y mal haría el Banco Central en tratar de controlarla. La experiencia que han tenido muchos bancos centrales es que tratar de dominar el mercado cambiario resulta muy costoso (a veces, venden barato y, luego, cuando sube el tipo de cambio, sufren cuantiosas pérdidas). El BCCR sufrió pérdidas en mayo y junio del 2008 cuando intervino vendiendo reservas baratas para evitar ajustes que se perfilaban en el mercado cambiario (ver gráfico), pero no tuvo éxito. El tipo de cambio subió conforme lo determinó el mercado (dentro de las bandas el tipo de cambio flotaba libremente).

La volatilidad de nuestro mercado cambiario ha sido evaluada y, también, considerada “normal” por el personal técnico del Banco Central, comparada con la de otros mercados similares. En la Memoria Anual del 2010 se discute el tema con algún detalle:

“El grado de volatilidad que presentó el dólar en el mercado cambiario costarricense en el 2010 fue similar al presentado por otras monedas latinoamericanas y principales divisas internacionales, cuya determinación se da en el esquema de flotación cambiaria. Por ejemplo, en CR la volatilidad promedio fue de 1,24%; en México 0,99%; Colombia 1,04%; Brasil 1,10%; Chile 1,19%; Japón 1,06%.”⁵²

Lo dicho en la Memoria Anual del BCCR encuentra corroboración en otros estudios independientes sobre la volatilidad de los mercados cambiarios en los países en desarrollo. Edwards, entre otros, analiza los mercados cambiarios de varios países y concluye con dos elementos importantes: 1) los análisis de la volatilidad de los tipos de cambio no deben hacerse en términos nominales, pues resultan engañosos. Tampoco, cuando están fijos o intervenidos por las autoridades. Entonces, no es válido comparar la volatilidad de los regímenes fijos o semi-fijos con los libres. El análisis debe hacerse en términos reales; es decir, midiendo las variaciones de los tipos de cambio real. Tiene razón.

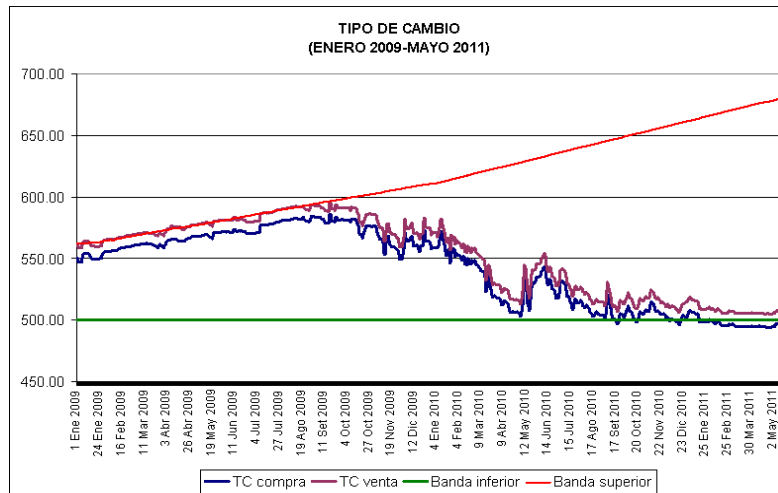
La supuesta menor volatilidad del tipo de cambio nominal esconde un problema mayor: evade el tema central del ajuste necesario para mantener el tipo de cambio real de equilibrio (movimientos que pueden ser necesarios ante cambios en los fundamentales). Además analiza el efecto de los regímenes cambiarios más flexibles cuando los países avanzan a los esquemas de *inflation targets*: “No hay evidencia de que la adopción de

⁵² BCCR Memoria Anual 2010. Pág. 34

inflation targets aumente la volatilidad del tipo de cambio real”⁵³. Más bien, la volatilidad cambiaria disminuye con el esquema de *inflation targets* al disminuir la inflación, pues los diferenciales de inflación es uno de los fundamentales que afecta el tipo de cambio real.

Lo anterior nos permite agregar tres conclusiones adicionales, todas muy importantes:

1. En los mercados cambiarios libres siempre hay –y habrá– un cierto grado de volatilidad. Pero, en el caso del mercado cambiario costarricense, esa volatilidad puede ser considerada “normal”, en el sentido de ser semejante a la que se observa en otros mercados cambiarios. Y es algo con lo que debemos aprender a vivir.
2. En Costa Rica no hemos tenido en el último año un problema de volatilidad sino, más bien, un problema del nivel del tipo de cambio real, relativamente más bajo que el prevaleciente en períodos anteriores. Eso se aprecia claramente en el siguiente gráfico, donde se nota que en los últimos 12 meses las variaciones han sido moderadas (en parte, desde luego, por la cercanía de la banda de intervención; pero, aún así, en lo periodos de no intervención las variaciones fueron menores). Y en los últimos tres meses el BCCR prácticamente no ha intervenido. Eso desmiente la existencia de un problema intrínseco de volatilidad en el régimen cambiario.



Fuente: elaborado por Interbolsa con datos del BCCR

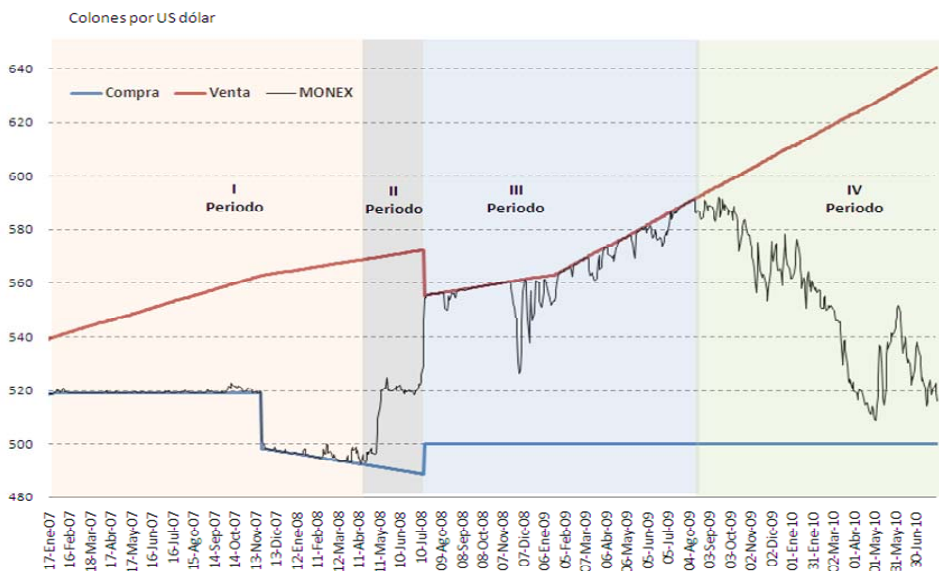
3. El arbitraje más preocupante puede originarse por decisiones o indecisiones equivocadas del BCCR como, por ejemplo, sostener la banda inferior en un monto fijo.

7.6 Tendencias. Los cambios de tendencia ocurren en respuesta a cambios en los fundamentales (entorno interno y externo), tal y como se ha argumentado anteriormente.

⁵³Sebastian Edwards: The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited. University of California in LA. Monetary Policy under Inflation Targeting, edited by Frederic Mishkin and Klaus Schmidt-Hebbel, Santiago, Chile. © 2007 Central Bank of Chile.

En cambio, las variaciones diarias o semanales o, incluso, observadas en ciertos períodos asociados con la estacionalidad del mercado cambiario (como pago de impuestos o salarios) responden a variaciones que podríamos denominar “normales” en las fuerzas de oferta y demanda de divisas. Dije en alguna oportunidad que todo mercado libre permite oscilaciones diarias, incluso dentro del día, pues es prácticamente imposible que en todo momento se equilibren las fuerzas de oferta y demanda.

La tesis esgrimida en este trabajo es que la apreciación de la moneda nacional al inicio de las bandas (2006-07), seguida por una depreciación pronunciada en 2008-09, y de vuelta a otra apreciación más pronunciada en el 2010-11 responde a variaciones en el TCER, principalmente asociadas con variaciones en las entradas de capital, que son parte de los fundamentales. La dificultad para el BCCR, obviamente, es saber cuándo se está en presencia de una oscilación o un cambio de tendencia.



Nosotros hemos identificado varios períodos en las cotizaciones dentro del mercado cambiario en los últimos años, asociados con cambios en los fundamentales. El Banco Central identifica cuatro períodos distintos. Mi propia interpretación es la siguiente: El primero se inició con la entrada en vigencia de las bandas (en realidad, se inició antes, pues las entradas de capital provocaron menores devaluaciones y acumulación de reservas en el BCCR) y duró hasta abril del 2008. Se caracterizó por exceso de divisas (entradas de capital y otras ofertas de tenedores locales, incluyendo los bancos) y una tendencia descendente (apreciación de la moneda nacional) aunque disimulada por la intervención oficial hasta noviembre del 2007, incluyendo el período cuando se amplió la banda inferior (ver gráfico).

El segundo período –el más corto de todos- se inició en abril del 2008 y duró apenas dos meses y medio, hasta julio de ese mismo año. Coincide con el incremento abrupto de los términos de intercambio (el petróleo alcanzó \$147 por barril en julio) y el

inicio de la crisis económica internacional, que cambió las expectativas. El tipo de cambio pasó de C500 a C550 por dólar. Pero si se consideran las causas mencionadas detrás de esos ajustes se concluye que en vez de volatilidad lo ocurrido se explica por variaciones en el tipo de cambio de equilibrio, aunque el período en cuestión fuera relativamente corto.

El tercer período responde a causas similares al anterior, pero con mayores altibajos. La reducción de entradas de capital provocada por la crisis (bien documentada por el FMI) hizo que el mercado cambiario fuera deficitario, a pesar de la abrupta reducción de las importaciones.

El cuarto período se extiende desde octubre del 2009 a la fecha, y se caracteriza por la reanudación de las entradas de capital y menores importaciones motivados, en parte, por la reducción en las tasas de interés en el mercado internacional, la caída en las bolsas de valores en los mercados desarrollados, la percepción que los países en desarrollo habían resistido mejor la crisis y, desde luego, las mejores oportunidades de inversión en nuestros países, incluyendo diferenciales de tasas de interés.

Esa última etapa se caracteriza por una marcada apreciación de la moneda nacional y prevalece hasta nuestros días. Eso nos permite avanzar otra conclusión fundamental: la apreciación de la moneda (caída del tipo de cambio) no está marcada por el régimen cambiario de bandas ni por la flotación (de hecho) ocurrida en buena parte del cuarto periodo. Se hubiera dado con cualquier régimen cambiario. Tampoco tiene que ver con la supuesta volatilidad ni especulación. Por el contrario, el régimen flexible permitió los acomodos que surgían de variaciones de la oferta y demanda de divisas en el período en que operó libremente dentro de las bandas⁵⁴.

La apreciación se atribuye a cambios en los fundamentales, particularmente las renovadas entradas de capital. Condenar el sistema de flexibilidad cambiaria por estas razones equivaldría a “matar el mensajero”. Según el Banco Central, podrían perdurar algunos años debido a las bajas tasas de interés en EE.UU. La pregunta es qué hacer con ellas. A eso nos dedicaremos posteriormente. Pero, antes, volvamos sobre un tema que antes habíamos analizado desde el punto de vista conceptual: el tipo de cambio real de equilibrio, que está en el corazón del problema cambiario. Veamos si el tipo de cambio actual es de equilibrio como para ameritar que el Banco Central continúe defendiéndolo.

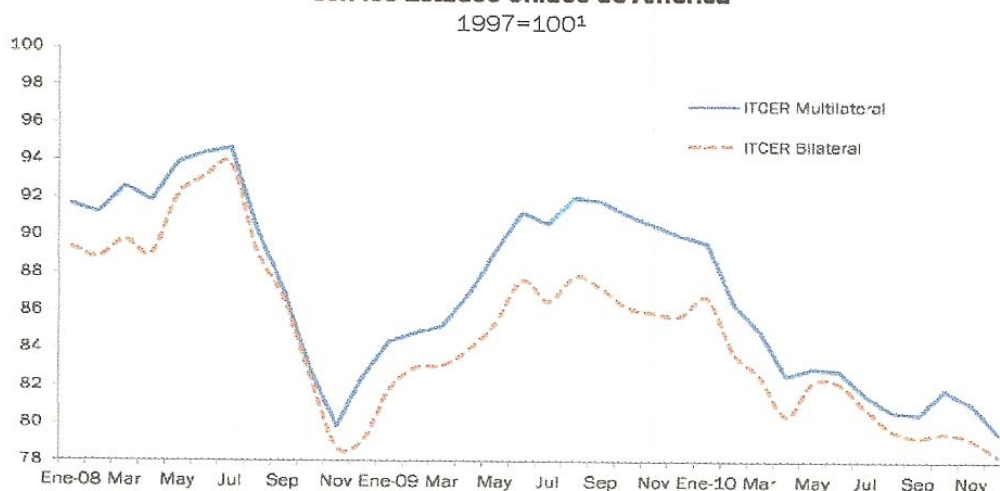
7.6 ITCER y TCRE Actual

El Banco Central efectúa diferentes cálculos cambiarios: tipo de cambio efectivo real multilateral y tipo de cambio efectivo real frente al dólar de USA. En el 2010, calcula que el ITCER multilateral varió un 13,2% y el bilateral un 9,5%. La apreciación de otras monedas frente al dólar afectó esta última.⁵⁵

⁵⁴ Don Eduardo Lizano hace la siguiente observación: el régimen cambiario sí podría hacer una diferencia en la apreciación de la moneda si las estimula o desestimula. Por ejemplo, una flotación, al introducir un elemento de incertidumbre podría desestimularlas, mientras que las bandas podrían estimularlas.

⁵⁵BCCR Memoria Anual 2010. Pág. 35

Gráfico 20. Índice de tipo de cambio efectivo real multilateral y bilateral con los Estados Unidos de América



¹Un aumento (disminución) del Índice significa depreciación (apreciación) real de la moneda nacional.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¿Significa lo anterior que el tipo de cambio nominal refleja actualmente el tipo de cambio real de equilibrio? Más importante aún: ¿Está al banda inferior (C500 por 1\$) alineada con el tipo de cambio real?

La respuesta a ambas preguntas es difícil de precisar. Podría afirmarse que no. O, al menos, no necesariamente. Recuérdese que el ITCER es una aproximación de escritorio del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE), no necesariamente coincidente con la realidad. Para saber más precisamente sobre el nivel de equilibrio habría que dejar la moneda flotar, pues en la actualidad las cotizaciones están pegadas a la banda inferior. Recuérdese también que las entradas de capital forman parte de los fundamentales del tipo de cambio real de equilibrio.

Pero tampoco se puede afirmar con certeza que si el colón flotara libremente el tipo de cambio necesariamente bajaría y se quedaría ahí deprimido. Hay dos razones para ello: la primera es que en el Informe anual de la Economía Costarricense del 2010 la misión del Fondo Monetario Internacional (FMI) discutió extensamente con las autoridades costarricenses el nivel del tipo de cambio y llegó a la conclusión de que las cotizaciones actuales no estaban desalineadas con los “fundamentales”. Dijo el Fondo:

*“There was agreement that the Exchange rate continues to be consistent with Fundamentals. Although updated estimate of misalignment obtained from standard methodologies suggests an overvaluation (compared to a near balance reported during the last Art. IV consultation, the estimates remain within the margin of error”.*⁵⁶

⁵⁶ IMF. Staff Report for the 2010 Art. IV Consultation with CR, Pág. 9.

Encontrar el tipo de cambio real de equilibrio es una empresa difícil, escurridiza (por decir lo menos). Conceptualmente existe, pero rara vez se deja ver a la luz del día. Además, varía conforme cambian los fundamentales, según se indicó anteriormente. Encontrar el tipo de cambio real, y mantenerlo, es algo recurrente en toda política cambiaria establecida bajo cualquier régimen cambiario.

El Banco Central no ha hecho nunca pública su visión del tipo de cambio real de equilibrio. Tampoco lo menciona expresa ni implícitamente en la programación macroeconómica semestral. Se ha limitado a publicar la evolución del índice de tipo de cambio real efectivo (ITCER), que no es lo mismo. Evidentemente, existe la inquietud de saber por dónde anda el tipo de cambio real.

Un interesante estudio elaborado por Carlos Torres de la División Económica del BCCR, intitulado: Tipo de Cambio Real de Equilibrio para CR: enfoque BEER⁵⁷, analiza cómo se determina el tipo de cambio real de equilibrio y recuenta cómo, en su opinión, ha evolucionado durante el período 1991-2009. Se basa en el enfoque denominado de comportamiento del tipo real (*behavioral*).

Distingue entre tipo de cambio real de corto plazo y tipos de cambio de mediano y largo plazo. En el contexto de las entradas de capital la importancia, desde luego, recae en el tipo de cambio real de mediano y largo plazo. ¿Por qué razón? Torres lo explica muy bien: “*es conveniente tener una idea de cuál es el posible valor de equilibrio del tipo de cambio real, tanto a corto como a mediano plazo, para evitar las consecuencias de un tipo de cambio real prolongadamente desalineado que provoque presiones en los sectores real y externo y una eventual crisis de balanza de pagos que requiera mayores ajustes*”⁵⁸

Yo agregaría que es esencial saber cuál es ese tipo de cambio real que todos buscan afanosamente para saber si el BCCR está actuando bien al sostener la banda inferior en C500 por 1\$. Este punto es clave.

Torres nos da en la torre al señalar que el tipo de cambio real de equilibrio responde a tres tipos de factores: los “fundamentales” y los transitorios que influyen el tipo de corto plazo, y los choque aleatorios que también ocurren a corto plazo. A su vez, define el tipo de cambio real de equilibrio de mediano plazo como “**el que predomina cuando la economía alcanza su equilibrio interno y externo**”⁵⁹ Como se puede apreciar, varias fuerzas, algunas cambiantes y, quizás, contradictorias, influyen en el tipo de cambio.

El tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo es aquel que se alcanza cuando “los fundamentales están en sus valores de estado estacionario; la economía también llega a su estado estacionario (equilibrio macro), no teniendo tendencia endógena a cambiar”⁶⁰

⁵⁷ Carlos Torres. Tipo de Cambio Real de Equilibrio para CR: enfoque BEER⁵⁷. BCCR. 2009

⁵⁸ Carlos Torres, Op. Cit, Pág. 2

⁵⁹ Torres, OP. Cit. Pág. 3

⁶⁰ Carlos Torres, Op. cit. Pág. 4

Posteriormente agrega que el equilibrio macroeconómico se compone del equilibrio interno y externo. El interno se logra cuando el producto efectivo iguala su potencial; es decir, la brecha del producto es nula (no hay desocupación de la capacidad instalada), por lo que no hay tendencias inflacionarias ni deflacionarias. El equilibrio externo se da cuando la cuenta corriente de la balanza de pagos se financia con entradas de capital de largo plazo sostenibles.⁶¹

De lo anterior se desprende que la búsqueda del tipo de cambio real de equilibrio es una empresa constante, en el sentido de que los factores fundamentales pueden cambiar y, también, pueden presentarse choques externos de corto plazo que influyen en el tipo de cambio de equilibrio de corto plazo. A largo plazo, la historia es menos cambiante, pero no significa que el tipo de cambio está escrito en piedra. Si se pierde el equilibrio macroeconómico (por un incremento en el gasto público o una política monetaria expansiva), entonces el tipo de cambio de equilibrio no sólo puede variar, sino que debe variar. Los empresarios deberían saber que no existe un tipo de cambio real de equilibrio único y estable para siempre. Y esa es otra conclusión importante.

Torres considera en su modelo cuatro variables fundamentales para determinar el tipo de cambio real de equilibrio: a) el flujo de capitales de largo plazo; b) productividad media del trabajador en el sector transable y no transable; c) términos de intercambio; y d) absorción (gasto) fiscal.

La explicación de cómo influyen en el tipo de cambio real es más o menos estándar. a) Las entradas de capital de largo plazo (inversión directa) permiten aumentar el gasto en bienes transables y no transables, lo cual presiona especialmente a estos últimos (inflación) y, como consecuencia, lleva a la apreciación real de la moneda nacional (baja el tipo de cambio real de equilibrio). Así ha sido considerado por otros autores, como Sebastian Edwards, ya mencionado. La pregunta es si, en el período post crisis caracterizado por entradas de capital de todo tipo por un período de tiempo prolongado, todos los capitales externos, incluyendo los de portafolio, deberían ser considerados como parte integrante de los fundamentales del tipo de cambio real de equilibrio. Puesto de otra forma: si las autoridades nacionales deberían intervenir en el mercado cambiario (bandas; controles de capital) o dejar que el tipo de cambio real se determine por esos cambios en los “fundamentales”.

b) Los cambios en la productividad relativa del trabajo en los sectores transable y no transable se asocian a los cambios en los salarios. Un aumento en la productividad del trabajo hace que el tipo de cambio real de equilibrio baje. ¿Cómo? Permite aumentar el gasto en los sectores no transables (inflación), con lo que baja el tipo de cambio real.

c) Una mejora en los términos de intercambio permite, igualmente, un mayor gasto en otros bienes no transables, por lo que sube su demanda y aumentan los precios. Baja, por tanto, el tipo de cambio real. Actualmente, los términos de intercambio se han

⁶¹Eso implica, a mi juicio, que se puede gastar un poco más de lo que se genera, sin comprometer el tipo de cambio real de equilibrio. El punto a determinar es si ese mayor nivel de gasto lo debería hacer el Gobierno o el sector privado. En la actualidad, es el Gobierno el que está aprovechando las entradas de capital para financiar su gasto a bajas tasas de interés.

vuelto a deteriorar por el incremento en los precios del petróleo y de otras materias primas, incluyendo alimentos importados.

c) Finalmente, está la absorción del Gobierno. Si aumenta el gasto, aumenta la demanda sobre bienes no transables y, de nuevo, aumenta la inflación y baja el tipo de cambio real. Este factor es fundamental en la situación actual (junio, 2011) en que se ha incrementado la absorción del gasto público hasta rondar el 6% del PIB. La inflación se ha incrementado con respecto a la observada en 2009, que fue inferior al 5% y, como consecuencia, ha bajado el tipo de cambio real de equilibrio. Para que volviera a subir se requeriría un ajuste fiscal importante, tal y como han sugerido organismos internacionales como el FMI. Un ajuste fiscal haría disminuir la inflación y elevar el tipo de cambio real de equilibrio. También mejoraría la rentabilidad de los exportadores, pues sus costos internos se incrementarían menos. Y esa es otra conclusión.

7.7 Nuevo estudio del BCCR

Si bien, Torres no actualizó su estudio (llega hasta 2009), la División Económica del BCCR sí lo hizo. El 31 de mayo del 2011 colgó en su Página Web un pormenorizado análisis de las razones que explican la caída del tipo de cambio en el mercado cambiario. En él se detallan las razones de la apreciación de la moneda nacional.⁶²

La conclusión más importante del estudio, a mi juicio, es desnudar los argumentos esgrimidos por los críticos de la liberalización del mercado cambiario. El tipo de cambio cayó durante este período por una serie de razones ajenas al régimen cambiario en sí. Dice así: “Como continuación de esos esfuerzos se presenta un estudio que identifica algunos determinantes de la evolución del tipo de cambio y la mayor disponibilidad relativa de divisas en el mercado cambiario nacional y de la correspondiente apreciación del colón costarricense en los años más recientes, procurando identificar los factores que podrían explicar este comportamiento”⁶³. Esas razones se resumen a continuación

1. La mayor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario costarricense se explica por factores estructurales y financieros de larga duración:

2. Hubo una corrección en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, no solamente por la reducción del desbalance comercial de bienes, sino también por el desempeño de la cuenta de servicios.

ii. El requerimiento neto de divisas asociado a los flujos de comercio ha disminuido aun cuando se ha incrementado el desbalance comercial.

iii. Los flujos de inversión extranjera directa mantienen el dinamismo y continúan financiando el desequilibrio en la cuenta corriente.

iv. Se identifica un patrón estacional en los flujos de divisas en el mercado cambiario (diario, semanal y mensual) asociado, en buena medida, al comportamiento de la actividad económica.

⁶² Evolución del mercado cambiario y del tipo de cambio en el período enero 2007-abril 2011. Op. Cit.

⁶³ Evolución del mercado cambiario y del tipo de cambio en el período enero 2007-abril 2011. Pág. 1

2. coyunturales. Por otra parte, se identifican fuentes de divisas cuya naturaleza no debe catalogarse como “estructural”, pero cuya “transitoriedad” puede tomar varios años, en el tanto su reversión depende, entre otros, de un cambio en las políticas expansivas en economías desarrolladas y en el caso interno, de la corrección del desequilibrio fiscal y los cambios en las expectativas de los agentes económicos sobre los macroprecios. Estos factores son:

3. El proceso de desdolarización financiera asociado en parte al incremento en el premio por ahorrar en moneda nacional, la mayor disponibilidad de liquidez internacional, la estabilidad reciente de la inflación local y la internalización del riesgo cambiario.

ii. El retorno de los flujos de capital identificados como de corto plazo en la balanza de pagos (créditos comerciales, endeudamiento de intermediarios financieros e inversión de cartera), cuyo comportamiento está asociado al desempeño de la actividad económica.

iii. El mayor acceso a financiamiento externo por parte del sector público.

iv. Los fundamentales del tipo de cambio real validan la apreciación que ha mostrado el colón. No hay señales de que los principales factores explicativos reviertan ese comportamiento a corto plazo, por ejemplo el gasto del Gobierno.

4. **Financieros.** Finalmente, conviene destacar que los elementos que inciden en el comportamiento del mercado cambiario y del tipo de cambio analizados obedecen tanto a factores reales como financieros en la economía nacional. Asimismo, éstos involucran operaciones cambiarias realizadas por agentes residentes de la economía con el exterior y con instituciones e intermediarios locales, lo que dificulta la clasificación de estos flujos en “permanentes” y “transitorios”, aunque en el caso de las tasas de interés internacionales si bien no es plausible suponer valores nominales excepcionalmente bajos (tasas reales negativas) como una situación permanente, especialistas en la materia reconocen que una reversión de este comportamiento puede tomar algunos años⁶⁴.

Por otra parte, en la Memoria Anual del BCCR correspondiente al 2010 se notan claramente dos de los factores que explican la apreciación del colón: entradas de capital público y privado.

Según esa fuente y el Programa Macroeconómico 2011-12), todas las entradas de capital se incrementaron en 2010 frente a las registradas en 2009. En ellas se incluyen también las entradas directas de capital, que alcanzaron \$1413 millones (ver cuadro), y el endeudamiento público neto (\$477 millones). Y en los años 2011 y 2012 se estima que las entradas de capital privado aumentarán (\$2.077 y \$2.144 respectivamente). Y aunque en el Programa Macroeconómico para 2011-12 no se hace la separación entre inversión directa y “resto de capital privado” (como sí se hace en la Memoria Anual 2010, donde se nota que el porcentaje de ese capital privado distinto de la inversión directa fue muy reducido en 2010), es de presumir que la inversión directa seguiría prevaleciendo sobre otras entradas de capital.

⁶⁴ Evolución del mercado cambiario y del tipo de cambio en el período enero 2007-abril 2011. Op cit. Pág. 13.

Pero no podemos descartar que continúe entrando capital privado de corto plazo. Y, de nuevo, surge la pregunta redundante: es necesario introducir controles de capital o, antes, deben ensayarse otras medidas de política económica.

Cuadro 10. Balanza de Pagos
-millones de dólares-

	2009	2010 ¹
I Cuenta corriente	-576	-1.299
A. Bienes	-2.511	-4.146
Exportaciones FOB	8.838	9.375
Importaciones CIF	-11.350	-13.521
B. Servicios	2.660	3.206
Transportes	169	161
Viajes	1.447	1.626
Otros Servicios	1.044	1.418
C. Renta	-1.084	-717
Intereses deuda pública externa	-182	-182
Otra renta	-902	-536
D. Transferencias Corrientes	359	359
Gobierno General	24	13
Otros sectores	335	346
II Cuenta de capital y financiera	836	1.860
A. Cuenta de Capital	58	59
B. Cuenta Financiera	778	1.801
Sector público	302	477
Desembolsos	596	776
Amortizaciones	-503	-273
Otros	209	-26
Sector Privado	476	1.323
Inversión directa	1.347	1.413
Resto de capital privado ²	-870	-89
III Activos de reserva³	-260	-561
(- aumento, + disminución)		
Cifras con relación al PIB		
PIB (millones de dólares)	29241,1	35789,4
Cuenta corriente	-2,0%	-3,6%
Cuenta comercial	-8,6%	-11,6%
Balance de Servicios	9,1%	9,0%
Balance de renta	-3,7%	-2,0%
Transferencias	1,2%	1,0%
Capital privado	1,6%	3,7%
Inversión directa	4,6%	3,9%
Resto de capital privado	-3,0%	-0,2%

¹ Cifras preliminares.

² Incluye errores y omisiones y capital no determinado.

³ Excluye variaciones cambiarias.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

7.8 ¿Perjuicio para los exportadores?

Otro argumento esgrimido en contra de la flexibilidad cambiaria y de las bandas en general es que ha consentido la apreciación de la moneda antes mencionada (entre 13% y

20% en el último año) y, como consecuencia, se ha producido un perjuicio a los exportadores de bienes y servicios que, supuestamente, se han vuelto menos competitivos. El argumento convencional en la literatura económica es que el tipo de cambio real se mide por la relación de los precios de los bienes transables frente a los no transables. Las entradas de capital reducen el tipo de cambio real, pues abarata los bienes importados en términos relativos frente a los no transables, suben los salarios reales (los trabajadores pueden comprar más bienes localmente producidos al tener que pagar menos por bienes importados), y sube la inflación. El mayor costo de los insumos, incluyendo salarios, afecta la competitividad.

La pregunta, sin embargo, es si en Costa Rica se ha cuantificado el perjuicio. La respuesta es no. Fuera de cuantificar la apreciación del ITCER y constatar el incremento de los costos internos (inflación), no se han cuantificado sus efectos. El Banco Central tampoco lo ha hecho. El argumento es que, dada la situación de los exportadores costarricenses en el mercado internacional por su limitado volumen y la mayor competencia (“*price takers*” o tomadores de precios) no pueden trasladar a sus clientes costos mayores (si es que el nuevo tipo de cambio puede considerarse un costo).⁶⁵

El perjuicio podría referirse a las utilidades o el volumen de exportaciones. Sobre si el nuevo tipo de cambio ha afectado las utilidades, no tenemos información real ni tributaria de la situación. Los exportadores tampoco la han revelado. Pero sí han reclamado vehementemente acciones de parte del gobierno y el Banco Central a su favor.⁶⁶ Y sobre el volumen de exportaciones, la situación no refleja un grave perjuicio. De 2006 a la fecha las exportaciones han crecido un 6%, aún bajo el período de la recesión internacional que afectó las exportaciones en casi todos los países, independientemente de los regímenes cambiarios. Los importadores tampoco han trasladado la totalidad de la reducción del tipo de cambio a los precios de venta a los consumidores según referencias de investigadores del informe Estado de la Nación dadas al periódico La Nación, por lo que, teóricamente, no se han afectado mucho los precios relativos de los transables frente a los no transables. Y, supuestamente, los salarios reales tampoco han subido en las mismas proporciones.

Dicho lo anterior, corresponde al BCCR demostrar los perjuicios de la apreciación de la moneda (tampoco ha cuantificado los perjuicios de la inflación) para justificar su

⁶⁵ En el estudio del FMI intitulado *The impact of capital and foreign exchange flows to developing countries (WP/10/154)*, de julio del 2010, los autores asumen, al igual que otros, que el tipo de cambio real es uno de los factores que determinan la competitividad. Pero admiten que hay otros factores que podrían compensar la apreciación de la moneda. En concreto, dicen que “si la competitividad relativa aumenta, podría compensar la apreciación del tipo del cambio”.

⁶⁶ El 27 de mayo de 2011 CADEXO declaró a *La Nación*: “Tenemos claro que el Banco Central ha hecho una buena tarea en controlar la inflación. No estamos pidiendo regresar a las minidevaluaciones, eso sería irresponsable. Pero el Gobierno puede tomar acciones para proteger al sector exportador, principalmente al componente agrícola”, dijo Mónica Araya, presidenta de Cadexco”. Pidieron dolarización de servicios públicos y coberturas cambiarias subsidiadas, entre otras cosas.

intervención en el mercado cambiario. Además, debe cuantificarse también el impacto de los cambios en la productividad efectuados durante ese período para evaluar si amerita la intervención en el mercado cambiario junto a la expansión de la liquidez asociada con la intervención. Toda traslación de recursos de un sector a otro por decisiones oficiales debería ser debidamente justificada.

5.9 Intervención en el mercado cambiario

Algunos piensan, equivocadamente, que el problema se podría solucionar modificando el régimen cambiario. Volver a las “minis” es la quimera acariciada por algunos, y que el Banco Central debía “apechugar” con las pérdidas. Nada más equivocado. En primer lugar, las entradas de capital nada tienen que ver con el régimen cambiario (igual entrarían con minidevaluaciones o tipo de cambio fijo) y, en teoría, el Banco Central, como institución pública, no sería quien técnicamente recibiera las pérdidas, sino los costarricenses mediante la inflación. Si el BC interviene directamente comprando divisas (emitiendo colones y aumentando la masa monetaria), eventualmente aumentaría la inflación. Se trasladaría el costo del ajuste de los exportadores de bienes y servicios (incluyendo turismo) a los consumidores (incluyendo asalariados).

Aunque el Banco Central no siempre cumple al pie de la letra sus decisiones o declaraciones de política económica, ha dicho en reiteradas oportunidades que no está en condiciones de intervenir en el mercado cambiario debido a las pérdidas acumuladas y los efectos en la inflación. Y, sin embargo, lo ha hecho.

7.10 Carga de la prueba.

En relación con la posible intervención del Banco Central en el mercado cambiario para evitar una mayor apreciación de la moneda nacional, las principales cuestiones son estas: ¿En qué nivel debería el Banco Central intervenir? ¿Cómo determinar que el nivel de la banda inferior, fijado hace casi cinco años, es un buen nivel para intervenir? ¿Ha variado el tipo de cambio real de equilibrio por variaciones en los fundamentales? ¿Por qué se justifica la intervención en ese nivel y no en otro? ¿Cuáles son los perjuicios para los exportadores y/o para el país en general si se aprecia más (o menos) la moneda nacional? ¿Si en todos los países en desarrollo con quienes competimos se están apreciando las monedas (según informes del FMI) ¿por qué se va a afectar nuestra competitividad?

Las respuestas a estas preguntas corresponden al Banco Central y no las ha proporcionado. Para justificar la intervención (y trasladar el costo del ajuste a otros sectores) el BCCR tiene la carga de la prueba. La transparencia en las políticas económicas así lo exige.

7.11 ¿Puede el BCCR legalmente intervenir dentro de las bandas?

Existe una gran duda sobre la extensión de las potestades de intervención concedidas al Banco Central en el mercado cambiario. Por un lado, el artículo 28 inciso a) ii) de la LOBC le permite establecer un tipo de cambio en el que “*la determinación del tipo de*

cambio corresponda al mercado. En este caso, con intervención del Banco Central o sin ella". Pero no aclara cómo ni cuánto puede intervenir, ni bajo qué circunstancias, y si debe siempre respetarse el mercado, como pareciera desprenderse de la ley. Se requiere, entonces, hacer un ejercicio de interpretación y buscar más claridad en otras normas cambiarias complementarias, también establecidas en la LOBC.

Una de ellas es la establecida en el Art. 87: *"El Banco Central podrá comprar divisas en el mercado para evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio y para llenar sus propias necesidades"*. Una posible interpretación es que toda intervención debe restringirse a aquella que pretenda "evitar las fluctuaciones violentas del tipo de cambio" pero no aquellas que marquen una tendencia cambiaria, ni las que traten de evitar que el tipo de cambio sea de equilibrio. La lógica económica exige interpretarlo así. Además, se debe presumir que la determinación de las bandas establece parámetros dentro de los cuales el Banco Central no intervendría, porque precisamente esa fue su intención (si no, no tendría ningún sentido la banda).

De acuerdo con esta interpretación, no debería intervenir dentro de las bandas. Más aún, si se estira un poco esa interpretación, tampoco podría fijar artificialmente el piso de una banda por el peligro de evitar encontrar el tipo de cambio real de equilibrio, y la ley sólo le permite intervenir para evitar las oscilaciones. Nótese, además, que las oscilaciones deben ser "violentas" para justificar la intervención; es decir, oscilaciones "normales" no deberían provocar ninguna acción.

Legalmente sí se podría justificar la recomposición de divisas como una compra para sus propias necesidades (\$600 millones adicionales de divisas autorizados por la Junta Directiva, como se indica posteriormente, pero siempre y cuando se justifique debidamente su necesidad, aspecto no ha hecho adecuadamente).

7.12 Coberturas cambiarias

El nuevo régimen les trasladó el riesgo cambiario a los particulares. Eso, desde luego, fue resentido por el sector privado, acostumbrado a la certeza que le confería el sistema anterior de minidevaluaciones, aunado a la asunción del riesgo cambiario por el Banco Central. A nadie le gusta asumir riesgos si puede trasladárselos al Estado. Eso explica por qué una de las principales críticas formuladas por el sector privado al funcionamiento del nuevo régimen cambiario es el escaso desarrollo de las coberturas cambiarias. Ese sector estaba acostumbrado a la certeza jurídica y económica que le brindaba el Banco Central. Pero, viéndolo bien, eso no es una deficiencia del régimen en sí, sino de los participantes. Al Estado ya no le corresponde asumir más los riesgos cambiarios.

¿Por qué no se han desarrollado y difundido adecuadamente las coberturas cambiarias en el sector privado? La respuesta, a mi juicio, tiene dos vertientes: la primera y, quizás, la más importante es porque el Banco Central nunca ha declarado su intención de dejar flotar libremente el colón, y la gente no considera necesario las coberturas. Y tampoco hay clara certeza de que no se adoptará un régimen similar a las minidevaluaciones o una flotación con alta intervención estatal donde, en el fondo, éste

asuma el riesgo cambiario. Si el Banco Central declarara su intención firme de flotar la moneda, el sector privado se encargaría de expandir las coberturas existentes y crear nuevas coberturas, conforme se vayan necesitando.

La otra razón explicativa es el insuficiente desarrollo del mercado financiero. Tal y como expuso recientemente Danilo Montero, Exsuperintendente General de Valores, en un artículo publicado en El Financiero:

“Tanto empresarios como analistas siguen insistiendo en la urgencia de las coberturas cambiarias en Costa Rica. Y su clamor, sin duda, es justificado. La mala noticia es que no podemos crear mercados derivados donde no tenemos mercados de contado... Una cobertura cambiaria es algún tipo de contrato cuyo precio se deriva, entre otras cosas, del precio de la divisa, de las tasas de interés y de las expectativas que tengan los agentes económicos sobre la marcha de la actividad productiva... se requiere que sus precios se generen en mercados profundos o líquidos, como resultado de la oferta y la demanda, sin manipulaciones de grandes compradores o vendedores, con la mejor y más completa información a bajo costo. Si, y solo si, mercados como tales existen, podrán generarse mercados derivados. De lo contrario, quienes adquieran contratos de coberturas estarán jugando una peligrosa ruleta”. Y citando al Superintendente general de Colombia, agrega que “la ruta para el desarrollo de los mercados financieros ya es conocida: primero un buen mercado de deuda pública; segundo, un buen mercado de deuda corporativa o privada. Tercero, un mercado de capitales o acciones. Y cuarto, un mercado de derivados. No hay milagros. Y la verdad es que no hemos siquiera completado la primera etapa”.⁶⁷

En el contexto de lo planteado por don Danilo Montero es convenientes resaltar lo que ha sucedido en Chile. Primero, se ha mantenido un régimen cambiario de libre flotación; y, segundo, por flotar la moneda, precisamente, el sector privado ha desarrollado mecanismos de protección (derivadas) para permitir a los empresarios protegerse de las variaciones cambiarias, tal y como reconoce el Banco Central de Chile:

“En la última década Chile ha experimentado un creciente nivel de integración financiera con los mercados internacionales... Esta integración, en un contexto de libre flotación cambiaria, ha generado que los agentes económicos se encuentren expuestos al riesgo de tipo de cambio, lo que ha traído consigo un crecimiento constante del mercado chileno de derivados de monedas, respaldando así lo dicho por el Presidente del Banco Central de Chile, en su presentación al Senado de la República: “El desarrollo de un mercado de coberturas de la paridad es positivo pues permite a muchas empresas protegerse de las fluctuaciones del tipo de cambio. Por medio de estas operaciones, las empresas pueden ir fijando niveles de tipo de cambio para sus flujos futuros y así limitar la incertidumbre y la volatilidad de esperar hasta el pago de la transacción real, dedicándose así a su negocio principal.”⁶⁸

⁶⁷ Danilo Montero, El Financiero, Edición No. 817 mayo 2011

⁶⁸ **ESTUDIOS ECONÓMICOS** BANCO CENTRAL DE CHILE. El mercado cambiario chileno en el período 1998-2008 Paulina Rodríguez José Miguel Villena N.º 75 - Marzo 2009 Pág. 4

7.13 Incremento de reservas

A pesar de la retórica favor de la no intervención en el mercado cambiario dentro de las bandas, la Junta Directiva adoptó una resolución para incrementar el saldo de las reservas monetarias internacionales (RIN) por un monto de \$600 millones en un período de 12 meses. Justificó la decisión en la supuesta necesidad de equiparar las reservas a lo establecido por otros bancos centrales. A mí me pareció que era una excusa –un banco central no necesita incrementar sus reservas en períodos de plena abundancia de dólares en el mercado ni, tampoco, necesita hacerlo con un régimen cambiario flexible- y que, en el fondo, lo que deseaba era intervenir dentro de las bandas sin decirlo abiertamente, pues se había comprometido a no hacerlo. Hubiera sido más transparente aprovechar la oportunidad para modificar el régimen cambiario y avanzar a la flotación administrada. Esta última permite grados de intervención en el mercado, siempre y cuando se sepan justificar adecuadamente.

Tanto en la prensa como en los corrillos del mercado financiero costarricense quedó flotando la impresión de que el incremento programado de reservas monetarias internacionales era en realidad una excusa para intervenir dentro de las bandas y lograr un cierto tipo de cambio real (meta cambiaria). Y eso plantea otra pregunta fundamental: ¿Era –es- el tipo de cambio nominal consistente con el tipo de cambio real de equilibrio? Como se verá, no es fácil de responder.

7.14 Flotar o ampliar la banda inferior.

Para evitar tener que intervenir en el mercado cambiario e imprimir un poco más de flexibilidad, el FMI recomendó a las autoridades costarricenses ampliar la banda inferior mediante la introducción de una pendiente negativa, en vez de la línea plana actual. Sin embargo, el BCCR no ha querido hacerlo. Yo sí estaría de acuerdo, y esa es otra conclusión.

Otros autores también han analizado recientemente el efecto de las entradas de capital en los países en desarrollo con regímenes cambiarios fijos o intermedios y han recomendado flexibilizar esos regímenes para desestimular entradas especulativas de capital:

*“By introducing uncertainty, a more flexible Exchange rate could discourage short-term speculative flows and reduce financial system vulnerability, particularly when supervision and regulation are poor. Hence, a flexible exchange rate would penalize the capital flows that generate most real appreciation”.*⁶⁹

Esa posición, a mi juicio, es esencial. Y sería muy importante hacerlo bajo la presunción de que el tipo de cambio real de equilibrio de mediano plazo no está muy desalineado del tipo de cambio actual. Porque los tipos de cambio fijo tienen muchas limitaciones, como

⁶⁹ IMF Working Paper. WP/11/9 Capital flows, Exchange Rate flexibility and the Real Exchange Rate. Combes, Kinda and Plane

se indicó anteriormente. Según esos mismos autores, con regímenes cambiarios fijos las entradas de capital tienen el inconveniente de incrementar la inflación:

*“En muchos países, una oleada de flujos de capital condujo a una burbuja crediticia cuando las autoridades monetarias no esterilizaron a tiempo (la liquidez asociada con la adquisición de divisas). Una política de esterilización puede ayudar a disminuir la apreciación real, pero se deben reconocer los peligros de la esterilización y si puede ser sostenible. Efectivamente, cuando el tipo de cambio es fijo, la política de esterilización eleva las tasas de interés y adicionales entradas de capital. Más aún, mantener activos financieros externos con tasas de interés más bajas que en el mercado local, genera pérdidas quasi-fiscales para los bancos centrales, obligándolos a renunciar a esas políticas a mediano o largo plazo”.*⁷⁰

Y aunque ellos aceptan el establecimiento de regímenes cambiarios intermedios ajenos de los extremos, creemos que en el caso del Banco Central de Costa Rica intervenir constantemente, o por cantidades significativas, no es una opción real conveniente en vista de las pérdidas de operación del BCCR y sus pasivos con costo acumulados. Si el Banco esteriliza colocando títulos en colones pagando altas tasas de interés en el mercado local para comprar dólares que reditúan intereses muy bajos en el exterior, incurre en pérdidas que afectarán, tarde o temprano, la inflación futura. Y esta es otra de las conclusiones de este trabajo.

Mantenemos, entonces, la firme convicción de que volver a un régimen de minidevaluaciones o alguna de las formas de tipo de cambio fijo o semi-fijo iría en detrimento del propio Banco Central y del país en general. Un régimen cambiario flexible es lo más recomendable por todas las razones esbozadas en este trabajo. Pero, aún así, si las entradas de capital fueran inusualmente elevadas y se perfilara un plazo de duración relativamente largo, surge la pregunta de qué hacer con una apreciación fuerte de la moneda, por ser inconsistente con el equilibrio real de largo plazo. A eso le dedicamos las siguientes líneas.

7.15 ¿Controlar los flujos de capital?

Varios economistas, académicos y políticos se han pronunciado a favor de introducir controles a las entradas de capital. A mí, en lo personal, me afecta intelectual y emocionalmente, pues fui yo quien propuso a la Junta Directiva del Central abrir la cuenta de capital en 1992 (como en broma y en serio les comentaba a mis estudiantes, fui yo el canalla que la abrió).

Lo que más me alegra, sin embargo, es que pretendan cerrar la cuenta de capital en vez de atacar un régimen cambiario que se orienta (a pasito lento) hacia la flotación. El BCCR tampoco ha renunciado a ese propósito, fundamental para poder implementar el esquema de *inflation targets*. He ahí un gran avance.

⁷⁰ IMF Working Paper 11/11, op cit. Pág. 6. La otra conclusión de los autores es que las remesas son los flujos que causan los menores problemas, por lo que no tiene sentido prohibirlas.

En retrospectiva, pienso que fue acertado abrir la cuenta de capital. Permitted aumentar el consumo y la inversión al igual que otros países que también la abrieron y, por consiguiente, el país pudo disfrutar de mayores niveles de bienestar. Cerrarla sería dar un paso atrás.

7.16 Facultades legales. Además de los argumentos económicos, tampoco creo que sería legalmente posible restringir las entradas o salidas de capital porque la moneda costarricense –el colón- tiene legalmente el carácter de “convertible”. Dice el Artículo 85 de la LOBC sobre la determinación de régimen cambiario:

“El régimen aplicable a las transacciones cambiarias será determinado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica con el voto favorable de por lo menos cinco de sus miembros. Tal determinación la tomará la Junta de acuerdo con las circunstancias económicas prevalecientes, con apego a lo dispuesto en el artículo 28 de esta Ley y a las disposiciones legales vigentes. No obstante, cualquier régimen que establezca deberá garantizar la libre conversión de la moneda nacional por otras monedas; en consecuencia, no podrá establecer restricciones a la venta de divisas, salvo las contempladas en esta Ley.” (Lo subrayado es nuestro).

Esa misma libre convertibilidad de la moneda se recoge muy claramente en los objetivos de la institución recogidos en el artículo segundo de la LOBC:

“El Banco Central de Costa Rica tendrá como principales objetivos, mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas”.

¿Qué significa la prohibición de imponer restricciones a la venta de divisas? Libre convertibilidad significa, ni más ni menos, la posibilidad jurídica de cambiar colones por dólares y dólares por colones en el territorio nacional, sin ninguna limitación por parte de las autoridades. También significa, a mi juicio, que ya no es posible cerrar la cuenta de capital, como sí lo era antes de la reforma de la LOBC de 1995.

La anterior disposición, que me parece muy sana, fue introducida en la reforma a la LOBC de 1995 a instancias del Lic. Ronulfo Jiménez, exdirector del Banco Central. No tengo conocimiento de que se haya aplicado anteriormente ni, tampoco, que se haya discutido en los tribunales de justicia costarricenses para establecer jurisprudencia. Mi interpretación es que a ningún extranjero ni residente en Costa Rica se le puede prohibir vender sus divisas por colones ni, tampoco, comprar divisas con colones. Toda venta involucra una compra (por definición). Entonces, dudo que el Banco Central podría imponer una limitación a la cuenta de capital sin recurrir primero a la Asamblea Legislativa. Recuérdese que, en principio, las restricciones a las libertades individuales sólo pueden imponerse por ley, no por reglamento (salvo que esté expresamente autorizado por la ley de acuerdo con la jurisprudencia constitucional y ese no es el caso).

Sin embargo, la opción real que se plantea actualmente no es cerrar del todo la cuenta de capitales ni, tampoco, hacerlo permanentemente, sino introducir algunas

categorías limitadas y temporales de control administrativo para encarecer ciertos flujos con encajes sobre los préstamos externos a los bancos comerciales, por ejemplo o establecer impuestos a ciertas transacciones financieras para desestimular las entradas consideradas más volátiles y perniciosas. Los impuestos, sin embargo, tendrían que ser aprobados por el Congreso.

Es difícil visualizar algún país serio tratando de prohibir o imponer limitaciones a las entradas de capital directo (salvo en aquellas actividades reservadas por ley al Estado (siempre y cuando satisfagan los requisitos normativos aplicables a los inversionistas nacionales); tampoco se debe proponer semejante idea en Costa Rica. Más bien, las leyes han establecido una serie de incentivos tributarios para atraer la inversión extranjera directa, como los aplicables a las zonas francas y regímenes similares. Ese tipo de inversión, según las cifras registradas en la balanza de pagos del Banco Central, ha representado históricamente el porcentaje mayoritario de los flujos externos de capital (aunque en algunos períodos el endeudamiento y la ayuda externos han representado montos importantes). Por tanto, si se excluyen, el resto de las entradas directas de capital sería minoritario. ¿Convendría aún así imponer restricciones?

7.17 No todos los capitales son iguales

Otro argumento interesante esgrimido recientemente es que no todos los flujos de capital son iguales. Como en la fábula de Orwell, hay unos más iguales que otros. Combes, Kinda y Plane sostienen que todas las entradas de capital provocan apreciación de las monedas locales, pero que algunas de ellas producen un efecto menos nocivo. Entonces, habría algún mérito por proponer restringirlas, pero no las directas que sí producen efectos positivos en la producción y consumo. Dicen textualmente:

“Desagregando las entradas de capital muestra que el efecto de apreciación monetaria de los flujos privados de capital difiere por tipo de flujo. Las inversiones de portafolio, que son las más volátiles, tienen el mayor efecto de apreciación, seguido por la inversión extranjera directa y los préstamos bancarios. Debido a que estos últimos flujos están potencialmente asociados con incrementos en la productividad, la apreciación real asociada con la inversión extranjera directa y los préstamos bancarios es apenas la séptima parte de la apreciación real de las inversiones de portafolio. Y, sin embargo, el Banco Central propone restringir los préstamos bancarios mediante la imposición de encajes especiales.”⁷¹

7.18 Efectividad de los controles de capital

Los estudios y la literatura sobre los controles de capital son muy profusos. Y, al igual que los relativos a los regímenes cambiarios, tampoco son contestes. Hay –diríamos- para todos los gustos. No pretendemos, tampoco, abordarlos sistemáticamente para llegar a una conclusión. Pero queremos contribuir al debate nacional alertando a las autoridades sobre su cuestionada efectividad y el costo superfluo de preservarlos.

⁷¹ IMF WP/11/9. Op. cit. Pág. 20

La duda es si los controles de capital son efectivos, si funcionan permanentemente o por una parte del tiempo, y si producen efectos importantes (en relación con sus costos) para evitar la apreciación de las monedas. Al final, hay que valorar los pros y contras y adoptar una decisión. De antemano, aclaro que en esta materia, como en muchas otras, me inclino por la libertad.

Sebastian Edwards se ha ocupado durante buena parte de su vida académica a investigar los efectos de los controles de capital. En varios estudios ha analizado los efectos de los controles de capital, incluyendo el ya citado, particularmente en Chile, que ha sido mencionado por otros autores y políticos como efectivos. Él opina que no.

Su análisis responde a la pregunta de cuáles han sido los efectos de los controles de capital en las siguientes variables: 1) duración de las entradas de capital (corto o largo plazo); 2) efectos en el tipo de cambio real de equilibrio (apreciación del peso chileno); y 3) efecto en las tasas de interés con el objeto de valorar si la intromisión de entradas de capital lograron independizar la política monetaria de la política cambiaria. En particular, si podrían permitir tipos de interés más altos en Chile comparados con los prevaecientes en el exterior. También analiza si los controles al capital lograron inmunizar al país del desequilibrio macroeconómico de los choques externos en la balanza de pagos.

Esas inquietudes teóricas y prácticas, creemos, son muy relevantes en el caso de Costa Rica, por varias razones: 1) porque las entradas de capital fueron uno de los principales factores que motivaron la migración del régimen de minidevaluaciones hacia uno más flexible de bandas cambiarias y poder avanzar a *inflation targets*; 2) Porque el BCCR anunció la imposición de restricciones al capital extranjero con el propósito (implícito) de contrarrestar en parte la apreciación de la moneda nacional; 3) si el tipo de cambio se aprecia en relación con el equilibrio real de largo plazo (TCRE) y, luego, se retiran los capitales y hay salidas abruptas, se podría producir un ajuste violento del tipo de cambio nominal.

7.19 Retos. Lo anterior provoca otras preguntas relacionadas: ¿Lograría el BCCR el objetivo de apreciar la moneda nacional con la imposición de controles limitados de capital? ¿Logrará el objetivo de evitar una reversión abrupta de los flujos de capital en caso de un desequilibrio macroeconómico causado por las entradas de capital?

7.20 Experiencia chilena.

En Chile se impusieron varias restricciones al capital extranjero. Las más conocidas fueron los encajes (no remunerados) a los depósitos a corto plazo (un año) pero no a los de largo plazo. En Costa Rica se pretende algo similar, pero la medida está pendiente en los tribunales.

El primer resultado visible, ratificado además por otros investigadores⁷², es que los controles de capital simplemente cambiaron la duración de los flujos, no su volumen. Efectivamente, disminuyeron los depósitos de corto plazo y aumentaron los de plazos

⁷² Soto (1997); De Gregorio (1998). También, Valdés, Prieto & Soto (1995).

mayores. Pero el monto total siguió siendo similar. En otras palabras: no se logró el propósito de impulsar hacia arriba el tipo de cambio nominal (variación en el tipo de cambio real por una variación en los fundamentales). Y eso nos permite cuestionar si el BCCR logrará sus objetivos de depreciar la moneda nacional mediante la imposición de medidas semejantes a las chilenas que demostraron no ser muy efectivas. Recuérdese que el plazo transitorio para encajar las operaciones es muy largo. Cuando se cumpla, quizás las entradas de capital habrán mermado y el tipo de cambio estará flotando de nuevo dentro de las bandas.

¿Cuáles fueron las razones aducidas por los autores para explicar la ineficacia de los controles? Simplemente, los inversionistas y banqueros las evaden. Y no hay ninguna razón para pensar que en CR sería diferente. Si se evaden las normas y regulaciones tributarias, particularmente los impuestos sobre la Renta y Ventas – como repetidamente ha demostrado la Contraloría General de la República- que son mucho más fuertes en cuanto a su penalidad que las pretendidas por el Banco Central- no hay mucha esperanza de que estas últimas sí podrían ser efectivas.

El segundo resultado se relaciona con la presunta habilidad del Banco Central de Chile de independizar su política monetaria sin flotar la moneda; es decir, de la posibilidad de mantener tasas de interés más elevadas en el mercado interno comparadas con las prevalecientes en el exterior. Y aquí, de nuevo, los estudios reflejan resultados desalentadores. Si bien, después de la introducción de los controles se afectaron (levemente) las tasas de interés de corto plazo, las de largo plazo no se alteraron de manera importante como para “*desencadenar el círculo vicioso entre altas tasas de interés seguidas por mayores entradas de capital, esterilización monetaria, y tasas de interés domésticas aún más elevadas*”.⁷³

La respuesta a la otra pregunta de si la imposición de controles de capital inmuniza a los países de los efectos contagiosos de crisis económicas ocurridas en otros países o regiones también es similar: no, no los inmuniza. La evidencia empírica señala que las tasas de interés chilenas se afectaron significativamente por el efecto contagio.

7.21 Nueva visión del FMI. A pesar de la anterior evidencia, el FMI ha experimentado un cambio de visión. Ahora reconoce la evidencia contrastante de los controles de capital pero admite que los países las introduzcan, pero bajo ciertas condiciones⁷⁴.

En el estudio intitulado *Managing Capital Controls: What Tools to use?* El Fondo llega a las siguientes conclusiones:

1. Los países en desarrollo enfrentan grandes retos por las entradas de capital, después de su reducción a finales del 2008 y 2009.

⁷³ Edwards, op. cit. Pág. 21

⁷⁴ La llegada al FMI de Dominique Strauss-Khan, un socialista francés, como Managing Director cambió el enfoque tradicional de esa institución sobre los controles de capital. Antes los veían con desgano; ahora, los aceptan pero con ciertas condiciones.

2. La apreciación de las monedas (reducción del tipo de cambio nominal) puede producir problemas de competitividad de las empresas exportadoras o generar riesgos en los balances por el endeudamiento externo de las personas y empresas. También pueden provocar burbujas crediticias e inflación en ciertos activos (bienes raíces) que podrían resultar insostenibles.
3. Los controles de capital podrían resultar apropiados para paliar las anteriores circunstancias, pero sujeto a las siguientes condiciones:
 - a. Dejar, primero, que el tipo de cambio multilateral se ubique en un nivel consistente con los “fundamentales” de mediano plazo.
 - b. Reconstituir reservas hasta llevarlas a un nivel adecuado, de conformidad con las circunstancias de cada país.
 - c. Asegurarse que las políticas monetarias y fiscales son consistentes con el balance interno y las perspectivas de la deuda pública (no sólo la deuda externa).
 - d. En el plano microeconómico, adecuar las regulaciones prudenciales aplicables a las entidades financieras para evitar la asunción de riesgos excesivos por sus operaciones en moneda extranjera.
4. Si lo anterior se satisface previamente, se pueden imponer controles de capital. Sin embargo, se reconoce que los controles a los flujos externos tienen sus costos (pueden impedir entradas positivas de capital) y generar distorsiones que afectan la asignación de los recursos productivos. Además, reconoce que la evidencia en cuanto a su efectividad es “mixta” (por decir lo menos, agregaría yo).
5. Los controles a las entradas de capital nunca deberían utilizarse como sustituto de las medidas macroeconómicas necesarias para estabilizar la economía.

Una posición similar fue asumida en el Informe intitulado Global Financial Stability Report, de abril, 2011. En él se dedica un capítulo al problema de las entradas de capital para los países emergentes y en desarrollo y, si bien ratifica su nueva visión favorable a la imposición de controles a las entradas de capital, enfatiza que:

“Si las entradas de capital persisten en el tiempo, especialmente en el contexto de este buen momento de alto desempeño de las economías, las políticas deben descansar más en medidas macroeconómicas –incluyendo alzas en tasas de interés, tipos de cambio más flexibles y ajuste fiscal- para evitar el sobrecalentamiento, la acumulación de riesgos financieros, y afectar la credibilidad de las políticas”⁷⁵.

La anterior receta del FMI me provoca los siguientes comentarios:

5. Los puntos 1 y 2 parecen darse en Costa Rica, sobre todo en los últimos meses: han aumentado las entradas de capital

⁷⁵ Global Financial Stability Report, abril 2011. Chapter 1 Key Risks and Challenges for Sustaining Financial Stability, Pág. 35

6. Sin embargo, las entradas de capital directo siguen siendo mayoritarias. Si se excluyen, ¿convendría aún imponer controles de capital (encajes a los préstamos bancarios en dólares)? ¿Cuánto podría apreciarse el tipo de cambio a consecuencia de estas medidas? El Banco Central no lo ha cuantificado. Debería hacerlo
7. También es procedente preguntar si sería necesario introducir controles si, de todas formas, siguiera interviniendo en la banda inferior.
8. ¿Se ubicó ya el tipo de cambio real en un nivel de equilibrio acorde con los “fundamentales” como para justificar la introducción de controles de capital? La carga de la prueba está en el BC. Sin embargo, no se ha pronunciado abiertamente.
9. Si el BC considerara que el tipo de cambio no es de equilibrio, no sólo debería dejarlo caer hasta alcanzarlo, sino que las bandas deberían establecerse alrededor de ese punto central. Si se liberara el mercado, quizás no caería más el tipo de cambio.
10. Ya el BC reconstituyó las reservas que se había propuesto a comprar. En teoría, no debe continuar utilizando este instrumento.
11. Antes de imponer controles de capital, la receta del FMI señala la conveniencia de ajustar las políticas monetaria y fiscal para lograr el equilibrio macroeconómico. Eso, evidentemente, no ha sucedido en Costa Rica, sobre todo en lo fiscal.
12. También requiere el Fondo mejorar las políticas prudenciales (microeconómicas) antes de imponer controles. El punto a analizar es, entonces, si la propuesta del Banco Central de imponer encajes a los depósitos en moneda extranjera es consistente con esa parte de la receta. La decisión del BCCR adoptada en noviembre del 2010 de someter a consulta la imposición de encajes para los empréstitos externos de los bancos y entidades financieras superiores a un año plazo parece enmarcarse dentro de la necesidad de uniformar los encajes (debió haberse hecho hace mucho tiempo para evitar distorsiones que favorecían el endeudamiento extranjero), por lo que no hay objeción de nuestra parte. Sin embargo, exime los empréstitos con plazos de vencimiento superior a un año, lo cual contradice el deseo de uniformarlos. Es, por tanto, discriminatoria: los depósitos a plazo largo y los empréstitos en colones sí están sujetos a encaje, mientras que los empréstitos a largo plazo en dólares, no. Además, podría provocar una nueva distorsión en relación con los plazos de los empréstitos, tal y como sucedió en Chile. Por tanto, pareciera que la medida podría tener poca efectividad en depreciar la moneda nacional, que es en el fondo lo que se busca.

Quizás, lo más positivo de cambiar el perfil de la deuda externa privada es que, si se revirtieran las entradas de capital ante una eventual crisis externa (pérdida de credibilidad en la sostenibilidad del tipo de cambio nominal o un nuevo deterioro de la economía mundial), el impacto de las eventuales salidas de capital podría mitigarse un poco. Y eso nos lleva invariablemente a especular un poco sobre lo que podría suceder en CR si las entradas de capital variaran significativamente, al punto de provocar, con ellas, salidas de

capital de costarricenses o residentes en el país, como ocurrió en Méjico con el efecto tequila.

Ante un evento de esa naturaleza, con controles a la salida de capital, o sin ellos, el tipo de cambio tendería a buscar un nuevo nivel de equilibrio más elevado. Y aquí es cuando cobra especial importancia el punto 3 c) de la receta del Fondo antes mencionada: hay que lograr y mantener el equilibrio macroeconómico para evitar una crisis externa.

7.22 Advertencia: atención al desequilibrio macroeconómico

La amenaza más peligrosa para un régimen cambiario libre o, por lo menos, flexible en Costa Rica reside en el peligro potencial de una crisis externa si el desequilibrio macroeconómico que actualmente impera prevaleciera por un tiempo prolongado. Más concretamente, el peligro sería que, ante un cambio en las expectativas o incrementos en las tasas de interés en el mercado internacional, se revirtieran las entradas de capital en Costa Rica o, incluso, se provocaran salidas de capital de residentes en el país. En esas circunstancias, el tipo de cambio nominal podría subir abruptamente, al igual que las tasas de interés, y afectaría la confianza en un régimen cambiario flexible a pesar de que, en realidad, el causante de la crisis sería el desequilibrio macro, no el régimen cambiario.

¿Por qué decimos que actualmente existe un desequilibrio macroeconómico? Porque el déficit fiscal asciende a 6,5% del PIB según la Contraloría y a 5,5% según el FMI (cifras al 2010). Además, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos asciende a 5% del PIB, pero podría aumentar pues las importaciones están creciendo a una tasa del 19% mientras que las exportaciones apenas a un 5%⁷⁶ y el déficit comercial a abril de 2011 se ha incrementado un 59% con respecto al de una año atrás. Ese déficit se financia con entradas de capital, algunas de las cuales no son de carácter directo. La inflación interna de precios (IPC) también supera la inflación internacional, lo cual evidencia que no hay estabilidad interna ni externa como para hablar de equilibrio macroeconómico. Y esa situación podría no ser sostenible, en el tanto exista la posibilidad de una reversión de las entradas de capital.

¿Cuál es un déficit de cuenta corriente sostenible con entradas de capital? Antes de responder, debe aclararse que el déficit en cuenta corriente es el resultado de un desfase entre el ahorro e inversión. O, dicho de otra forma, de un exceso de gasto interno (gastos del gobierno más gastos privados: demanda agregada total) sobre el ingreso total. Actualmente, el exceso de gasto (déficit Cta. Cte.) podría ser el resultado de un exceso de gasto público (déficit del sector público consolidado).

También se debe hacer notar que la totalidad del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ha podido financiar con entradas de capital privado, tanto en el 2010 como 2011, según se aprecia en el siguiente cuadro:

⁷⁶ Información en La Nación, sección de economía, del 23 de mayo, 2011.

Cuadro 16. Principales variables macroeconómicas 2010-12

	2010 ^{1/}	Proyecciones	
		2011	2012
PIB			
Real	4,2%	4,3%	4,5%
Nominal	12,3%	10,2%	8,9%
Deflador implícito	7,8%	5,7%	4,2%
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	3,9%	4,8%	4,9%
Inflación (tasa anual dic-dic)			
Medido con IPC	5,8%	5% (±1 p.p.)	4% (±1 p.p.)
Balanza de Pagos			
Cuenta corriente (%PIB)	-3,6%	-4,2%	-4,9%
Cuenta comercial (%PIB)	-11,6%	-12,2%	-13,4%
Cuenta de Capital y financiera (mill \$)	1.860	1.983	1.932
Sector Público	416	-93	-212
Sector Privado	1.444	2.077	2.144
Inversión Directa	1.450	1.770	1.800
Saldo RIN (mill \$)	-4.627	4.930	4.761
Saldo RIN (% PIB)	12,9%	12,4%	11,2%
Sector Público Global Reducido (% PIB)			
Resultado Financiero	-6,1%	-6,3%	n.d.
Gobierno Central	-5,3%	-5,4%	n.d.
Resto SPNF	-0,3%	-0,3%	n.d.
BCCR	-0,5%	-0,6%	-0,5%
Agregados monetarios y crediticios (variac. %)			
Liquidez Total ^{2/}	9,7%	9,3%	9,0%
Crédito sector privado ^{2/}	9,3%	10,0%	11,2%

1/ Cifras estimadas y observadas.

2/ Moneda extranjera valorada al tipo de cambio promedio del Programa Macroeconómico 2011-12.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El Banco Central pudo financiar la totalidad del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos en 2010 y 2011 e incrementar sus reservas. La estimación prevista en el Programa Macroeconómico para 2011 muestra un ligero incremento de reservas de \$300 millones (incluye, presumiblemente, la recomposición de RIN programada por el BC por \$600 millones). Sin embargo, al mes de abril de 2011, ya se había completado el programa de comprar \$600 millones y, además, el BC ha seguido interviniendo en la banda inferior. Eso nos hace pensar que si el mercado cambiario continúa siendo superavitario posiblemente el incremento de reservas sería mayor. También sugiere que las entradas de capital público y privado superarán este año su nivel histórico. Y eso nos lleva a preguntar cuál es el nivel histórico de déficit en Cta. Cte. Sostenible con entradas de capital.

7.23 Déficit sostenible en cuenta corriente

El trabajo de investigación realizado por Carlos Monge y Carlos Torres (los Carlos) arroja luces sobre esta materia y aporta una visión interesante⁷⁷. Con base en la metodología desarrollada por Roubini y Wachtel llegan a estimar cuáles serían los déficit en cuenta corriente que podría Costa Rica financiar con entradas “seguras” de capital; es decir, excluyendo flujos de corto plazo más volátiles (especulativos).

Primero, estiman cuál es el nivel de déficit en Cta. Cte. Que ha tenido históricamente el país en los últimos 10 años. Encuentran que en la primera parte de esa década era un

⁷⁷ Carlos Monge y Carlos Torres. Estimación de déficit en Cta. Cte. coherente con entradas de Capital de largo plazo sostenibles: periodo 2009-2009. BCCR. Marzo 2010

4,6% del PIB, pero en la segunda, durante el boom internacional, subió a 4,9% (para luego volver a bajar). La inversión extranjera directa alcanzó para financiar el déficit en Cta. Cte. En casi todo el período, salvo al final. Pero si se adiciona el capital público y privado (distinto de la IED), se pudo financiar holgadamente el déficit en la balanza de pagos. Y aunque el período del estudio no se extiende al 2010-11, período donde las entradas de capital privado aumentaron, podemos llegar conclusiones importantes:

1. El capital extranjero, sobre todo la inversión extranjera directa, ha permitido financiar un alto porcentaje de la balanza de pagos. Eso significa, por definición, que si se prohibiera (opción no realista) habría que ajustar fuertemente el tipo de cambio (o, alternativamente, contraer el gasto público o privado para contener la demanda agregada). En otras palabras, la IED ha servido para financiar niveles más holgados de gasto total, incluyendo inversión, lo que también ha permitido un mayor crecimiento del PIB.
2. Recibir entradas de capital público y privado por encima de ese nivel –que prudencialmente podría estimarse en un monto no mayor del 5% del PIB- podría resultar complicado e insostenible, sobre todo si un porcentaje de ese monto proviene de entradas de capital de corto plazo.
3. Sin embargo, el Programa Macroeconómico del BC para 2011-12 contempla déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 4,2% del PIB y 4,9% del PIB respectivamente. Esos porcentajes no parecen muy elevados en relación con los promedios históricos señalados por los Carlos. En el 2011, las entradas totales de capital financiarían ese déficit y, además, permitirían una pequeña acumulación de reservas. Pero en el 2012 ya no sería suficiente para financiar el déficit, por lo que habría una ligera pérdida de reservas (pasarían de \$4.930 millones a \$4.761). Eso nos permite pensar que el propio BC espera una menor entrada de capital en el futuro cercano. ¿Conviene, entonces, imponer controles de capital por un período tan corto?
4. Independientemente de lo anterior, es necesario recordar que todas las entradas de capital tienen el efecto de reducir el tipo de cambio real (apreciar la moneda nacional) según estudios antes mencionados. ¿Debería el Gobierno seguir financiándose en el exterior?
5. Para evitar esos efectos, las autoridades tienen varias formas alternativas de reducir las entradas de capital: a) otorgar menores incentivos fiscales a la inversión extranjera directa; b) reducir el endeudamiento público externo; imponer controles (prohibiciones) a las entradas privadas de capital, especialmente a las de corto plazo.
6. Disminuir el déficit fiscal (gasto) sería apropiado para absorber las entradas de capital (algunos economistas han sugerido prepagar deuda externa)⁷⁸
7. Cada una de las anteriores alternativas debería evaluarse en sus propios méritos, aspecto que no hace el Banco Central.
8. Independientemente de lo anterior, la historia demuestra que las entradas de capital han pasado por distintos ciclos. Es de esperar, por tanto, que cuando la economía internacional se recupere plenamente, suban las tasas de interés a sus

⁷⁸ Ottón Solís, artículo publicado en *La Nación* el 18 de marzo de 2011 intitulado *Laissez faire o control de capital*.

- niveles históricos, mejore la confianza en la inversión real en esos mercados, se reduzca el exceso de liquidez propiciada por política monetarias y fiscales expansivas, incluyendo reducción del déficit en EE.UU. y los programas de la FED denominados QEI y QEII, y se restituyan los balances macroeconómicos, las entradas de capital regresarán a niveles más manejables. Pero esto puede tomar un período de tiempo prolongado, como bien manifestó recientemente el Director-Gerente del FMI.
9. Si las entradas de capital continuaran siendo elevadas, las recomendaciones del FMI deberían ser implementadas. Eso exige, primero, agotar una serie de medidas previas a la adopción de controles de capital, tal y como se indicó anteriormente.
 10. Una de las medidas administrativas que sí se podría discutir, contemplada en el arsenal prudencial del FMI (de carácter microeconómico), sería reducir la variabilidad autorizada de las posiciones patrimoniales de los bancos comerciales para evitar lo que han hecho en el pasado: alterar sus respectivas posiciones en moneda extranjera y afectar el mercado cambiario mediante ventas y compras por cuenta propia⁷⁹. Una posición neutra como la del Banco Nacional podría resultar más efectiva. En vez de dolarizar la economía, se privilegiarían las operaciones en colones. Después de todo, el colón es la moneda nacional.
 11. Finalmente, nada se ganaría con abortar el esfuerzo de liberar el régimen cambiario. Al contrario, se ganaría mucho acelerando el proceso de liberalización, pues la certidumbre actual de la intervención del BC en la banda inferior estimula entradas especulativas de capital. Si las autoridades monetarias y fiscales quieren hacer en verdad buena su promesa de liberar el mercado cambiario para poder avanzar al esquema de *inflation targets*, deben liberar el mercado cambiario en la certeza de que no se va a disparar. Porque si lo hacen después, y persiste el desequilibrio macro, el tipo de cambio podría rebotar violentamente. Esa es la recomendación final.

8. ¿Funcionaron las bandas cambiarias?

Llegamos finalmente a emitir una especie de juicio final sobre las bandas. Se deben juzgar desde varios puntos de vista: conceptual, formal y substancial. También hay que distinguir entre los distintos períodos, pues en uno de ellos –el mejor- el tipo de cambio flotó libremente dentro de ellas.

8.1 Valoración conceptual.

Desde el punto de vista conceptual, ningún régimen de bandas se sostiene. Tampoco el nuestro. En primer lugar, es difícil encontrar el tipo de cambio real de equilibrio alrededor del cual deben establecerse. Y si se pudiera encontrar, éste puede cambiar conforme varían los fundamentales. Y si las bandas se cambian una y otra vez para acomodarse a los nuevos fundamentales, dejan de tener sentido. En el tanto interfieren con la política monetaria (que obliguen al Banco Central a comprar o vender divisas y

⁷⁹ Algunos consideran, sin embargo, que los bancos y entidades contribuyen a marcar las tendencias con su participación en el mercado cambiario, incluyendo cambios en la posición patrimonial.

emitir moneda local), pierden todo su sustento conceptual. Y esto nos lleva al próximo parámetro.

8.2 Valoración formal.

Desde este punto de vista formal, las bandas sólo podrían encontrar alguna justificación si fueran de tener carácter transitorio. En el caso de Costa Rica, el parámetro falló. Si bien, originalmente se concibieron apropiadamente en el sentido de que la banda superior era ascendente y la inferior descendente (recuérdese que por eso yo las apoyé inicialmente), posteriormente se variaron, entre otras razones, para acomodar las presiones de grupos interesados. Se les quiso dar una garantía de que el tipo de cambio no bajaría por debajo de ese nivel fijo. Formalmente, el Banco Central también perdió credibilidad. Dio la impresión de estar dispuesto a variarlas. Ahí también el veredicto es desfavorable. Finalmente, deben juzgarse las bandas con otro criterio formal esencial: independizar al Banco Central de la influencia política y de grupos de interés. Aunque no es tan fácil saber lo que ocurre entre bambalinas, lo que ha trascendido en el medio y por la prensa me permite hacer un juicio de valor: con las bandas continuó la presión externa al Banco Central.

8.3 Valoración de fondo

Pasemos ahora a los elementos de fondo: ¿Lograron las bandas sus objetivos? ¿Se cumplió el propósito original establecido en la decisión de la Junta Directiva de liberar la política monetaria? La respuesta es no. Más bien, la política monetaria está hoy más comprometida, presa por las propias bandas, incapaz de reivindicarse y navegar con bandera independiente. Es más, la situación ahora es aún peor, aunque la inflación a corto plazo haya disminuido (por otras razones).

Efectivamente, si comparamos las cifras de emisión a noviembre del 2006 con la prevaleciente a noviembre del 2010 vemos que ha aumentado casi en un 60% en solo 4 años. Ese es un porcentaje muy elevado. Algo similar sucedió con la liquidez: el saldo en noviembre, 2006 era 2.475.892 millones de colones y en abril, 2011 había crecido a 5.210.538. Es decir, se duplicó. Esa fuerte expansión de la emisión y liquidez, sin embargo, no se realizó uniformemente. La emisión fue más elevada en los períodos en que el tipo de cambio se recostó a la banda inferior (alrededor del 28%) pues el BCCR se veía forzado a emitir para defender el tipo de cambio. En cambio, en el período en que la moneda flotó libremente dentro de las bandas, de agosto 2009 a agosto 2010, la emisión sólo subió un 7%, lo cual fue compatible con una inflación baja. El IPC en 2009 y 2010 reflejó los niveles más bajos de la historia: 4,65 y 5,95 respectivamente. La conclusión es que con la flotación, la emisión se redujo al igual que la inflación; en el resto de los períodos de las bandas, cuando el Banco Centra intervino en su defensa, la emisión se expandió y la inflación subió.

Al final del 2010, sin embargo, las cotizaciones comenzaron a pegarse, de nuevo, a la banda inferior y el Banco Central se vio obligado a volver a intervenir. Por esa razón, en el último informe (disponible) del FMI se recomienda esterilizar la liquidez

proveniente de la intervención en el mercado cambiario, tanto para sostener la banda inferior como el programa de reconstitución de reservas. El BCCR declaró recientemente por la prensa que haría tal esterilización para evitar incrementos en la inflación. Pero todos sabemos que al esterilizar (colocación de deuda con costo) incrementa las pérdidas de operación a futuro y, por consiguiente, la inflación. Y aunque se insistiera en negar esta realidad, o simplemente asegurar que la emisión resultante de la intervención es congruente con la programación monetaria, la lógica exige pensar lo contrario: aunque no se incremente la inflación a corto plazo (a mediano plazo podría aparecer), por lo menos impide reducirla. Y una baja inflación, digamos del 3% anual compatible con la de los países desarrollados, debe ser el objetivo final. Para eso se pretendía liberar el mercado cambiario.

Las tasas de interés tampoco han logrado independizar la política monetaria para perseguir objetivos de inflación propios. Como el tipo de cambio es prácticamente fijo (el Banco Central continúa asumiendo el riesgo cambiario, como durante las minidevaluaciones), los inversionistas han aprovechado nuevamente las diferencias en las tasas de interés para traer capitales lo que, a su vez, exige mayor intervención del BC y, consecuentemente, mayor emisión. Esa situación, sin embargo, podría variar.

Íntimamente ligado a lo anterior está el efecto del régimen cambiario en las pérdidas del Banco Central. Aquí los resultados son parcialmente favorables. Al entrar en operación, las pérdidas del BCCR se estimaban en 1,2% del PIB⁸⁰. Luego, bajaron a 0,7% del PIB un año después, y a 0,2% en 2009 (período que coincide, *grosso modo*, con el inicio de la flotación cambiaria, pero el proceso de reducción prácticamente se estancó después, a pesar de que cada año el Banco Central puede ejercer el señoreaje para aumentar la emisión sin crear inflación (evidentemente, hay otros factores que inciden en sus pérdidas, ajenos a la política cambiaria, pero la esterilización no ayuda para nada a reducir las pérdidas). Y en el 2012 podría deteriorarse un poco más debido al programa de esterilización recientemente aprobado.

Finalmente, las bandas impiden que el tipo de cambio real encuentre su nivel de equilibrio y se mantenga conforme varían los fundamentales. La evidencia empírica emana de una realidad pública y notoria: el tipo de cambio nominal ha estado pegado a la banda inferior y el BCCR ha intervenido para defenderla⁸¹. Mi visión es que si se dejara flotar, en vez de caer más, más bien repuntaría por el desestímulo de un mercado libre a las entradas especulativas de capital.

⁸⁰ Ver los cuadros de la proyecciones macroeconómicas de los distintos programas macroeconómicos publicados por el Banco Central, disponibles en su Pág. Web

⁸¹ Desde finales de mayo del 2011, sin embargo, las cotizaciones se han despegado de la banda inferior, en lo que se perfila como una nueva flotación dentro de las bandas cambiarias.

Opinión del Dr. Bernal Jiménez Chavarría
Exdirector del BCCR

Cambio en los objetivos del BCCR: Lo que ha pasado es que el BCCR renegó hace unos meses de su función fundamental de controlar la inflación por encima de controlar el tipo de cambio. Por presiones cuyo origen desconozco, desde hace ya muchos meses se pretende ceder el objetivo de controlar la inflación como el primero y más importante del BCCR. Esto está establecido en su Ley orgánica y, además, en la estrategia que el BCCR firmó y publicó. Hace ya varios meses se ha intentado favorecer otro objetivo: controlar el tipo de cambio.

La idea del sistema que el BCCR adoptó hace años es liberar el tipo de cambio para no tener que comprar o vender dólares y así aumentar o disminuir la cantidad de dinero y, con ello, provocar inflación o disminuirla. En efecto, la idea era dejar que el tipo de cambio se moviera y luego establecer la tasa de interés para controlar por ese medio la inflación. Muchos países en el mundo ya tienen este sistema hace años y les ha funcionado bien para controlar la inflación y generar estabilidad macroeconómica. Esto beneficia el crecimiento a largo plazo y de paso a los pobres.

La baja de la tasa de interés reciente no se justifica porque la inflación no está totalmente controlada. Por tanto, la política lógica era mantener la tasa al nivel que estaba y esperar a llegar a la meta de inflación establecida. Ahora, con la idea de que el tipo de cambio cerca del límite inferior de la banda es resultado solo de la especulación, que puede o no ser cierta, se disminuye la tasa de interés. La realidad parece estar indicando que el origen no era tan especulativo, porque ante la baja de la tasa la especulación debió haber cesado y el tipo de cambio haber subido. Pero esto no está sucediendo, al menos aun no.

Ineficaz. Predigo, con riesgo de equivocarme, que el BCCR no va a lograr nada con esta política. Simplemente atizará la inflación pero no logrará que suba el tc. Creo que el problema del tipo de cambio más bajo no es de origen especulativo sino, más bien, un resultado de la mayor cantidad de exportaciones que el país ha logrado generar, como lo he sostenido hace más de 2 años, producto de flujos de lavado y narcotráfico. Eso no lo sabemos con precisión.

Pero los eventos recientes son compatibles con el hecho de que al final de las quincenas hay más ingresos de divisas y que el tipo de cambio no se disparó ante una disminución muy fuerte en la tasa de interés.

El ataque a don Jorge. Dudo que sea justo atacar a don Jorge indicando que hay grupos de interés que desean que el tipo de cambio baje y que él habla por ellos. Creo que don Jorge tiene muchos años de proponer lo mismo y ha mantenido una consistencia en este punto aun cuando lo más probable era no que el tipo de cambio bajara sino que subiera. De verdad que la desconfianza es tan rampante en nuestra política que nadie cree en nadie por ninguna razón. En los ojos de los otros todos somos unos defensores de intereses creados. Creo que algo de eso hay, pero también creo que hay gente que tiene principios y buena fe y desea ayudar a los demás. Hay gente decente y con principios que cree en la acción colectiva y en el desarrollo del bien común.

Recomendación de los expertos. En forma reiterada y continua hemos recibido grupos de economistas con amplia experiencia en banca central. No recuerdo un solo caso, de más de 20 en que se recomendara hacer la intervención que estamos haciendo en el mercado ni mantener la banda como lo estamos haciendo. La compra de \$600 millones que el BCCR hizo bajo la excusa de que era porque necesitaba las reservas no la creía ni la propia Junta Directiva. Lo que hicimos fue provocarle pérdidas millonarias al BCCR en un fallido intento por controlar el tipo de cambio. Compramos dólares a 521 cuando era predecible que llegara a 500 como efectivamente sucedió y lo advertimos. El monto que el BCCR compró sirvió para que los banqueros se deshicieran de parte de sus tenencias de dólares cuando nadie se las quería comprar por encima de 500 y el BCCR si quiso. Además provocó que tengamos pérdidas adicionales por las altas tasas de interés que hay que pagar por los colones para financiar esos \$600.

Eficiencia y Equidad. Es hora de que entendiéramos la situación para cambiarla y crear una política razonable para los pobres y beneficiosa para el Estado costarricense. ¿Vamos a seguir las políticas de los economistas internacionales que han logrado que la inflación mundial baje y sea moderada en muchos lugares del mundo o en el grupo de colegas costarricenses que lamentablemente se quedaron atrás con respecto de lo que los bancos centrales están haciendo en otras partes del mundo y cuyos antecedentes son recetas más inflación? Por eso sostengo que no se vale juzgar las políticas por la boca de la cual vienen sino por las virtudes que tengan en cuanto a 2 aspectos: eficiencia y equidad. Solo así introducimos objetividad en un tema fundamental, un poco técnico quizás, pero comprensible y muy importante para el costarricense promedio.

9. El futuro incierto del régimen cambiario

¿Se impondrá finalmente un sistema cambiario flexible? La respuesta es sí. No veo argumentos técnicos suficientemente fuertes como para mantener el *status quo* por un tiempo indefinido. Tampoco veo que se den las condiciones políticas ni económicas para implantar una dolarización de la moneda⁸². A mi juicio, las razones por las que no se ha podido avanzar más rápidamente hacia el esquema de *inflation targets* son dos: la actual ola de entradas de capital motivada por las políticas expansivas de los países desarrollados por las bajas tasas de interés y alto crecimiento en los países en desarrollo, incluyendo la rigidez de las bandas cambiarias, y la presión de los grupos de interés.

La primera cederá eventualmente cuando empiecen a subir las tasas de interés en el mercado internacional (de hecho, ya han empezado a subir en la Comunidad Europea, Asia –particularmente en China-, Brasil y otros países; es cuestión de tiempo). Pero nada excluye que vuelvan a presentarse otras crisis internacionales en el futuro y el país debe prepararse manteniendo un sistema cambiario flexible y adecuados niveles de equilibrio macroeconómico. Precisamente, sobre ese mismo tema el Fondo Monetario Internacional, en el informe de mayo de 2011, recomendó al país flotar la moneda para avanzar hacia el esquema de *inflation targets*. Un editorial de *La Nación* publicado el 6 de junio de 2011 le asignó entera razón y criticó a otros economistas que se oponían. El editorial, digno de leerse enteramente, se reproduce en el recuadro tres.

Con respecto a la segunda razón, nada garantiza, tampoco, que los grupos de interés desistan de presionar a las autoridades ni que éstas dejen de escucharlas. Es un sistema demasiado arraigado en nuestro medio. El BCCR, en su más reciente modificación al Programa Macroeconómico para el período 2011-2012 (julio 2011), señaló expresamente: “En los próximos dieciocho meses, en el campo monetario el Banco Central buscará consolidar la nueva estrategia de control monetario, en tanto que, en materia cambiaria para el corto plazo mantiene su compromiso con los parámetros de la banda cambiaria, sin que ello limite continuar con la transición, gradual y ordenada, hacia la flotación cambiaria y así cumplir uno de los prerequisites en el proceso de avance hacia un esquema monetario de metas de inflación”. Eso, en mi opinión, es un poco más de lo mismo: nos dice sí, pero no nos dice cuándo. La esperanza es que, con el tiempo y madurez, las fuerzas políticas e intelectuales privilegien los intereses del país. Sin duda, una batalla pendiente.

El comentario final es el siguiente: aunque llegue eventualmente a adoptarse un régimen cambiario flexible eso no significa que las autoridades monetarias y fiscales podrían desentenderse del todo de las políticas macroeconómicas bajo la tesis de que, supuestamente, un régimen cambiario flexible es capaz de curarlo todo. Tampoco podrán evitar choques externos ni internos. Nada más alejado de la verdad. El frío no está en las

⁸² Para dolarizar la economía se requiere un gran consenso político que no veo en la actualidad. Pero no debemos excluir esa posibilidad en el futuro. Y desde el punto de vista económico, las vicisitudes de la economía americana (gran deuda pública y desempleo, y bajo crecimiento económico), así como las de la Unión europea con varios países miembros con problemas económicos y fiscales muy grandes hacen que sustituir la moneda nacional por alguna de esas dos sea realmente difícil.

cobijas. Un régimen cambiario flexible hará aflorar los defectos de las políticas monetarias internas y los embates de los choques externos. Pero sabrá resguardar la parte real de la economía y será más neutral en la asignación de recursos. Y, sobre todo, podrá contribuir mejor a lograr los objetivos de baja inflación. Y eso, en sí, no es nada despreciable.

Yo tengo la esperanza de que algún día el BCCR recobre su sensatez, se desprenda de toda influencia externa y ponga en práctica lo que el FMI y el personal del Banco Central han insistentemente recomendado.

EDITORIAL DE LA NACION

(Junio 6, 2011)

Nuevas estrategias para el Banco Central

Unas estrategias se las ha sugerido el Fondo Monetario Internacional (FMI); otras las ha señalado el propio Banco Central. Pero, en ambos casos, las nuevas estrategias para conducir las políticas monetaria y cambiaria apuntan hacia una buena dirección: controlar la inflación.

La pregunta de fondo se la formuló al presidente del Banco Central, Rodrigo Bolaños, nuestro periodista Juan Pablo Arias: ¿Cuándo piensa implementarlas? La respuesta del jerarca fue dubitativa. Como dice una vieja canción: nos dijo sí, pero no nos dijo cuándo.

Según el FMI, “el país debe completar la transición hacia el esquema de metas explícitas de inflación (*inflation targets*) y, para eso, es necesario flotar la moneda nacional. Con ese propósito recomendó desarrollar una estrategia de comunicación para eliminar las bandas cambiarias y que, en el futuro inmediato, la meta de aumento de precios (medida por las variaciones en el IPC) “fuera la pieza más importante del marco de política monetaria”.

El fondo lleva razón. Controlar la inflación frente a otros objetivos subsidiarios del Banco Central, como el crecimiento de la producción, el empleo, o –según pretenden algunos- fijar metas específicas para el tipo de cambio, sería incompatible con lo dispuesto en el artículo segundo de la Ley Orgánica del Banco Central. Controlar la inflación es el objetivo legal primordial.

El presidente del Banco Central, Rodrigo Bolaños, no lo ve así, pues respondió de la siguiente manera: “Nos piden que haya flexibilidad cambiaria; es decir, eliminar las bandas. Pero no lo haremos aún, hay problemas transitorios externos que deben pasar, como los precios de las materias primas y bajas tasas de interés en EE.UU.”. En eso no lleva razón. El régimen de bandas cambiarias se estableció hace ya casi cinco años y ningún régimen transitorio debe durar tanto tiempo sin perder el objetivo esencial de su creación. La ley no le permite posponer o relegar el objetivo de controlar la inflación cada vez que surjan problemas internos o externos que dificulten el objetivo. Hay, evidentemente, una clara inobservancia de esa legislación. Además, siempre habrá problemas económicos de diversa naturaleza en los ámbitos nacional e internacional, y el Banco Central debe enfrentarlos con los instrumentos que le confiere la ley, para preservar sus objetivos. La presidenta Chinchilla está conciente de lo que dispone la ley y las dificultades económicas externas, y aún así se inclina por preservar las metas de inflación. Así lo declaró en la entrevista amplia sobre temas económicos publicada en *La Nación* hace escasas dos semanas.

Las objeciones formuladas por don Rodrigo Bolaños y algunos economistas, en el sentido de que no se debe avanzar al esquema de metas de inflación por las bajas tasas de interés en el mercado internacional, la presencia de flujos de capital hacia nuestro país, y el divorcio entre expectativas e inflación real, tampoco son válidas. Siempre ha habido -y habrá- flujos de capital. El último viaje de doña Laura Chinchilla fue, precisamente, para atraer más inversión extranjera y coadyuvar al desarrollo nacional. Debe reconocerse que todos los capitales de origen externo producen el mismo efecto de apreciar el colón. Además, las expectativas de inflación todavía permanecen elevadas precisamente por la indefinición prevaleciente de cuáles son los objetivos esenciales del Banco Central. Cuando el público perciba claramente que el principal objetivo es controlar la inflación, y ve acciones concretas en esa dirección, como liberar el mercado cambiario, las expectativas cambiarán a su favor.

¿Qué más podría hacer el Banco Central para evitar las entradas especulativas de capital y dedicarse a controlar mejor la inflación? Ya impuso encajes al endeudamiento externo de los bancos, medida que nosotros apoyamos anteriormente. La única medida cambiaria que le resta por imponer (administrativamente) es liberar el mercado cambiario, como sugiere el FMI, para introducir un cierto grado de incertidumbre y desestimular las entradas especulativas de capital. Permitiría, además, otorgar mayor autonomía a las tasas de interés en colones para conducir más eficazmente la política monetaria. Y eso nos lleva al segundo de los temas estratégicos arriba enunciados.

El Banco Central pretende crear un corredor de tasas de interés para la negociación de dinero a corto plazo y controlar mejor los niveles de liquidez en colones, según reportamos el viernes pasado. En eso sí lleva toda la razón. Controlar adecuadamente la liquidez es, precisamente, la forma de cumplir el objetivo esencial de estabilidad de precios prevista en el artículo segundo de su ley orgánica. Controlar la liquidez y controlar la inflación son dos caras de la misma moneda. Y el Banco debe tratar de hacerlo de la mejor manera posible.

EDITORIAL DE LA NACION (CONT)

Uno de los mecanismos previstos (pero no el único) es modificar la tasa de política monetaria (TPM) que utiliza en el mercado de corto plazo para tratar de influir en la liquidez en la economía. El predicado es incontestable: si hay exceso de dinero, debe tratar de absorberlo para garantizar la adecuada concordancia entre la producción y el dinero (dependiendo de la demanda de dinero, expectativas y otras variables de importancia); si hay muy poco, debe restituir la liquidez que demanda la economía. Y ese balance, difícil de lograr algunas veces, es lo que debe motivar la principal acción interventora del Banco Central en la economía y orientar las expectativas. El corredor sería como una banda alrededor de la tasa de política monetaria (TPM, que es la tasa de préstamos del Banco Central a los bancos comerciales) fijada supuestamente de manera técnica por el Banco Central, y provocaría intervenciones en el mercado integrado de liquidez (MIL) para absorber o inyectar recursos. La idea, en sí, es buena, pero debe el Banco Central tener gran cuidado en su implementación, pues el objetivo no debe ser fijar una determinada tasa de interés, sino un objetivo cuantitativo más importante: la cantidad de dinero en circulación, acorde con las circunstancias.

Tratar de lograr simultáneamente objetivos cuantitativos del dinero en circulación y metas específicas de tasas de interés o tipo de cambio, son incompatibles. Por eso, creemos que la estrategia del Banco Central de tratar de influir en las tasas de interés para controlar la liquidez no es la única forma de controlar la inflación ni de transmitir buenas señales al mercado. También debe salirse del mercado cambiario para evitar tener que inyectar o absorber liquidez de manera involuntaria al sostener las bandas cambiarias. En eso, de nuevo, el FMI lleva la razón. Poco ganaría el Banco Central desarrollando un eficiente corredor de tasas de interés de corto plazo si continúa interviniendo en el mercado cambiario e inyectando (o absorbiendo) liquidez. Técnicamente, liberar el mercado cambiario es indispensable para desarrollar su nueva estrategia de tasas de interés e independizar la política monetaria. Si continuara interviniendo en el corredor de liquidez para absorber la emisión creada por el mercado cambiario, aumentaría sus pérdidas de operación y la inflación futura. Y ambas son incompatibles con su mandato legal.

10. Conclusiones y recomendaciones

1. El proceso de modernización cambiaria en Costa Rica se ha prolongado demasiado tiempo. Ha pasado por diferentes regímenes y, prácticamente, no ha quedado casi nada por ensayar, desde la paridad fija establecida por la Constitución, hasta varios intentos fallidos de flotación monetaria. Y, sin embargo, aún todavía no tenemos claridad sobre el futuro régimen cambiario.
2. El primer ensayo cambiario fue un tipo de cambio fijo que duró varias décadas, pero se agotó. Era una especie de virtud; perderla era como desprenderse de la virginidad. Si bien auspiciaba la estabilidad, no podía hacer milagros. Requería, para funcionar de políticas monetarias y fiscales prudentes y conservadoras. Pero con el tiempo los gobiernos se volvieron pecadores en todas partes del mundo. Y en Costa Rica también. En algún momento de su historia perdió la virtud celosamente guardada en su adolescencia monetaria y fiscal y, como la juventud, se fue para no volver.

3. Nada ganaba el país con fijar una paridad fija mediante la Ley de la Moneda. La última, que la fijó en C20 por \$1 se volvió rápidamente inoperante. Las leyes de la buena conducta financiera son más efectivas que las rígidas disposiciones jurídicas. Siendo abogado, me cuesta reconocerlo. Aún así, es la segunda conclusión de este trabajo.
4. En ese controvertible período, la Corte Plena prohibió al Banco Central modificar la paridad, pero le tendió un puente de plata al afirmar que ella era sólo aplicable al mercado oficial, pues en el mercado libre (que no lo prohibió) las cotizaciones se regían por la libre oferta y demanda. Eso, en retrospectiva, creo fue genial. Le abrió las puertas a la flexibilidad cambiaria, incluyendo las flotaciones de hecho y de derecho. Un paso acertado en el Viacrucis de la liberación cambiaria.
5. La primera experiencia con la flotación, en el periodo 80-82, fue dramática. Selló la suerte del mercado cambiario libre por muchos años y se convirtió en una mala palabra, asociada con la virginidad perdida. Pero dejó aspectos positivos: permitió ajustar el tipo de cambio por un monto importante al que no se hubiera podido llegar mediante una ley formal de la Asamblea Legislativa (la oposición política para llevar el tipo de cambio de C8, 60 por \$1 a C40 por \$1 habría sido monumental). Y aunque decretada en las peores circunstancias, era inevitable. Además, la pronunciada devaluación que produjo fue esencial para lograr posteriormente estabilizar la economía nacional y generar crecimiento por la vía de las exportaciones.
6. El Gobierno de don Luis Alberto Monge y, en particular, el presidente del Banco Central, don Carlos Manuel Castillo, deberían estar muy agradecidos con la flotación de la moneda que produjo una devaluación importante. Les permitió estabilizar posteriormente la economía.
7. Las minidevaluaciones sustituyeron al tipo de cambio fijo. Tuvieron aspectos positivos y negativos. Pero, con el tiempo, los negativos llegaron a pesar más. La política monetaria perdió grados de autonomía pues resultó insuficiente para ofrecer al país tasas de inflación similares a las prevalecientes en el mundo desarrollado, alrededor del 3%. Ni siquiera pudo producir variaciones en el IPC similares a las observadas en los principales países en desarrollo, que oscilaba en un 5%. La inflación en Costa Rica, por el contrario, se estancó en un dígito. En 1992 se redujo de un 27% a un 10% y permaneció en ese nivel, o un poco más elevada, en ciertos períodos, durante 15 años más. Además pudo haber producido, quizás inadvertidamente, efectos traslativos de ingresos de los quintiles más ricos a los más pobres a través de la inflación y devaluación.
8. Una de sus ventajas se convirtió en una gran desventaja: se hizo tan predecible e inercial que influía significativamente en el índice de precios (IPC) al ajustar constantemente los valores de los bienes y servicios importados por las constantes devaluaciones. Además, imponía un piso a las tasas de interés en colones al tener que superar la tasa esperada de devaluación más las tasas pasivas en dólares. No había independencia en la fijación de tasas de interés, esencial para la conducción de la política monetaria. Pero el mayor problema, ignorado por la mayoría de los comentaristas, es que al trasladar el riesgo cambiario al Banco Central les garantizaba utilidades a las entidades financieras y, por eso, se ganó su voluntad. Corolario de lo anterior es su animadversión a la flotación.

9. En 1992 tratamos de liberar el mercado cambiario. Ese esfuerzo fue corto, se cometieron varios errores y, al final, se tuvo que abortar. En esa decisión influyeron ciertos grupos de interés. Pero dejó varias enseñanzas.
10. Una de ellas es que era la decisión acertada en esa época por todas las razones técnicas ofrecidas a favor de la flotación en este ensayo. Si se hubiera continuado, hace tiempo estaríamos en el esquema de *inflation targets* y tendríamos una menor inflación.
11. En esa oportunidad, las fuerzas políticas de oposición la combatieron acremente, al igual que a la primera flotación. Irónicamente, 14 años después, un presidente ejecutivo del BCCR perteneciente a esa misma agrupación, Francisco de Paula Gutiérrez, me dio la razón. En octubre del 2006 él mismo reconoció que las “minis” se habían agotado y adoptó el régimen de bandas como paso previo a la flotación administrada. Yo sonreí en silencio. Y me dije: para verdades, el tiempo.
12. Tuve –y tengo- para mí que los grupos de presión se encargarían de combatirla, al igual que han combatido ahora las bandas. Esa presión hay que terminarla, por el bien del país.
13. A pesar de que la segunda flotación se abortó prematuramente, mantuvo las principales características de un régimen cambiario flexible:
 - a. las decisiones cambiarias formales dejó de tomarlas el BC y se trasladaron al mercado privado.
 - b. El Banco Central se destetó del pesado fardo de tener que devaluar (en firme) cada semana, como antes, y soportar la oposición política en la Junta Directiva.
14. Fue un error acceder a que el Banco Central compra las “colas” de los bancos comerciales. Contaminaba la política monetaria con emisión o esterilización no programada y afectaba la inflación presente o las pérdidas de la institución, lo que equivale a inflación futura. Hoy lo sigue haciendo.
15. Una opción diferente al establecimiento de las bandas actuales habría sido simplemente dejar de comprar “colas” en el mercado cambiario.
16. El Banco Central se habría ahorrado toda la ordalía de las bandas cambiarias y su intervención concomitante en el mercado cambiario. Y nada le habría impedido intervenir ocasionalmente para moderar oscilaciones violentas, como manda la ley, y permitir que se manifestaran las tendencias cambiarias conforme varían los “fundamentales”.
17. Eventualmente, el Banco Central volvió a las minidevaluaciones. Y ahí se estancó por más de una década.
18. De las minidevaluaciones pasamos a las bandas cambiarias. Su implementación ha sido azarosa, por decir lo menos. En los primeros días de operación, el mercado cambiario se manifestó superavitario y el BCCR tuvo que intervenir comprando divisas a los bancos comerciales (le pasó lo mismo que a mí en 1992). Durante meses, la compra se incrementó. Por entonces, las expectativas habían cambiado completamente. Yo seguía esperando de que el Banco actuara más flexiblemente, pero en vez de liberar la política monetaria con menor emisión, más bien empeoró la situación.
19. No hubiera sido necesario actuar así si el régimen cambiario hubiera sido más flexible. Si se hubiera dejado flotar, las cotizaciones habrían alcanzado más

- rápidamente su nuevo equilibrio y las tasas de interés no hubieran tenido que incrementarse marcadamente, como sucedió en ese período. Y esa es otra conclusión de este estudio: los movimientos de capital, especialmente provocados por factores externos, son difíciles de prever y las autoridades pueden equivocarse, aún si actúan de buena fe. Es preferible dejar que el mercado actúe prontamente y evitar los daños colaterales a la economía y el sistema financiero.
20. El régimen de bandas y, en particular, la flotación de hecho que se dio entre ellas durante un periodo de tiempo, fueron objeto de constantes críticas. En este trabajo se analizan esas críticas y se aportan los contra argumentos de rigor. Descartamos, por ejemplo, la concentración del mercado cambiario como una fuerza escondida en los bancos estatales. Son otras fuerzas las que determinan los equilibrios diarios (oscilaciones) y las tendencias de mediano y largo plazo. Y esta es otra conclusión relevante.
 21. Si se deseara evitar las oscilaciones en un mercado cambiario libre habría que retroceder a un tipo de cambio fijo o semi-fijo, lo cual sería técnicamente incorrecto por todas las razones esgrimidas en este ensayo. Y esta es otra de las conclusiones aquí formuladas: ya no es posible retroceder a un tipo de cambio fijo.
 22. Dijo la Memoria Anual del Banco Central del 2010: *“El grado de volatilidad que presentó el dólar en el mercado cambiario costarricense en el 2010 fue similar al presentado por otras monedas latinoamericanas y principales divisas internacionales, cuya determinación se da en el esquema de flotación cambiaria. Por ejemplo, en CR la volatilidad promedio fue de 1,24%; en México 0,99%; Colombia 1,04%; Brasil 1,10%; Chile 1,19%; Japón 1,06%.”*⁸³ Nosotros hicimos nuestras esas conclusiones.
 23. Lo anterior nos permite agregar otra conclusión: En los mercados cambiarios libres siempre hay –y habrá– un cierto grado de volatilidad. Pero, en el caso del mercado cambiario costarricense, esa volatilidad puede ser considerada “normal”, en el sentido de ser semejante a la que se observas en otros mercados cambiarios. Y es algo con lo que debemos aprender a vivir.
 24. En Costa Rica no hemos tenido en el último año un problema de volatilidad sino, más bien, un problema del nivel del tipo de cambio real, relativamente más bajo que el prevaleciente en períodos anteriores. Esa debería ser la queja, no la volatilidad.
 25. En todo el proceso de liberalización del sistema cambiario se ha tratado de encontrar un tipo de cambio real de equilibrio. Pero no ha sido fácil. Resulta muy difícil establecer el tipo de cambio real de equilibrio con base en la teoría de la PPP. Simplemente, las circunstancias pueden cambiar.
 26. Si no hay un tipo de cambio real de equilibrio y el Banco esteriliza colocando títulos en colones (bonos de estabilización monetario u otros similares) pagando altas tasas de interés en el mercado local para comprar dólares que reeditúan intereses muy bajos en el exterior, incurre en pérdidas que afectarán, tarde o temprano, la inflación futura.
 27. Se analizaron varias experiencias de países en desarrollo para que pudiéramos vernos en sus espejos. México fue uno de ellos. El Banco de México decidió,
-

- primero, tratar de sostener el tipo de cambio sobrevaluado vendiendo reservas y, luego, hizo ajustes discretos que el mercado consideró insuficientes. En un año perdió buena parte de los \$20.000 millones de reservas acumuladas, hasta que no tuvo más remedio que dejar flotar la moneda. Por esa razón, algunos comentaristas afirman que lo peor que puede hacer un banco central es nadar contra corriente. Y esa es otra conclusión de este trabajo.
28. Técnicos autorizados han recomendado a los países en desarrollo dejar flotar sus monedas para enfrentar más adecuadamente el creciente problema de las entradas de capital. Las soluciones que proponen algunos, como el FMI, de imponer controles de capital (sujeto a ciertas condiciones), pueden resultar inefectivas. Y no se refieren a cuál debe ser el régimen cambiario ideal.
 29. La carga de la prueba en relación con la posible intervención del Banco Central en el mercado cambiario para evitar una mayor apreciación de la moneda nacional corresponde al Banco Central. Las principales cuestiones son estas: ¿en qué nivel debería el Banco Central intervenir? ¿Cómo determinar que el nivel de la banda inferior, fijado hace casi cinco años, es un buen nivel para intervenir? ¿Ha variado el tipo de cambio real de equilibrio por variaciones en los fundamentales? ¿Por qué se justifica la intervención en ese nivel y no en otros? ¿Cuáles son los perjuicios para los exportadores y/o para el país en general si se aprecia más (o menos) la moneda nacional? ¿Si se están apreciando las monedas en todos los países en desarrollo con quienes competimos (según informes del FMI) ¿por qué se va a afectar nuestra competitividad? Las respuestas a estas preguntas corresponden al Banco Central y no las ha proporcionado. Para justificar la intervención (y trasladar el costo del ajuste a otros sectores) el BCCR tiene que demostrar el perjuicio. La transparencia en las políticas económicas así lo exige.
 30. La evaluación de los resultados de las bandas no las favorecen. Si comparamos las cifras de emisión a noviembre del 2006 con la prevaleciente a noviembre del 2010 vemos que ha aumentado casi en un 60% en solo 4 años. Ese es un porcentaje muy elevado. Algo similar sucedió con la liquidez: el saldo en noviembre, 2006 era 2.475.892 millones de colones y en abril, 2011 había crecido a 5.210.538. Es decir, se duplicó. Esa fuerte expansión de la emisión y liquidez, sin embargo, no se realizó uniformemente. La emisión fue más elevada en los períodos en que el tipo de cambio se recostó a la banda inferior (alrededor del 28%) pues el BCCR se veía forzado a emitir para defender el tipo de cambio. En cambio, en el período en que la moneda flotó libremente dentro de las bandas, de agosto 2009 a agosto 2010, la emisión sólo subió un 7%, lo cual fue compatible con una inflación baja. El IPC en 2009 y 2010 reflejó los niveles más bajos de la historia: 4,65% y 5,95% respectivamente. La conclusión es que con la flotación, la emisión se redujo al igual que la inflación; en el resto de los períodos de las bandas, cuando el Banco Central intervino en su defensa, la emisión se expandió y la inflación subió.
 31. Lo más perturbador en estos momentos es que las bandas se impusieron para manejar el problema de las entradas de capital. Y se ha decidido prolongarlas precisamente por la presencia de entradas de capital. ¿Entonces?
 32. Una de las inquietudes más grandes que surgen al momento de escribir este informe es averiguar por qué la misma Junta Directiva, que abrazó la flotación en primera instancia como régimen transitorio pero necesario para enfrentar los

- problemas de la entrada de capitales e imponer el esquema de *inflation targets*, ha vacilado tanto en su implementación y prorrogado indebidamente el status quo. El país incurre en costos y en traslado de recursos de unos grupos sociales a otros. No encuentro razones técnicas para no hacerlo. El FMI tampoco, según se desprende de su último informe reseñado en La Nación el 1 de junio de 2011. Más bien, recomendó a las autoridades flotar la moneda y avanzar al esquema de *inflation targets* a la mayor brevedad. Siendo el Fondo un organismo técnico especializado, se confirma que hay razones técnicas para implementar la reforma. Y si no hay razones técnicas para posponerla sino, más bien, para adelantarla, pienso que una explicación plausible es la presión de grupos de interés contrarios a la reforma. En estos cinco años han surgido presiones externas al Banco Central para evitar que avance al régimen de flotación administrada. Igual sucedió en 1992, cuando se liberalizó el mercado cambiario.
33. La anterior conclusión nos lleva a otra que es también muy importante: para evitar que las presiones externas incidan en las decisiones del Banco Central, es necesario modificar la LOBC que permite al Poder Ejecutivo remover libremente al Presidente Ejecutivo del Banco Central. El jerarca del Banco Central sólo debería poder ser removido por justa causa (con la participación del Poder Judicial), y las causas de remoción deberían estar establecidas taxativamente en la ley. Esa reforma garantizaría un mayor grado de independencia a esa entidad.
 34. La inquietud anterior cobra fuerza ante el desequilibrio macroeconómico experimentado actualmente en Costa Rica: déficit fiscal y déficit comercial, financiado con amplias entradas de capital. Si cambiaran los sentimientos de los inversionistas sobre la sostenibilidad del desequilibrio, podrían revertirse las entradas de capital, o una parte de ellas. Desde el punto de vista fiscal, poco se está haciendo para corregir el desequilibrio macroeconómico. En esas circunstancias, el tipo de cambio nominal podría subir abruptamente, al igual que las tasas de interés, y afectaría la confianza en un régimen cambiario flexible a pesar de que, en realidad, el causante sería el desequilibrio macro.
 35. El ataque más reciente al régimen cambiario flexible se asocia con las entradas de capital, inusualmente cuantiosas en el último año. Unos pretenden imponer controles a esos movimientos; otros, modificar el régimen cambiario. Mi respuesta, amparada al criterio de investigadores reconocidos, es liberar el régimen de bandas que implica un seguro cambiario para los inversionistas y, así, generar incertidumbre para desestimular las entradas especulativas de capital, y rescatar las metas de inflación.
 36. Llegamos, finalmente, a responder la pregunta de fondo planteada al inicio de este ensayo: ¿Cuál será el régimen cambiario en el futuro? La respuesta, sin ninguna duda, es la flotación libre o administrada. Por dos razones: 1) ya hemos probado sistemas de tipos de cambio fijos y súper-fijos, minidevaluaciones, bandas estrechas, planas y rampantes, y ninguno ha funcionado adecuadamente; y 2) los objetivos esenciales establecidos en la LOBC y la decisión de la Junta Directiva que adoptó las bandas como régimen temporal para avanzar al sistema de *inflation targets*, requieren controlar la inflación. Y eso exige implementar un sistema cambiario más flexible, ya sea una flotación limpia o administrada. No hay más opciones.

37. Pero si las autoridades no solucionan adecuadamente el problema del desequilibrio macroeconómico y si se presentara una crisis externa, un régimen cambiario flexible mostraría con toda crudeza y exactitud las variaciones en la oferta y demanda de divisas. Ningún régimen cambiario, por más moderno que sea, podrá sustituir el buen manejo de las políticas macroeconómicas.
38. ¿Entonces, cuál sería la contribución de un régimen cambiario flexible al sistema económico costarricense? Primero, liberar al Banco Central de la obligación de fijar un tipo de cambio real y tener que defenderlo. Eso, en sí, sería un alivio. Segundo, ayudar a controlar la inflación y restituir, de una vez por todas, ese objetivo esencial del Banco Central. También permitiría que la parte real de la economía (producción) se acomodara más rápidamente a los choques externos y entradas de capital sin tener que sacrificar innecesariamente la producción, el empleo ni los precios internos ante cambios en los “fundamentales”. Yo con eso me daría por satisfecho.

BIBLIOGRAFIA

1. Jorge Guardia Quirós. Del Cambio Fijo a la Liberación Cambiaria Litografía e Imprenta LIL. S.A.
2. Guardia Quirós Jorge. Reformas al régimen cambiario. BCCR, 1992.
3. Félix Delgado, Experiencia de Costa Rica con el sistema de Minidevaluaciones: El régimen cambiario 1984 a 2006. Academia de C.A. 2006.
4. Monetary policy transmission in an emerging market setting *Rudrani Bhattacharya, Ila Patnaik and Ajay Shah* International Monetary Fund WP/11/5. Pág. 21.
5. FMI The impact of capital and foreign exchange flows to developing countries (WP/10/154), julio del 2010.
6. IMF Working Paper. WP/11/9 Capital flows, Exchange Rate flexibility and the Real Exchange Rate. Combes, Kinda and Plane.
7. IMF. Staff Report for the 2010 Art. IV Consultation with CR, Pág. 9.
8. Sebastian Edwards, Exchange Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention, Octubre 2000 (revisado en Septiembre 2001).
9. Sebastian Edwards: The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited. University of California in LA. Monetary Policy under Inflation Targeting, edited by Frederic Mishkin and Klaus Schmidt-Hebbel, Santiago, Chile. © 2007 Central Bank of Chile.
10. Eduardo Lizano, Volatilidad y Vulnerabilidad : el caso de Costa Rica 20 años (1984-2004) sin crisis. Serie estudios No 16 Academia de Centro América, 2006.
11. Eduardo Lizano y Grettel López, editores. Academia de Centro América. Estudio Anual 2006. Régimen Cambiario en CR.
12. Agustin Cartens. IMF. Twenty Years without a Crisis in Costa Rica: The IMF's View. Speech by Agustin Cartens, Deputy Managing Director.
13. Jorge León Murillo, Bernal Laverde Molina, Rodolfo Durán Víquez. BCCR Pass Through Del Tipo De Cambio En Los Precios De Bienes Transables Y No Transables En Costa Rica.

14. BCCR. Mercado Cambiario en CR y pasivos con costo del BC, División Económicas, 7 de abril, 2010
 15. BCCR Memoria Anual 2010.
 16. Carlos Torres. Tipo de Cambio Real de Equilibrio para CR: enfoque BEER¹. BCCR. 2009.
 17. Carlos Monge y Carlos Torres. Estimación de déficit en Cta. Cte. coherente con entradas de Capital de largo plazo sostenibles: periodo 2009-2009. BCCR. Marzo 2010
 18. Paulina Rodríguez José Miguel Villena. **ESTUDIOS ECONÓMICOS BANCO CENTRAL DE CHILE**. El mercado cambiario chileno en el período 1998-2008 N.º 75 - Marzo 2009
 19. Global Financial Stability Report, abril 2011. Chapter 1 Key Risks and Challenges for Sustaining Financial Stability
 20. Constitución Política de la República de Costa Rica
 21. Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, No 1552 de 1952
 22. Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobado en Costa Rica mediante Ley N° 6223 del 27 de abril de 1978.
- Sentencia de la Corte Plena de las 11 horas del 14 de julio de 1981 que declaró inconstitucional al flotación del colón, en juicio incoado por Beneficiadora Santa Elena.