

LA ENCRUCIJADA DEL DÓLAR

Eduardo Lizano

Resumen

El autor hace un recuento de los regímenes cambiarios que han estado vigentes en el pasado y presenta las rutas alternativas que podrían tomarse a futuro: mantener el régimen de bandas cambiarias, régimen de flotación simple, régimen de flotación administrada y dolarización. Expone las ventajas y desventajas de cada uno y, dadas las condiciones internas de la economía nacional y las perspectivas de la economía internacional, considera que la opción más conveniente pareciera inclinarse a la adopción del régimen cambiario de la flotación administrada. Enumera los objetivos del Banco Central y los instrumentos disponibles para alcanzarlos y presenta una amplia discusión sobre los puntos de divergencia que existen acerca de ambos.

EDUARDO LIZANO
Asociado de la Academia
de Centroamérica.

“... the crisis has already influenced the theory and practice of modern central banking and no doubt will continue to do so.”

BERNANKE. (2011).

“...there is growing recognition that the conventional approach to central banking needs to be rethought.”

EICHENGREEN *et al.* (2011).

Introducción*

En estas notas se abordan los siguientes temas. En la primera sección se analiza la evolución del régimen cambiario en las últimas tres décadas. En la segunda se hace referencia a los tipos de cambio y la economía nacional. En la tercera sección se considera la política cambiaria y el Banco Central. En la cuarta, se mencionan las principales divergencias acerca de los objetivos e instrumentos del Banco Central (BC). Se concluye con algunas reflexiones.

I. La evolución del régimen cambiario

El país ha adoptado diversos regímenes cambiarios en las últimas tres décadas. A continuación se hace una breve referencia a la experiencia del pasado, la situación actual y las opciones para el futuro inmediato.

1. El pasado

Se pueden distinguir dos regímenes cambiarios, a saber: el tipo de cambio nominal fijo hasta la crisis de 1981-1982 y el régimen de las “minidevaluaciones” desde 1984 hasta el año 2005.

* La mayor parte de las ideas planteadas en este documento se formularon en la exposición hecha en el Almuerzo Empresarial organizado por el Banco Nacional de Costa Rica, 9 de julio de 2013.

- a) El régimen del tipo de cambio nominal fijo.
- En este caso, el *objetivo* del (BC) consistía en mantener el tipo de cambio nominal fijo.
 - Los *instrumentos* que el BC utilizaba eran dos:
 - Control de la demanda global a fin de impedir un exceso de importaciones, es decir evitar una erogación excesiva de dólares.
 - Acumulación de reservas monetarias internacionales (RMI) para satisfacer la demanda de dólares.
 - La *acción* del BC se basaba en:
 - Comprar y vender dólares al tipo de cambio nominal fijado por él mismo.
 - Modificar, cada cierto tiempo, el tipo de cambio nominal. Se llegó hasta ₡8,60 por un dólar de EE.UU¹.
- b) El régimen de las “minidevaluaciones”.
- El *objetivo* del BC, era mantener la estabilidad del tipo de cambio real. De esta manera, el tipo de cambio desempeñaba un papel “neutral”: no favorecía ni perjudicaba a las exportaciones ni a las importaciones.
 - Los *instrumentos* del BC eran principalmente tres:
 - Modificar el tipo de cambio nominal de acuerdo con el comportamiento de la inflación nacional y el de la inflación internacional.
 - Acumular RMI para disuadir ataques especulativos contra el colón.
 - Buscar la convergencia de las tasas de interés del mercado financiero nacional con las del internacional.
 - La *acción* del BC se circunscribía a:
 - Comprar y vender dólares el tipo de cambio nominal fijado por el BC.
 - Modificar, cada cierto tiempo, la metodología para calcular la inflación nacional, así como la frecuencia de las modificaciones del tipo de cambio nominal (mensual, diaria).

1 Cuando se consideraba necesario devaluar el colón, es decir pasar de un tipo de cambio nominal a otro, por lo general, se procedía prudentemente. Para ello se aplicaban tipos múltiples de cambio es decir el nuevo tipo de cambio nominal se aplica poco a poco a todas las importaciones y a las transacciones financieras con el exterior y no de una sola vez. Esto con el fin de evitar ajustes de precios demasiado fuertes.

2. **El presente**

En la actualidad, el BC ha adaptado el régimen de la banda cambiaria.

El *objetivo* del BC consiste en mantener la estabilidad del tipo de cambio nominal.

Los *instrumentos* del BC son:

- Establecer la banda (un “techo” y un “piso”) dentro de la cual el tipo de cambio nominal puede fluctuar libremente. Mientras el tipo de cambio nominal no se salga de la banda, el BC no interviene en el mercado cambiario. Compra divisas si se sale del “piso”, o las vende cuando se sale del “techo”.
- Acumular RMI para hacer frente a la situación si el tipo de cambio nominal se sale del “piso” de la banda.
- Fijar la “banda”: el ancho y la pendiente.

3. **El futuro**

- Al BC se plantean cuatro opciones para el futuro inmediato:
 - Mantener el régimen de la “banda” cambiaria.
 - Establecer un sistema de flotación “simple”.
 - Adoptar un sistema de flotación “administrada”.
 - Proceder a la dolarización es decir, sustituir la moneda nacional por la estadounidense.
- Cada una de estas cuatro opciones presenta ventajas y peligros para el país. Se necesita por consiguiente hacer un balance. Dadas las condiciones internas de la economía nacional y las perspectivas de la economía internacional, el balance se inclina por la adopción del régimen de la flotación “administrada”, tal como se explica a continuación.
- En cuanto a la banda “cambiaria” el BC ha considerado éste como un régimen transitorio mientras se establece el de la flotación.

Se apuntan tres dificultades a este régimen cambiario:

- La obligación del BC de intervenir en el mercado cambiario cuando el tipo de cambio nominal se sale de la banda. Esto le puede ocasionar pérdidas considerables. La conducción de la política monetaria –metas de inflación– se vería obstaculizada por el efecto inflacionario de las posibles pérdidas del BC, como consecuencia de su intervención en el mercado cambiario.
- Con no poca frecuencia, el BC crea cierto grado de confusión e incertidumbre cuando ha intervenido en el mercado cambiario aunque el tipo

de cambio nominal no se hubiera salido de la banda. Esto ha acontecido cuando las fluctuaciones, dentro de la banda, se han considerado “exageradas”, ya sea por su magnitud o por su frecuencia.

- En cuanto al régimen de flotación “simple”, es decir cuando el BC se compromete a no intervenir en el mercado cambiario, independientemente del comportamiento del tipo de cambio nominal. Debe tenerse presente que, prácticamente, ningún BC puede desentenderse de una variable tan importante para la economía como lo es el tipo de cambio nominal. De ahí, la poca probabilidad de que el BC adopte este régimen cambiario.
- En relación con la dolarización, en la actualidad este cambio no es ni oportuno ni conveniente para el país. En efecto, en plena campaña electoral no es oportuno presentar el respectivo proyecto de ley a la Asamblea Legislativa. Y en segundo lugar, tampoco es conveniente mientras EE.UU. no adopte reglas fiscales para asegurar la estabilidad de sus finanzas públicas. De no ser así, el BC de ese país tiene que adoptar medidas de política monetaria (emisión monetaria, tasas de interés), cuyas repercusiones bien podrían ser perjudiciales para la economía de los países dolarizados. Podría argumentarse que si Costa Rica no adopta la dolarización siempre será afectada por la política monetaria de EE.UU.; sin embargo, estaría en una mejor posición para “defenderse”, al poder aplicar su propia política monetaria (medidas cambiarias, tasas de interés, acumulación de RMI y metas de inflación).
- La opción más conveniente pareciera entonces inclinarse a la adopción del régimen cambiario de la flotación “administrada”.
- En el caso de la flotación “simple” como se indicó, el BC permite que el tipo de cambio lo determine libremente el mercado cambiario (oferta y demanda de dólares). En el caso de la flotación “administrada”, por el contrario, el BC si interviene en el mercado cambiario cuando considere que las fluctuaciones del tipo de cambio nominal son “excesivas” o “injustificadas”. Para efectos prácticos, el BC establece determinados límites dentro de los cuales el tipo de cambio nominal puede fluctuar, cuando se sobrepasan entonces interviene en el mercado cambiario. El BC trata de evitar las fluctuaciones exageradas del tipo de cambio, pero no busca modificar su tendencia.
- Los instrumentos del BC son:
 - Establecer las normas de intervención en el mercado cambiario, las cuales pueden ser públicas o no.
 - Disponer de RMI para participar en el mercado cambiario, según las circunstancias.

- La *acción* del BC consiste en la compra o venta de dólares en aquellas situaciones en las cuales las fluctuaciones del tipo cambio nominal sean consideradas, a su criterio, “excesivas” o “injustificadas”.

II. El tipo de cambio y la economía nacional

Los regímenes cambiarios inciden sobre las decisiones de los agentes económicos (AE) –consumidores, ahorrantes, inversionistas (locales y extranjeros) y productores– por diferentes razones. A continuación se mencionan las principales.

1. La incertidumbre.

- Los regímenes cambiarios plantean a los AE cierto grado de incertidumbre.
 - El régimen de tipo de cambio nominal fijo no les permite conocer las circunstancias en las que el BC modifica el tipo de cambio nominal.
 - En el caso de las “minidevaluaciones”, los AE desconocen la frecuencia de los ajustes del tipo de cambio nominal (¿diaria, mensual?). Los AE tampoco conocen los cambios en la canasta de monedas extranjeras que el BC utiliza para calcular la inflación externa, ni la importancia relativa de cada una de ellas.
 - Cuando se trata de la banda cambiaria, los AE desconocen las reglas del BC para determinar el ritmo del ajuste de la banda: ni la dirección (pendiente), ni la frecuencia, ni la magnitud.
 - En relación con la flotación “administrada” los AE, con frecuencia, desconocen las normas del BC para intervenir en el mercado cambiario. Tampoco están al tanto del objetivo del BC con respecto al tipo de cambio: si busca estabilizar el nominal, el real o ambos.
 - Finalmente, si el país se decidiera por la dolarización los AE estarían a merced de la política monetaria adoptada por el BC de EE.UU.
 - Como puede verse los regímenes cambiarios carecen, en general, de suficiente transparencia. Los grados de discrecionalidad del BC son diferentes según sea el régimen cambiario, pero en todo ellos los AE deben enfrentar grados de incertidumbre más o menos considerables.

2. Por otra parte, la política cambiaria incide en la estabilidad macroeconómica (nivel de precios) y en la competitividad del país en los mercados internacionales. Así, la política cambiaria influye, de manera significativa, en las decisiones de consumo, ahorro, inversión y producción de los AE y, por ende, en el ritmo de crecimiento económico

y en las oportunidades de empleo. Lo anterior explica por qué según Fischer ningún banco central puede desentenderse del comportamiento del tipo de cambio².

III. La política cambiaria y el Banco Central

La política cambiaria del Banco Central depende, en buena medida, de las circunstancias prevalecientes (su entorno) y de los objetivos que se propone alcanzar, así como de los instrumentos disponibles.

1. Del entorno internacional.

En la actualidad, la crisis internacional perjudica a la economía costarricense al menos desde dos puntos de vista:

- La demanda internacional crece de manera insuficiente lo cual se debe, a la vez a: la baja tasa de crecimiento económico en los países industrializados (EE.UU., UE, Japón), al alto desempleo que aqueja estas economías y a las dificultades fiscales en varios países, principalmente de la Unión Europea (UE). Esta evolución de la economía internacional dificulta el crecimiento de las exportaciones del país.
- La competitividad nacional se pone en peligro. De hecho, los programas monetarios (emisión monetaria) para tratar de reactivar la economía de los países industrializados, han reducido las tasas de interés prácticamente a cero. Esto ha ocasionado movimientos de capitales considerables hacia los países en vías de desarrollo, con la consiguiente apreciación de las monedas locales, como el colón. Ello repercute en una pérdida de competitividad de las exportaciones nacionales en los mercados internacionales³. Así, no sólo la demanda crece lentamente, sino que además se dificulta el acceso a los mercados tradicionales de exportación, se trate de EE.UU. o de la UE⁴.

2 “No central bank ... can be indifferent to the level of exchange rate” (2011, p.11).

3 “...massive and rapid copital inflaws may induce step exchange rate appreciation in short period of time, damaging competitiveness of export sector and potentially reducing economic growth...” IMF, 2017, p.111.

4 Debe reconocerse que las políticas monetarias no convencionales adoptadas por los bancos centrales de los países industrializados tienen también efectos positivos en los países en vías de desarrollo, como Costa Rica. Dichas políticas han impedido que la Gran Recesión llegara a convertirse en otra Gran Depresión. Es más, The Economist indicaba que “... Central banks have cushioned the developed world’s economies in a difficult period. They have yet to boost growth as they had hoped...” (April 6 th 2013, p.30).

2. Del entorno nacional.

En la actualidad, las circunstancias prevalecientes en el país tampoco son satisfactorias. Ellas representan un serio obstáculo para la ejecución de la política del Banco Central. Debe señalarse concretamente:

- La situación deficitaria de las finanzas públicas durante varios años, dificulta al Banco Central la utilización de la tasa de interés, como instrumento de política monetaria.
- La política de tarifas de los servicios públicos, incide, de manera apreciable, en el aumento del nivel de precios (inflación). Esto representa un obstáculo adicional para poder alcanzar la meta de inflación.
- La ineficiencia de las entidades públicas para realizar obras de infraestructura (transporte y energía) impide aumentar la productividad de la economía nacional.
- El desarrollo de la campaña política, con vista a las elecciones de febrero de 2014, crea cierto grado de incertidumbre.
- Sin duda, tanto el entorno internacional como el interno ponen en evidencia que el Banco Central debe hacer frente hoy a una situación anormal.

3. De los objetivos y los instrumentos.

La política cambiaria del BC debe enmarcarse dentro de sus objetivos así como tomar en consideración los instrumentos a su disposición.

En el cuadro a continuación se enumeran los objetivos del Banco Central y los instrumentos disponibles para alcanzarlos.

Objetivos	Instrumentos
Meta cuantitativa de inflación flexible (reducir la brecha entre meta de inflación y la inflación observada).	Tasa de interés de política monetaria. Variables monetarias y crediticias.
Uso de los recursos productivos del país (reducir la brecha entre el PIB potencial y el PIB observada)	Tasa de interés de política monetaria. Variables monetarias y crediticias.
Estabilidad Financiera (macro prudencial)	BC como prestamista de última instancia. Capital y reservas de los intermediarios financieros de acuerdo con riesgos. "Blindaje" del sistema financiero.
Estabilidad tipo de cambio (flotación "administrada").	Reservas monetarias internacionales. Control de capitales extranjeros.

No hay acuerdo acerca de estos objetivos, ni tampoco sobre estos instrumentos. Existe una álgida discusión al respecto. Las divergencias son muy marcadas. Sobre la mesa se encuentran diferentes puntos de vista.

a) En cuanto a los objetivos:

- i. Se plantea que la adopción de las metas de inflación flexible, como base de la política monetaria, implica de hecho dos objetivos: la estabilidad de precios y el uso de los recursos productivos del país⁵.
- ii. Dada la dificultad de estimar el PIB potencial, con frecuencia, se utiliza como alternativa el nivel de desempleo. Se trata así de reducir al máximo la brecha entre la “tasa natural” de desempleo y la tasa observada de desempleo.
- iii. En cuanto a la estabilidad del sistema financiero, la actual crisis internacional ha puesto, una vez más, en evidencia cuán importante es este objetivo para el BC. En realidad, la función del BC como prestamista de última instancia, a fin de evitar los “pánicos” financieros, se encuentra en los orígenes mismos de los bancos centrales.

Sin duda, una de las principales lecciones de la actual crisis internacional consiste en reconocer que la estabilidad de precios no es suficiente para asegurar la estabilidad financiera⁶. Por ello, la política macroprudencial busca, concretamente, *evitar, determinar* la evolución y *administrar* los riesgos sistémicos del sector financiero. En última instancia, se trata de que los riesgos sistémicos no se den y cuando ocurran entonces los accionistas de los intermediarios financieros deben asumir los costos correspondientes (internalizar el costo de los riesgos) y no sus clientes, ni quienes pagan los impuestos.

Los bancos centrales y el de Costa Rica no es la excepción, ponen, en la actualidad, especial atención, incluida la organización institución y las normas legales, a fin de dar a este objetivo una alta prioridad⁷.

5 Es interesante indicar aquí la opinión de algunos autores:

“... It is clear that central banks should care not only about promoting low and stable inflation, but should also want to promote maximum sustainable output and employment”, (Mishkin, 2007);

“Flexible inflation targeting means that monetary policy aims at stabilizing both inflation around inflation target and the real economy...”, (Svenson, 2009).;

“Few central banks if any, care only about inflation... the ultimate target remain output and inflation stability...”, (Blanchard, 2010).

6 “Price stability does not suffice to ensure financial stability...”,(Ingves 2013).

7 Bernanke (2011) no duda en considerar que “... One of the most important legacies of the crisis will be the restoration of financial stability policy to co-equal status with monetary policy “ y luego afirma “... the responsibility of central banks to protect financial stability is at least as important as the responsibility to use monetary policy effectively in the pursuit of macroeconomic objectives”.)

- iv. En relación con la política cambiaria debe reconocerse, como se indicó anteriormente (nota 2), que ningún banco central puede desentenderse del comportamiento del tipo de cambio. Además, Blanchard (2010) considera que, en el caso de economías pequeñas y abiertas, se debería reconocer que la estabilidad del tipo de cambio es uno de los objetivos del Banco Central⁸.

El tipo de cambio –el nominal y el real– representa una variable clave para la economía. Por ello, reprimir o impedir su ajuste sería perjudicial para la economía nacional. De ahí entonces que las fluctuaciones “normales” de corto plazo del tipo de cambio nominal y la tendencia “justificada” de mediano plazo del tipo de cambio real representan mensajes muy importantes para la toma de decisiones por parte de los agentes económicos. Por otra, parte el BC debe evitar la volatilidad “excesiva” del tipo de cambio nominal, así como la apreciación “injustificada” del tipo de cambio real.⁹ Debe quedar claro que el BC no establecería una meta cuantitativa para el tipo de cambio nominal, ni tampoco para el real.

- b) En referencia a las instrumentos varias observaciones son necesarias:
 - i. La tasa de interés de política monetaria desempeña un papel muy importante para alcanzar la meta de inflación, pero no debe considerársela como el único instrumento a su disposición¹⁰.

De hecho, no pocos bancos centrales, el más conocido de ellos es el banco central alemán (Buba), antes de la creación del euro, y el Banco Central Europeo (BCE) una vez establecida la moneda única, han tomado en cuenta también ciertas variables monetarias, principalmente, relacionadas con el comportamiento del crédito bancario.

La dificultad técnica con respecto a la estimación de la tasa monetaria de política monetaria (TIPM) consiste en establecer la relación causal entre ésta y la meta de inflación. De hecho, se supone que en el tanto la tasa de interés de corto plazo (“overnight”) en el mercado financiero concuerde con la TIPM entonces se logrará alcanzar la meta de inflación. Otra

8 “Central Banks in small open economies should openly recognize that exchange rate stability is part of their objective function”, (2010). El autor vuelve sobre el mismo tema en *Monetary Policy in the Wake of the Crisis* (2011). Por otra parte, Eichengreen et al. (2011) afirman que “... it is an inescapable reality that governments have tried to maintain an undervalued currency as a key element of their growth strategy” (p. 27). Rodrik (2007, 2009) va aun más allá al considerar que desde el punto de vista del desarrollo de los países pobres es conveniente mantener la moneda nacional relativamente devaluada.

9 El párrafo anterior está basado en el texto de Lizano 2012, pp. 196-197.

10 “... there is no “single” or “best” way to conduct monetary policy-making, and that different approaches or frameworks can lead to successful policies...”, Issing, 2013.

dificultad se refiere a la necesidad de fijar los límites (el ancho del “corredor”) dentro de los cuales la tasa de interés de corto plazo puede fluctuar sin que el BC deba intervenir en el mercado monetario de corto plazo. Finalmente, el BC debe también establecer el procedimiento mediante el cual intervendrá en el mercado financiero, cuando la tasa de interés de corto plazo se sale de los límites del “corredor”.

- ii. En relación con la estabilidad del sistema financiero son varias las medidas específicas, unas a cargo del BC, otras del CONASSIF.
 - El BC debe poner especial énfasis en desempeñar de manera adecuada su papel de prestamista de última instancia, con el fin de salvaguardar la liquidez y el sistema de pagos del sistema financiero.
 - El ámbito de la regulación macroprudencial debe ampliarse.
 - La supervisión microprudencial debe llevarse a cabo de manera eficiente.
 - La capitalización adecuada de los intermediarios financieros representa quizás la medida macroprudencial más importante.
 - Las consecuencias de la exposición de los intermediarios financieros a diversos riesgos (“stress test”) debe efectuarse de manera rutinaria, a fin de evitar “sorpresas” desagradables.
 - El BC debe prestar especial atención al comportamiento del crédito global y sectorial, así como al endeudamiento externo de los intermediarios financieros.
- iii. Cuando el BC opta por la flotación “administrada” debe tomar decisiones difíciles, a saber:
 - Adoptar los criterios para decidir cuando la volatilidad del tipo de cambio nominal se considera “excesiva” y la apreciación del tipo de cambio real “injustificada”.
 - Establecer las reglas de intervención, es decir dar respuesta a las preguntas acerca de *cuándo*, en *cuánto* y *cómo* intervenir en el mercado cambiario.
 - Decidir *qué*, *cómo* y *cuándo* comunicar a los agentes económicos y al público en general, las decisiones tomadas por el BC sobre sus normas de intervención.¹¹

11 El párrafo anterior está basado en el texto de Lizano, 2012, pp. 197-198.

El instrumento más utilizado por los bancos centrales para alcanzar sus objetivos en el ámbito cambiario consiste en intervenir en el mercado cambiario, mediante la compra y venta de divisas.¹²

Si el BC decide adquirir divisas –aumentar sus reservas monetarias internacional– debe considerar:

- ¿Cuál es la proporción de la emisión monetaria que el BC debe absorber cuando adquiere las divisas?
- ¿Cuál es el efecto de esa absorción en las pérdidas del BC?
- ¿Cuál es el impacto del aumento de las pérdidas del BC en la meta de inflación?

Como puede observarse de las consideraciones anteriores la tarea del BC de escoger objetivos y utilizar instrumentos no es nada fácil. En la sección siguiente se examina esta tema con mayor detalle.

IV. Las divergencias acerca de los objetivos y los instrumentos

La discusión sobre los objetivos y los instrumentos del BC plantea, como ya se indicó, serias divergencias. A continuación, en apretada síntesis, se mencionan los principales puntos de la amplia discusión sobre el tema.

1. Quienes consideran que el BC debe tener un único objetivo: meta de inflación. Si el BC tiene varios objetivos bien puede quedarse “sin el santo y sin la limosna”: descuida el control de la inflación y no alcanza los otros objetivos.

Quienes consideran que el BC no puede desatender otros temas, además de la meta de inflación, como la estabilidad del sistema financiero, la evolución del PIB y el comportamiento del tipo de cambio.

2. Quienes consideran que la meta de inflación debe ser determinada por el BC.

Quienes consideran que debe ser fijada por el Ministerio de Hacienda o el Ministerio de Economía.

12 Por ejemplo, en relación con la gestión de Fischer en el banco central de Israel se ha indicado que “...He also bought up foreign currency in unprecedented amounts to drive down the value of the shekel and boost exports...”, Bernanke-Dracchi Políticas MIT Lessons Fischer Soys of his Papils, Bloomberg, June 30, 2013.

3. Quienes consideran que la política del BC no incide en la producción nacional (PIB), insistir en ello significa desperdiciar tiempo y recursos.

Quienes consideran que la política del BC si afecta el PIB. (Tasa de interés, expectativas, política cambiaria).

4. Quienes consideran que el BC debe utilizar la tasa de interés de política monetaria como único instrumento para alcanzar la meta de inflación.

Quienes consideran que el BC debe utilizar también otros instrumentos monetarios y crediticios.

5. Quienes consideran que el BC debe poner énfasis en la estabilidad del sistema financiero.

Quienes opinan que el BC debe centrar su atención nada más en alcanzar su meta de inflación.

6. Quienes consideran que el BC no debe incluir la estabilidad cambiaria como parte de sus objetivos.

Quienes consideran que en países pequeños de economía abierta, sí debe ser un objetivo explícito tal como lo proponen Blanchard, Eichengreen y Rodrik, entre otros.

7. Quienes consideran que el costo del “blindaje” no debe ser sufragado por el BC, sino por el Ministerio de Hacienda o mediante algún impuesto específico cuya recaudación ingresaría al BC.

Quienes consideran que el BC sí puede asumir una parte de ese costo.

8. Quienes consideran que el “blindaje” es una tarea sólo del BC.

Quienes consideran que el “blindaje” es una tarea del sistema financiero, es decir del BC y de otros intermediarios financieros.

9. Quienes consideran que el control de capitales debe ser una medida extrema, aplicarse solo cuando otras políticas del BC (y del MH) ya se hayan tomado.

Quienes consideran esta medida de uso frecuente.

10. Quienes consideran que BC, en el caso de adoptar la flotación “administrada”, debe comunicar al público las normas relativas a su intervención en el mercado cambiario.

Quienes consideran que el BC no debe comunicar dichas normas.

11. Quienes consideran que la toma de decisiones relacionadas con la política macroprudencial deben estar a cargo del BC, aunque la aplicación de algunas medidas pueden recaer en otras instituciones, por ejemplo, CONASSIF.

Quienes consideran que la responsabilidad de la política macroprudencial (decisiones y aplicación) debe ser compartida entre el BC y otras instituciones, por ejemplo, el CONASSIF.

12. Quienes consideran que el BC necesita instrumentos adicionales, algunos de carácter legal, para poder alcanzar sus diferentes objetivos. De esta manera, estaría debidamente “equipado” para hacer frente a la próxima crisis.

Quienes consideran peligroso otorgar al BC más instrumentos. Si se le otorgasen, su aplicación debería ser sólo de manera temporal y requeriría la aprobación previa del Consejo de Gobierno. En todo caso, cuanto mayor poder y discrecionalidad tenga el BC, mayor debe ser la transparencia, la rendición de cuentas y el control político.¹³

Esta enumeración no pretende ser completa. Algunos puntos han quedado en el tintero. Es evidente el amplio margen para dar cabida a muy diversos puntos de vista, opiniones y argumentos. De su confrontación se decantará, poco a poco, al menos cierto grado de consenso sobre el tema de los objetivos e instrumentos del BC.

V. Reflexiones finales

Algunas observaciones son pertinentes:

- i. Aumentar el número de objetivos y de instrumentos dificulta, claro está, la tarea del BC. Más sencillo sería tener un solo objetivo. Sin embargo, facilitar la acción al BC, no pareciera ser un argumento razonable para dejar de lado objetivos importantes tanto para el BC como para la economía del país.
- ii. Encontrarse ante encrucijadas (“trade-offs”) en cuanto a sus objetivos y al uso de sus instrumentos. Tomar decisiones en condiciones de incertidumbre, con información incompleta e insuficiente. Hacer frente a situaciones inesperadas. Todo ello siempre ha sido así para el BC y lo será en el futuro.
- iii. Ser prudente, sin duda, es un buen consejo. El BC debe tener siempre presente que la medicina bien puede resultar peor que la enfermedad. Pero por otra parte,

13 Es importante recordar la posición de Meltzer (2010) “... I proposed that the Federal Reserve should announce the inflation and unemployment rates they expect to achieve in the medium-term. If they failed to reach their stated goals, they could offer an explanation along with an offer to resign. Congress could accept the explanation or the resignation”, (p. 28).

asumir riesgos es inevitable. Navegar en aguas desconocidas. Volar en zonas de turbulencia.

Esto no es algo nuevo, para el BC. En realidad, es su pan cotidiano.

- iv. Algunos objetivos no dependen sólo de las acciones del BC, sino de las decisiones de otras entidades públicas. El BC tiene importantes tareas que realizar. No puede, sin embargo, asumir la responsabilidad de la política económica del país. Si las demás entidades públicas no cumplen con su cometido, los márgenes de acción del BC disminuyen. En todo caso, el BC no puede “esperar” a los demás, es decir supeditar su acción a la de otras instituciones públicas.
- v. El BC debe preocuparse de la opinión de la sociedad civil, sobre sus decisiones. Considerarlas parte de la solución de los problemas nacionales y no como parte de los problemas que enfrenta el país. Si bien el BC no tiene interés de participar en concursos de popularidad, si debe lograr, como objetivo esencial, la confianza y credibilidad de parte, de la opinión pública. De no ser así proliferará la judicialización de las decisiones del BC y arreciarán las presiones sobre él (Casa Presidencial, bancos comerciales, grupos de interés empresariales y laborales, medios de comunicación). Por eso, cuanto más “realista” sea el BC mayor será la posibilidad de mantener su autonomía.¹⁴
- vi. La acción del BC, en el futuro inmediato, abarcará las siguientes áreas prioritarias.
 - Completar el proceso para adoptar la política monetaria basada en las metas de inflación flexible.
 - Concluir la transición de pasar del régimen de la banda cambiaria al de la flotación “administrada”.
 - Establecer una activa política macroprudencial, conjuntamente, con el CONASSIF.
 - Llevar adelante el programa de “blindaje” del sistema financiero.
 - Afinar y perfeccionar el uso de la persuasión moral a fin de lograr la confianza y credibilidad del sector privado (intermediarios financieros, agentes económicos y opinión pública) y de determinadas instituciones públicas cuyas políticas –fiscal, de salarios, de competitividad, de tarifas de servicios públicos– son esenciales para el cabal cumplimiento de sus funciones y el logro de sus objetivos.

14 “... central Banks are more likely to safeguard their independence and credibility by acknowledging the tensions between inflation targeting and competing objectives than by denying such linkages and proceeding with business as usual”, Eichengreen et al, 2011. Debe tenerse presente además que “... Central banks have always carried a mystique beyond justification ... the air of secrecy and power about them persists... central banker should be far humbler today than they were in recent decades...”, Posen, p. 166.

Bibliografía

- Ben S. Bernanke (2011), The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice, 56th Economic Conference, Federal Reserve Bank of Boston.
- Oliver Blanchard (2011), Monetary Policy in the Wake of the Crisis, IMF Macro Conference.
- Oliver Blanchard, Giovanni Dell'Arriccia and Paolo Mauro (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note, SPN /10/03.
- Félix Delgado (2000), La política monetaria en Costa Rica, 50 años del Banco Central, Banco Central de Costa Rica.
- Barry Eichengreen et al. (2011), Rethinking Central Banking, Committee on International Economic Policy and Reform.
- Stanley Fischer (2011), Central Bank Lessons from the Global Crisis, Brahmamanda Lecture, Reserve Bank of India.
- Stefan Ingves (2013), The role of the central bank after the crisis – the challenges ahead, Speech to the Swedish Economic Association.
- International Monetary Fund (2007), World Economic Outlook, October, Globalization and Inequality.
- Eduardo Lizano Fait (2012), Reflexiones sobre el Banco Central, Academia de Centroamérica.
- Alan H. Meltzer (2010), Politics and the Fed, Tepper School of Business, Paper 582, Carnegie Mellon University.
- Adam S. Posen (2013), The Myth of the Omnipotent Central Bank, Foreign Affairs, July / August, p.166-170.
- Dani Rodrik (2007), The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
- Dani Rodrik (2009), Growth after the Crisis, Globalization and Growth: Implications for the Post-Crisis World, Commission on Growth and Development.
- The Economist, April 6th, 2013.