VOLATILIDAD Y VULNERABILIDAD: EL CASO DE COSTA RICA, VEINTE AÑOS (1984-2004) SIN CRISIS

Grettel López C. - Reinaldo Herrera A.
(editores)

academia
DE CENTROAMERICA

337.1
V92v

Volatilidad y vulnerabilidad : el caso de Costa Rica, veinte años (1984-2004) sin crisis / [editado por Grettel López C. y Reinaldo Herrera A.] -- San José, C. R. : Academia de Centroamérica, 2004.
xii, 256 p. : tbs. ; 23 cm.

ISBN 9977-21-058-6

1. APERTURA ECONÓMICA - COSTA RICA. 2. CRISIS ECONÓMICA - COSTA RICA. 3. POLÍTICA ECONÓMICA - COSTA RICA. I. López C., Grettel. II. Herrera A., Reinaldo. III. Academia de Centroamérica. IV. Título.

Diagramación: Luis Fernando Quirós Abarca
Diseño de portada: Susy Campos M.

Primera edición:
© Academia de Centroamérica
San José, Costa Rica, 2005

Con el apoyo de:

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Reservados todos los derechos
Hecho el depósito de Ley

Impreso por Litografía e Imprenta LIL, S.A.
Apartado 75-1100 Tibás
San José, Costa Rica

Prohibida la reproducción total o parcial de esta obra sin el consentimiento por escrito de la Academia de Centroamérica.

CONTENIDO

PRESENTACIÓN XI
AUTORES XV
SIGLAS Y ACRÓNIMOS XVII

PRIMERA PARTE
VOLATILIDAD, VULNERABILIDAD Y CRISIS

I. VOLATILIDAD Y GLOBALIZACIÓN
Félix Delgado Q. 3
INTRODUCCIÓN 3
1. GLOBALIZACIÓN Y VOLATILIDAD: ASPECTOS CONCEPTUALES 4
2. GLOBALIZACIÓN Y VOLATILIDAD EN UN CONTEXTO HISTÓRICO 6
Globalización de las transacciones comerciales 6
Globalización financiera 8
3. VOLATILIDAD IMPORTADA: GLOBALIZACIÓN COMO CAUSA DE INESTABILIDAD 9
Efectos directos de la inestabilidad internacional: Los mercados de bienes 10
Transmisión de inestabilidad internacional a través de los mercados financieros 12
4. FACTORES INTERNOS COMO AGENTES DE VOLATILIDAD 18
Fragilidad estructural en un ambiente globalizado 19
Volatilidad provocada por políticas internas 24
5. CONSIDERACIONES FINALES 26
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 28

II. VULNERABILIDAD Y CRISIS
Félix Delgado Quesada y Rodrigo Bolaños Zamora 31
INTRODUCCIÓN 31
1. VULNERABILIDAD Y SUS IMPLICACIONES 32
Episodios con efectos manejables 33
Situaciones anormales: las crisis 34

2. TIPOS DE CRISIS Y FACTORES DE VULNERABILIDAD 35
Crisis de sector externo provocadas por fragilidad interna 38
Crisis bancarias 41
Crisis de deuda pública externa 43
Interrupciones repentinas de capitales y reversiones de la cuenta corriente *("sudden-stop")* 44
Crisis auto-cumplidas *("self-fulfilling crises")* 45
Otras características: vulnerabilidad y contagio 46
3. INDICADORES DE ALERTA TEMPRANA 47
Modelos de alerta temprana 49
Evaluación de los indicadores de alerta temprana 51
4. PROTECCIÓN FRENTE A CRISIS: EL "BLINDAJE" FINANCIERO 54
CONCLUSIONES 56
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 57

III. VULNERABILIDAD Y CRISIS EN ECONOMÍAS EMERGENTES
Miguel A. Loría Sagot 59
INTRODUCCIÓN 59
1. VULNERABILIDAD Y CRISIS: ASPECTOS CONCEPTUALES 60
2. FUENTES DE VULNERABILIDAD 61
El manejo del tipo de cambio 62
Debilidad del sistema financiero 63
Nivel de reservas internacionales 64
Otras fuentes de vulnerabilidad 65
3. VULNERABILIDAD Y CRISIS: ALTERNATIVAS DE ACCIÓN 66
4. PREVENCIÓN DE LAS CRISIS 72
5. REFLEXIONES PARA EL CASO COSTARRICENSE 74
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 75

SEGUNDA PARTE
EL CASO DE COSTA RICA

IV. VEINTE AÑOS SIN CRISIS FINANCIERAS (1984-2004): EL CASO DE COSTA RICA
Eduardo Lizano Fait 81
INTRODUCCIÓN 81
1. LA EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE 82
Ausencia de crisis 83

Otros indicadores 86
2. EL ENTORNO 91
3. LOS OBJETIVOS 99
A. "… mantener la estabilidad interna y externa…" 99
B. "… lograr la ocupación plena…" 105
C. La credibilidad 106
4. EL ORIGEN DE LAS CRISIS 107
5. LA ACCIÓN DEL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA 122
6. LAS LECCIONES PRINCIPALES 131
7. EL CAMINO POR RECORRER 135
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 138

V. VEINTE AÑOS SIN CRISIS EN COSTA RICA: EL PUNTO DE VISTA DEL FMI
Agustín Carstens 141
INTRODUCCIÓN 141
1. FORTALEZAS DE LA POLÍTICA ECONÓMICA EN COSTA RICA 143
2. LOS DESAFÍOS POR DELANTE 144
3. A MANERA DE CONCLUSIÓN 148

VI. COSTA RICA: VOLATILIDAD MACROECONÓMICA Y VULNERABILIDAD
Eduardo Méndez Quesada y Álvaro Solera Ramírez 149
1. ASPECTOS GENERALES 149
2. GLOBALIZACIÓN, VOLATILIDAD MACROECONÓMICA Y VULNERABILIDAD ANTE CRISIS 155
3. RASGOS SOBRESALIENTES DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE 158
4. VOLATILIDAD MACROECONÓMICA DE COSTA RICA 170
5. ÁREAS DE MAYOR VULNERABILIDAD DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE 175
Un tipo de cambio fijado bajo la modalidad de minidevaluaciones desde 1983 176
Una importante integración comercial con el exterior 177
Una importante integración financiera con el exterior 178
Un déficit fiscal recurrente 180
Un grado elevado de dolarización financiera 182

6. VULNERABILIDAD DE COSTA RICA A CRISIS CAMBIARIAS: DISEÑO DE UN SISTEMA DE ALERTA TEMPRANA 185
Generalidades 185
Sistema de alerta de crisis para Costa Rica 188
7. CONSIDERACIONES FINALES 201
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 205

VII. ÁREAS PRIORITARIAS DE ACCIÓN
Francisco de Paula Gutiérrez 213
INTRODUCCIÓN 213
1. TRES FUENTES DE VULNERABILIDAD 214
2. UN CAMBIO DE ESTRATEGIA 217
Sostenibilidad de la deuda consolidada del sector público 218
Las pérdidas del Banco Central 222
Sostenibilidad del déficit externo 227
La vulnerabilidad financiera 231
CONCLUSIÓN 233

TERCERA PARTE
REFLEXIONES FINALES

THELMO VARGAS 239
JORGE GUARDIA QUIRÓS 247

ÍNDICE DE CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS

Cuadro 3.1 Relación Reservas Monetarias Internacionales (RMI) a liquidez total (M2) para varios países 65
Cuadro 3.2 México y algunos países asiáticos. Comparación de indicadores de vulnerabilidad y crisis 66
Cuadro 3.3 Medidas tomadas por economías emergentes para enfrentar las crisis 71
Cuadro 4.1 Costa Rica. Estadísticas seleccionadas, 1984-2003 83
Cuadro 4.2 Tasa de crecimiento anual del Producto Interno Bruto real y del Producto Interno Bruto real por habitante, 1984-2002 87
Cuadro 4.3 Deuda pública externa por tipo de acreedor, 1989-2002 128
Cuadro 6.1 Costa Rica. Estadísticas descriptivas de las tasas de variación anuales del PIB y de varios componentes de la demanda agregada en términos reales, incluyendo o no la IEAT 171
Cuadro 6.2 Costa Rica. Estadísticas descriptivas de las variaciones mensuales de algunas variables macroeconómicas 172

Cuadro 6.3	Estimación del modelo	199
Cuadro A.1	Indicadores potenciales de crisis cambiarias	207
Cuadro A.2	Especificación de los modelos de alerta temprana	209
Cuadro A.3	Indicadores potenciales de crisis cambiarias. Cálculo de la regresión	210
Cuadro 7.1	Ejercicio de simulación de la deuda pública sin reforma fiscal, 2004-2010	221
Cuadro 7.2	Ejercicio de simulación de la deuda pública con reforma fiscal y capitalización del Banco Central por parte del Gobierno, 2004-2010	227
Gráfico 4.1	Índices de precios al consumidor y de tipo de cambio nominal promedios anuales	84
Gráfico 4.2	Índices de Precios al Productor Industrial ajustado por hidrocarburos y de tipo de cambio nominal	85
Gráfico 4.3	Índices de tipo de cambio efectivo real multilateral y bilateral	85
Gráfico 4.4	Diferencial en puntos porcentuales entre la tasa de interés de San José y Miami. Enero 1986-febrero 2004	104
Gráfico 6.1	Tasa de variación del PIB anual, base 1991	159
Gráfico 6.2	Tasa de inflación mensual interanual	160
Gráfico 6.3	Evolución del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE)	161
Gráfico 6.4	Déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos respecto al PIB	162
Gráfico 6.5	Meses de importaciones financiables con Reservas Internacionales Netas (RIN)	163
Gráfico 6.6	Inversión extranjera directa con respecto al PIB	163
Gráfico 6.7	Índice del tipo de cambio efectivo real multilateral	165
Gráfico 6.8	SBN. Participación del saldo de depósitos y del crédito en moneda extranjera con respecto del total	167
Gráfico 6.9	Déficit del sector público global respecto al PIB	167
Gráfico 6.10	Deuda pública externa con respecto al PIB	169
Gráfico 6.11	Reservas Monetarias Internacionales netas como proporción de la deuda pública externa	169
Gráfico 6.12	Variables que integran el IPMC	194
Gráfico 6.13	Costa Rica: IPMC, variable binaria y umbral	196
Gráfico 6.14	Costa Rica: probabilidad de crisis	200
Gráfico A-1	Variables explicativas de la probabilidad de crisis (Modelo PROBIT)	211
Figura 7.1	Reforma fiscal y reducción de vulnerabilidades	234

PRESENTACIÓN

Costa Rica es uno de los pocos países de América Latina y el Caribe que en las últimas dos décadas no ha experimentado crisis, ni de balanza de pagos, ni cambiarias, ni inflacionarias, ni financieras. Esto a pesar de ser una economía pequeña, relativamente pobre y muy abierta, para la cual la evolución de la economía internacional ha significado más volatilidad y más vulnerabilidad, además de que sus finanzas públicas han dejado bastante que desear.

Con el propósito de estudiar el caso de Costa Rica, la Academia de Centroamérica ha organizado una serie de seminarios cortos sobre el tema: en el pasado sobre cómo se logró evitar las crisis y, hacia delante, analizando los principales retos y oportunidades de la política económica. En este contexto, y como parte de las actividades de formación económica promovidas por la institución, se realizó, conjuntamente con el Banco Central, el Seminario **"Volatilidad y Vulnerabilidad: El Caso de Costa Rica, veinte años (1984-2004) sin crisis"**.

Como resultado de este esfuerzo, se elaboraron una serie de investigaciones que sirven de base a esta publicación. En la **primera parte**, Félix Delgado, Director de Programas de Consejeros Económicos y Financieros (CEFSA), hace una revisión de las causas y efectos positivos (oportunidades) y efectos negativos (riesgos y desafíos) de la relación entre Volatilidad y Globalización.

Seguidamente, Rodrigo Bolaños, Expresidente del Banco Central de Costa Rica y Miguel Loría, Consultor, describen la relación entre la vulnerabilidad económica y financiera y

las crisis, con particular referencia a los países en desarrollo; asimismo, caracterizan los tipos de crisis y vulnerabilidad que enfrentan esas economías e identifica cuáles son los principales factores que las propician.

La **segunda parte** del libro se refiere al caso de Costa Rica. En la primera sección se destaca que Costa Rica no ha sufrido crisis financieras significativas durante las últimas dos décadas -de 1984 a 2004-, comportamiento bastante diferente a la de la gran mayoría de los países latinoamericanos, los cuales han experimentado repetidas crisis, con frecuencia de gran magnitud, cuyos efectos para la economía internacional han sido algunas veces importantes.

De especial importancia es el aporte en este libro de Agustín Carstens, Subdirector Gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), quien en ocasión del Seminario del pasado 12 de Julio externó el punto de vista del FMI sobre la política económica de Costa Rica después de veinte años sin crisis. En esta oportunidad, el señor Carstens hace un recuento de los elementos fundamentales de la experiencia costarricense que le han permitido al país "navegar por aguas turbulentas sin mayores percances durante las últimas dos décadas", y a la vez identifica los ajustes a la estrategia necesarios para que los resultados favorables no solo sean perdurables, sino que se acrecienten en el futuro.

Por su parte, Eduardo Méndez y Álvaro Solera, investigadores del Banco Central, elaboraron un exhaustivo trabajo –que en el seminario fue expuesto por Luis Mesallles, Vicepresidente del Banco Central– para identificar las principales fuentes de vulnerabilidad de la economía costarricense ante choques externos y proponer, sobre esta base, un procedimiento analítico para detectar de manera anticipada, posibles presiones sobre el mercado cambiario que incidan significativamente en el nivel de las reservas moneta-

rias internacionales, las tasas de interés o de la pauta de ajuste cambiario.

Para concluir esta parte del libro, Francisco de Paula Gutiérrez, Presidente del Banco Central de Costa Rica, hace referencia al reto más importante del país: ¿qué hacer para que este período sin crisis se extienda en el horizonte de una manera continua? Sobre este tema elabora su ponencia.

En la **tercera y última parte** de esta publicación se incluyen las presentaciones en el panel de discusión, a cargo de Thelmo Vargas, Exministro de Hacienda, y Jorge Guardia, Expresidente del Banco Central de Costa Rica.

Agradecemos de manera muy especial al Banco Central de Costa Rica por el importante apoyo recibido para llevar a cabo exitosamente este proyecto. La Academia de Centroamérica continuará promoviendo la discusión y reflexión sobre el tema y mediante esta publicación pretende que quienes no pudieron asistir a este seminario, tengan acceso a la discusión y reflexión en torno a un asunto que es de especial interés para Costa Rica, en un esfuerzo más por orientar de manera adecuada las acciones futuras del país.

EDUARDO LIZANO
Presidente
Academia de Centroamérica

AUTORES

RODRIGO BOLAÑOS	Presidente del Banco Central de Costa Rica (1995-1998) y Ministro de Hacienda (1989-1990).
AGUSTÍN CARSTENS	Subdirector Gerente del Fondo Monetario Internacional.
FÉLIX DELGADO	Director de Programas de Consejeros Económicos y Financieros, S. A. (CEFSA)
JORGE GUARDIA	Presidente del Banco Central de Costa Rica (1990-1993).
FRANCISCO DE PAULA GUTIÉRREZ	Presidente del Banco Central de Costa Rica.
EDUARDO LIZANO	Presidente del Banco Central de Costa Rica (1984-1990, 1998-2002). Presidente de la Academia de Centroamérica.
MIGUEL LORÍA	Consultor Económico.
EDUARDO MÉNDEZ	Investigador del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco Central de Costa Rica.
ÁLVARO SOLERA	Investigador del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco Central de Costa Rica.
THELMO VARGAS	Ministro de Hacienda de Costa Rica (1990-1991) y Vicepresidente del Banco Internacional de Costa Rica (BICSA, 1999-2003).

SIGLAS Y ACRÓNIMOS

AID	Agencia para el Desarrollo Internacional del Gobierno de los Estados Unidos de América
BCCR	Banco Central de Costa Rica
BCE	Banco Central Europeo
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BM	Banco Mundial
CAFTA	Tratado de Libre Comercio entre Centroamérica y los Estados Unidos *(siglas en inglés)*
CAT	Certificado de abono tributario
CBI	Iniciativa para la Cuenca del Caribe *(siglas en inglés)*
CEMLA	Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos
CNP	Consejo Nacional de Producción
CODESA	Corporación Costarricense de Desarrollo, S.A.
CONASSIF	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
CPA	Contador Público Autorizado
DCSD	División de Estudios de Países en Desarrollo del Fondo Monetario Internacional *(siglas en inglés)*
EM	Economías emergentes
EE.UU.	Estados Unidos de América
FMI	Fondo Monetario Internacional *(IMF, por sus siglas en inglés)*
IEAT	Industria Electrónica de Alta Tecnología
IED	Inversión extranjera directa
IFI	Instituciones financieras internacionales
INB	Ingreso Nacional Disponible
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IPMC	Índice de Presión del Mercado Cambiario
ITCER	Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real
LIBOR	Tasa Interbancaria Ofrecida en Londres *(siglas en inglés)*
MCCA	Mercado Común Centroamericano
NAFTA	Tratado de Libre Comercio de Norteamérica *(siglas en inglés)*
NBER	National Bureau of Economic Research
ODM	Objetivos de Desarrollo del Milenio
OMA	Operaciones de mercado abierto
OMC	Organización Mundial del Comercio
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico *(OECD, por sus siglas en inglés)*.
PIB	Producto Interno Bruto
PNUD	Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo
PPA	Paridad del Poder Adquisitivo
RIN	Reservas internacionales netas
RMI	Reservas monetarias internacionales
SBN	Sistema Bancario Nacional
SUGEF	Superintendencia General de Entidades Financieras
TI	Tecnologías de Información

PRIMERA PARTE

VOLATILIDAD, VULNERABILIDAD Y CRISIS

I

VOLATILIDAD Y GLOBALIZACIÓN

FÉLIX DELGADO Q.

INTRODUCCIÓN

Globalización, apertura, volatilidad, liberalización. Términos todos cargados de valoraciones en ambos sentidos. Hay quienes defienden la globalización, la apertura y la liberalización ardorosamente. Hay quienes las atacan con similar ardor. Estas notas se refieren a la relación entre globalización y volatilidad. Pero el análisis está indisolublemente ligado a los otros dos conceptos, y a otros más que habrán de tratarse adelante.

El tratamiento que sigue se enmarca dentro del contexto de un análisis promovido por la Academia de Centroamérica sobre volatilidad y vulnerabilidad en las economías contemporáneas, pero, de ambos elementos, se concentra en el fenómeno de la volatilidad. La globalización, la apertura económica y la liberalización de mercados reales y financieros no son temas centrales de este trabajo, por lo que las referencias a ellos se limitan a lo que es necesario para comprender su relación con la volatilidad, sus causas, sus implicaciones y las áreas de acción para mitigarla.

Este trabajo tiene como objetivo fundamental hacer un recuento breve del voluminoso tratamiento que ha dado la literatura económica en los últimos veinticinco años a los temas de volatilidad y globalización. No pretende entonces analizar el caso particular de Costa Rica, que será objeto de una investigación separada, ni concentrarse en el relato de episodios de volatilidad en otros países o grupos de ellos. Este capítulo consta de cinco secciones. La Sección 1 con los aspectos conceptuales que permitan enmarcar la discusión poste-

rior, incluidos la definición de los términos principales por utilizarse, así como los antecedentes recientes de la globalización actual. La Sección 2 hará un repaso histórico sobre las conexiones entre volatilidad y globalización. En la Sección 3, se trata el tema de la volatilidad importada; en otras palabras, de la globalización como causa de volatilidad. La Sección 4 expone los principales factores internos que pueden actuar como agentes de volatilidad y la Sección 5 contiene algunas consideraciones finales.

1. GLOBALIZACIÓN Y VOLATILIDAD: ASPECTOS CONCEPTUALES

Globalización es, sin duda, un término que ha estado de moda en las dos décadas anteriores. Se refiere al proceso creciente de flujos de bienes y de capitales a través de las fronteras nacionales, fomentado por la mayor importancia que se ha otorgado a los mercados y a las implicaciones del cambio tecnológico. Es un término de moda porque se utiliza con frecuencia en cualquier tipo de contexto y –también con frecuencia– se hace referencia a él sin mucho conocimiento sobre su significado. Pero también le aplica ese adjetivo porque, en ausencia de un análisis histórico más amplio, en las discusiones entre no especialistas se le refiere como un fenómeno novedoso, donde críticos y defensores omiten que, por el contrario, se ha observado con mayor o menor intensidad en diferentes etapas de la historia.

Por ***volatilidad*** nos referimos al grado de ***variabilidad de una variable*** alrededor de su tendencia de largo plazo, medida usualmente a través de la desviación estándar de la serie de tiempo. La volatilidad se analiza en relación con variables reales –los mercados de bienes y servicios–, referida con frecuencia al comportamiento de los ciclos económicos. También se estudia en la evolución de variables financieras, como la inflación, los tipos de cambio y la movilidad de capitales internacionalmente. En cualquiera de ambos casos, la volatilidad es tanto más indeseable cuanto mayor sea, porque termina provocando efectos negativos en la confianza de los agentes económicos y en el crecimiento económico de mediano y largo plazo.

La liberalización de los mercados domésticos, la reducción del proteccionismo y la desregulación de los mercados internacionales son parte de la orientación hacia un comercio más libre, sobre el cual pueda basarse un mayor desarrollo mundial. A esto se refiere la literatura económica con el término ***globalización comercial***. El avance hacia una mayor integración de las economías –la globalización– plantea retos y oportunidades. Los retos y los riesgos suelen ser los aspectos enfatizados por los críticos de las reformas liberalizadoras. Las oportunidades son parte del enfoque central de los promotores. Curiosamente, en los cursos elementales de Economía, las ventajas del intercambio son uno de los primeros temas que se abordan para entender por qué la humanidad comercia desde hace miles de años. Hay literatura abundante al respecto, pero ahondar en ella desborda los alcances de este trabajo. En Costa Rica, Eduardo Lizano ha escrito profusamente al respecto.[1] Entre sus más recientes estudios, el lector puede remitirse a Lizano (2001).

Las tendencias hacia la apertura y la liberalización en el intercambio de mercancías se han extendido gradualmente hacia los movimientos de capital, con lo cual ha estado presente también el fenómeno de ***"globalización financiera"***. La apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos se ha generalizado en los últimos veinte años, como parte del proceso de liberalización económica y financiera.

La globalización financiera se entiende, entonces, como el aumento en los vínculos internacionales creados por los movimientos de capital a través de las fronteras nacionales. Un término relacionado es el de integración financiera, referida a los ligámenes más estrechos de la economía de un país respecto de los mercados internacionales de capital. La discusión en este trabajo no pretende mantener esta diferencia sutil de conceptos, por resultar innecesaria para los propósitos aquí perseguidos. Se hará referencia a globalización financiera, entonces, como un fenómeno de mayor integración financiera

1. En efecto, toda su defensa de la estrategia de crecimiento económico, impulsada con participación protagonista suya desde mediados de los años ochenta, destaca la importancia de integrarse al resto del mundo a través de la mayor apertura de la economía y la reducción del proteccionismo arancelario, como la mejor ruta para estimular la actividad productiva en una economía pequeña y abierta como Costa Rica.

en el mundo, provocada tanto por aspectos tecnológicos –particularmente en la información y las telecomunicaciones–, como por decisiones deliberadas de los países de avanzar en los procesos de liberalización y de apertura de las cuentas de capital de sus balanzas de pagos (Prassad, Rogoff y otros, 2003, p. 2).

2. GLOBALIZACIÓN Y VOLATILIDAD EN UN CONTEXTO HISTÓRICO

La profundización de las relaciones económicas y financieras entre los países en las dos últimas décadas ha conducido a estudiar, entre otros aspectos, el grado de novedad de este fenómeno. Es persistente la literatura que destaca la situación actual como una época muy similar al periodo que va de fines del siglo XIX a principios del siglo XX. Por ese motivo, resulta útil hacer referencia breve al contexto histórico del actual proceso de globalización.

Globalización de las transacciones comerciales

Luego del rompimiento del sistema monetario internacional, en 1973, el mundo vivió una etapa de inestabilidad financiera internacional, con implicaciones severas para muchos países en desarrollo, que en particular se vieron reflejadas en la crisis de la deuda externa de los ochentas. Es a partir de este momento cuando surge una nueva y fuerte ola de globalización, cuya influencia en la volatilidad interesa analizar. Los problemas de esta época mostraron a los países en desarrollo la necesidad de avanzar hacia nuevos paradigmas económicos. La mayor orientación hacia el mercado y el avance hacia la integración de estos países con la economía mundial fueron la respuesta generalizada.

El impresionante avance tecnológico ha jugado en esta época reciente de globalización un papel de primordial importancia, muy diferente a la de otras etapas de alta integración comercial y financiera a nivel internacional. Las constantes innovaciones en las tecnologías de la información y las telecomunicaciones, son el eje central de este avance tecnológico. Debido a ellas, resulta impráctica para los

países la opción de mantener un relativo aislamiento del resto del mundo, como el prevaleciente antes de la década de los ochentas, ni en lo comercial ni, menos aun, en lo financiero.

A la vez, la reforma generalizada de políticas económicas en los países en desarrollo fue decididamente influida por el impulso en esa dirección proveniente de los principales organismos multilaterales internacionales, en especial el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). Sus acciones complementaron el rol tradicional de la Organización Mundial del Comercio (OMC), en pro de la reducción del proteccionismo y de la flexibilización del comercio internacional. John Williamson acuñó el término "Consenso de Washington" para describir los rasgos fundamentales de esas orientaciones.

De acuerdo con Krugman (1995), los lineamientos impulsados por los principales organismos internacionales multilaterales buscaban promover en los países del tercer mundo conductas de libre mercado y de sólido manejo monetario. "*Liberalización del comercio, privatización de las empresas estatales, equilibrio del presupuesto gubernamental, fijación del tipo de cambio respecto a algún parámetro, y de esa forma uno establece los fundamentos para el despegue económico; encuentre un país que hizo estas cosas y a partir de ahí puede esperarse con confianza la obtención de altos retornos por las inversiones*" Krugman (1995, p. 29). Esta era, según describe el autor, la forma en que se promovían estas orientaciones de reforma económica. Uno de los resultados para los países del tercer mundo señalados por Krugman fue que los inversionistas lograron advertir la presencia de inmensas utilidades potenciales en estos países, con lo cual fluyeron cantidades importantes de recursos financieros del norte hacia el sur.

Es claro que el discurso pro liberalización y apertura de las economías –esto es, el entrar a jugar de lleno en el mundo de la globalización– tiene tanto adeptos fervorosos como opositores furiosos. Las manifestaciones de oposición ante las rondas comerciales internacionales y ante la profundización del comercio entre el Norte y el Sur mediante tratados de libre comercio así lo confirman. Pero esto es parte de otra discusión, que no se pretende abordar aquí más que como una referencia ilustrativa.

Globalización financiera

La globalización en general no es, ciertamente, un fenómeno nuevo, aunque sí lo sea el término con el cual se designa al proceso observado desde mediados de los años ochentas. Lo mismo se aplica a la globalización financiera. Según se documenta en diferentes estudios (Prassad, Rogoff y otros, 2003, en particular el apéndice I), la integración financiera actual no es mayor a la existente en el período 1870-1913, bajo el patrón oro.

Ahora bien, aunque en ambos episodios es común la característica de una profundización del intercambio comercial y de los movimientos de capital, ciertamente hay diferencias entre aquella época y la actual. Actualmente, la movilidad de capitales tiende a concentrarse en los países desarrollados, mientras en las etapas más tempranas, de un siglo atrás, había mayor participación de los países en desarrollo. Además, como se mencionó arriba, el cambio tecnológico ha jugado un papel relevante en la nueva ola de globalización. Del mismo modo, las innovaciones en las tecnologías de la información han conducido a sistemas financieros más desarrollados, lo cual crea fuentes de diferenciación adicionales entre las dos épocas, en particular por la flexibilidad en la movilización del capital internacionalmente.

Los flujos de capitales en esta nueva etapa de integración financiera internacional no se reavivan a partir de los ochentas. Se empezaron a intensificar desde la década de los años sesentas, con el desarrollo del mercado de eurodólares. Los movimientos de capital fueron aún más fuertes con motivo de las dos crisis petroleras de 1974 y 1979, cuando el vertiginoso reciclaje de los petrodólares empezó a engendrar la crisis de la deuda externa de la década siguiente. Independientemente de las decisiones nacionales de política económica externa, la caída del sistema de paridades fijas de Bretton Woods, en 1973, introdujo un nuevo aspecto en las relaciones económicas y financieras internacionales, que ha permanecido ausente por casi treinta años de la escena internacional: la flotación de los tipos de cambio.

Estos fenómenos en los sesentas y setentas tuvieron consecuencias importantes en términos de inestabilidad y de efectos limitativos de

las políticas monetarias. En un artículo de 1999, James Tobin hace referencia a un libro suyo de 1972 (*The New Economics one decade older*) en donde manifestaba que "*La barrera más importante para una política monetaria flexible es la siempre creciente movilidad internacional de capital líquido. El mercado de Eurodólares está unificando los mercados monetarios de corto plazo de los países más grandes en ambos lados del Atlántico. Los países europeos han sentido con agudeza, y se han quejado con amargura, de que han perdido autonomía en la política monetaria. Aún la autonomía de la Reserva Federal de los Estados Unidos se ha visto disminuida…. La sensibilidad a la tasa de interés de los fondos de corto plazo puede esperarse que continúe en ascenso y plantee aún problemas mayores para el sistema monetario internacional y para las políticas monetarias nacionales… En la medida en que incrementan las elasticidades de sustitución… los recursos ilimitados de los arbitradores privados sencillamente borrarán cualquier diferencia en las tasas [de interés] que las autoridades monetarias nacionales traten de crear y de sostener".* (Tobin, 1999, p. 65).

La inestabilidad de los ochentas no terminó ahí. La década de los años noventas estuvo marcada por severas crisis financieras internacionales, esto es, no concentradas en países específicos. Por el contrario, estas crisis afectaron simultáneamente a diferentes países e, inclusive, a distintas regiones del mundo, con efectos evidentes de contagio a través de las fronteras y aún de los continentes. Dentro de esta categoría caen las crisis de México (1994), del Sureste Asiático (1997-1998), de Rusia en 1998 y de Brasil en 1999 (Edwards 2000, p. 1). Esto ha planteado intuitivamente la idea de un incremento en la volatilidad en general a escala internacional. Más adelante se discutirá la evidencia empírica, la cual no apoya esa hipótesis de mayor inestabilidad en todas las variables económicas, en especial porque se observa menor fluctuación de los ciclos económicos.

3. VOLATILIDAD IMPORTADA: GLOBALIZACIÓN COMO CAUSA DE INESTABILIDAD

En esta sección se analiza la relación entre globalización y volatilidad, en particular cuando la causalidad va en esa misma dirección. El estudio del tema aborda en forma separada la globalización comercial y la globalización financiera.

Hay una percepción generalizada de que en las últimas tres décadas ha aumentado la volatilidad de las economías, de manera coincidente con el auge del proceso de globalización. Ahora bien, la evidencia empírica no confirma una afirmación general sobre la relación entre este episodio actual de globalización y el incremento de la volatilidad económica. Algunos estudios sugieren, por el contrario, que en los últimos veinte años la volatilidad del ciclo económico ha disminuido, mientras la del tipo de cambio y de los mercados financieros ha aumentado (Buch, 2002, p. 30). Otras opiniones, referidas en particular a la influencia de la globalización financiera, encuentran una mayor volatilidad en el consumo, en contraste con la producción (Prassad, Rogoff y otros, 2003, p. 1).

Efectos directos de la inestabilidad internacional: Los mercados de bienes

La mayor apertura comercial de las economías y la profundización del comercio entre países, caracterizada por la globalización de las relaciones comerciales, ha merecido considerable análisis en la literatura económica, en particular en cuanto a sus implicaciones para el crecimiento económico. Igual ha ocurrido con los efectos de la globalización financiera. Es más reducida la cantidad de estudios sobre la relación entre globalización (tanto comercial como financiera) y volatilidad en las variables reales y en las financieras. Se puede consultar un recuento amplio de la bibliografía en Buch (2002) y en Prassad, Rogoff y otros (2003).

El análisis teórico parte de que la globalización comercial favorece el crecimiento económico y el bienestar. En efecto, el comercio internacional permite a los países especializarse en la producción de bienes para los cuales tienen ventajas comparativas, lo cual da como resultado una asignación más eficiente de los recursos. Una línea de argumentación señala como efecto negativo el aumento de la volatilidad de la producción, porque la especialización hace a la economía más vulnerable a perturbaciones en sectores específicos (Buch, 2002, p. 16).

Mientras la evidencia empírica que apoya la anterior afirmación es escasa, hay puntos de vista opuestos y más cercanos a la experiencia de Costa Rica. Las estrategias de apertura económica y de crecimiento liderado por las exportaciones, en especial en economías pequeñas y tradicionalmente dependientes de pocos productos de exportación, tienden también a limitar los efectos nocivos de cambios adversos en los términos de intercambio y, de ese modo, conducirían más bien a reducir la volatilidad de la producción. En efecto, la diversificación de las exportaciones de bienes y servicios hace a los países menos vulnerables a los cambios en los precios y en la demanda internacionales, respecto a lo que ocurre cuando dependen de pocos productos de exportación con mercados externos inestables (Bolaños 1999, p. 9).

Cuando la apertura comercial fomenta el intercambio entre un país económicamente pequeño y uno grande, la asimetría en la relación comercial provoca efectos diferentes para uno y otro, dependiendo del tipo de perturbaciones que se presenten. En teoría, habría de esperarse no sólo una influencia considerable de los ciclos económicos que ocurren en el país grande sobre la economía del país pequeño, sino también que ésta se dé con efectos magnificados, tan sólo porque cambios pequeños en la demanda en aquél repercuten en forma de variaciones relativamente considerables en éste. Esto parece ser evidente en la relación de la economía de México –y en menor medida de los países de Centroamérica– con la de los Estados Unidos de América.

La mayor relación comercial y económica entre el país grande y el pequeño tiene, también en teoría, implicaciones adicionales: cambios en la productividad relativa del país pequeño estimulan ingresos de capital que son relativamente grandes para el tamaño de su economía, aunque muy pequeños respecto al tamaño de la economía del país grande (véanse las referencias a los trabajos de Kouparitsas y de Crucini en Buch 2002, pp. 23-24). Esta situación puede ilustrarse con la variabilidad de la producción y de las exportaciones de Costa Rica en el segundo quinquenio de la década anterior, provocada por el ingreso de inversión extranjera directa en el sector de alta tecnología.

La evidencia empírica ha encontrado, sin embargo, que la volatilidad del ciclo económico y, en general, de la mayoría de los agregados macroeconómicos ha disminuido en las últimas décadas, en particular en los países de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, OECD por sus siglas en inglés), como lo informa la revisión de la literatura contenida en Buch (2002, p. 3 y siguientes). Específicamente, la volatilidad de la inversión, en general, ha sido superior a la de los demás indicadores.

Los estudios allí reseñados hacen diferencia, para largos períodos de tiempo, entre el grado de apertura económica, la flexibilidad de los tipos de cambio y la liberalización de los flujos de capital. El primero de esos aspectos es el de interés en esta parte del documento. La evidencia sugiere una mayor volatilidad de los agregados macroeconómicos precisamente durante la época de mayor desintegración comercial, esto es, el período entre la I y la II Guerras Mundiales. Además, aunque se redujo durante la etapa en que estuvo funcionando el sistema de Bretton Woods, entre 1945 y 1971, esa volatilidad fue mayor a la observada en las últimas tres décadas, donde ha habido una mayor integración comercial de los países.

De la misma forma, los estudios empíricos encuentran mayor volatilidad de la producción en los países en desarrollo comparados con los de la OCDE, lo cual puede deberse a que aquéllos tienen una base productiva más estrecha y a que sus exportaciones dependen mucho más de los productos primarios (véase Buch, 2002, p. 5). En tal sentido, esta evidencia favorece la posición expresada arriba sobre el efecto positivo que la apertura e integración comercial tienen para reducir la variabilidad económica, gracias a la diversificación.

Transmisión de inestabilidad internacional a través de los mercados financieros

Hay diversas consecuencias de la globalización financiera sobre las economías, las cuales son particularmente adversas para los mercados emergentes y, en general, para los países en desarrollo, pues generalmente la transmisión de inestabilidad está relacionada con movimientos de capitales desde los países desarrollados, que crean vo-

latilidad cuando se devuelven. Se hará referencia aquí a los efectos de los movimientos de capital sobre la actividad económica y el sector bancario, a los riesgos de generación de burbujas especulativas, a los problemas de interrupciones repentinas de los flujos de capitales y a otros aspectos de la globalización financiera.

Movilidad de capitales

Se mencionó antes que, de acuerdo con Krugman, las reformas económicas en los países del tercer mundo advirtieron a los inversionistas sobre la presencia de inmensas utilidades potenciales que podían aprovechar si invertían en ellos, con lo cual fluyeron cantidades importantes de recursos financieros del Norte hacia el Sur. El fenómeno de los mercados emergentes, a través de estas acciones y reacciones, tiene dos caras. Aparte de los beneficios de la mayor afluencia de capitales, se presentan también los riesgos de una mayor movilidad o volatilidad.

El análisis en la literatura económica, sin embargo, distingue las diferencias en los resultados, dependiendo del tipo de movimientos de capital. En efecto, se reconoce, en forma general, la alta estabilidad de la inversión extranjera directa. No sucede lo mismo con varios de los demás movimientos de capital –en particular el capital privado con propósitos especulativos y de arbitraje de tasas de interés– porque, por lo contrario, tienden a ser muy inestables y volátiles. En términos de Lizano (1993, p. 14), "*… estos capitales 'golondrina' (hot money) se caracterizan por su extrema movilidad de acuerdo con el comportamiento de las tasas de interés pasivas en los diferentes mercados financieros; con la misma rapidez con que ingresan, también salen del país*". De ahí surge un interés directo por estudiar la relación de la volatilidad con el tema específico de la apertura de la cuenta de capital, llevado a cabo como parte de los procesos de liberalización, lo cual ha sido –y continúa siendo– fuente de debate en la literatura económica, que se abordará más adelante.

Los riesgos de la mayor volatilidad de los movimientos de capital surgen por diferentes razones. Una de ellas reside en la fragilidad de la relación entre las inversiones financieras y la conducción eco-

nómica y política de los países receptores. Estas inversiones, en especial cuando provienen de inversionistas institucionales y/o son realizadas por motivos particularmente especulativos, reaccionan con mayor rapidez y nerviosismo respecto a los acontecimientos internos. El contagio y el comportamiento de rebaño son parte de la inestabilidad observada en las crisis financieras internacionales en la última década. La literatura al respecto es abundante (véase Calvo y Reinhart, 1996; Kaminsky, Reinhart y Vegh, 2003; y Kaminsky y Reinhart, 2004, así como la abundante literatura allí citada).

Los efectos de mayor movilidad de capitales no necesariamente son similares o uniformes para los países en desarrollo, pues no todos ellos son parecidos a los ojos de los inversionistas ni adquieren la categoría de "mercados emergentes". Este es un tema, al parecer, poco tratado en la bibliografía. En general, los países muy pequeños, como los de Centroamérica, prácticamente no existen en el mapa de los inversionistas institucionales ni de los arbitradores de rendimientos a través de las fronteras. Así, los movimientos de capital privado en esas naciones con frecuencia son relativamente pequeños y relacionados con operaciones de residentes, que ingresan o sacan capitales para buscar mejores rendimientos o por consideraciones políticas y sociales. Pero su característica distintiva es la de ser menos temerosos que los inversionistas institucionales frente a los acontecimientos internos. De ese modo, sus decisiones introducen menos volatilidad a los movimientos de capital y son, en consecuencia, menos desestabilizadoras de los tipos de cambio y de los sistemas bancarios.

Burbujas especulativas

La movilidad del capital entre fronteras, más intensa en los últimos veinte años, también plantea los riesgos de que se formen burbujas especulativas, que no ocurren exclusivamente cuando hay apertura en las cuentas de capital de las economías, pero que se amplifican bajo estas condiciones. El desarrollo de estas burbujas se relaciona con la percepción favorable desde el exterior acerca de determinados activos financieros domésticos y se retroalimentan por la limita-

da o deficiente visión de los inversionistas en cuanto a fenómenos de corto y de largo plazo.

Las mejores perspectivas de esos activos financieros "*… conducen a un aumento en su precio. Si los inversionistas interpretan esta ganancia como una tendencia en vez de como un evento de una sola vez, aumentará su ansiedad por adquirir más de ese activo, provocando nuevos aumentos del precio, y así consecutivamente. En principio, los inversionistas con visión de largo plazo se supone que ayudan a evitar las burbujas especulativas porque venden los activos sobrevaluados o compran los que claramente se han abaratado. Sin embargo, a veces los mercados pierden la visión de largo plazo, especialmente cuando ese largo plazo es complejo u oscuro*" (Krugman, 1995, p. 35).[2]

Interrupciones repentinas y reversión de capitales

Calvo y Reinhart (2000) y Edwards (2004) abordan otra faceta de amplio tratamiento en la literatura reciente: las interrupciones repentinas de los flujos de capital, su reversión y, en consecuencia, la de la cuenta corriente de la balanza de pagos ("*sudden stops*" y "*current account reversals*"). Estos términos se refieren a fuertes caídas en los ingresos de capital y a reducciones abruptas y considerables del desequilibrio de la cuenta corriente en un período relativamente corto, por ejemplo un año. El estudio de Edwards, particularmente, utiliza parámetros como la caída de ingresos de capital por el equivalente a 5 por ciento del PIB y del déficit de la cuenta corriente equivalente a 4 por ciento del PIB, en un año. Con frecuencia, un episodio de crisis tiene implicaciones diferentes en cuanto a los movimientos de capital para los países desarrollados y para los mercados emergentes.

2. Un ejemplo de esta ausencia de visión de largo plazo en las tendencias de un mercado, por problemas de información asimétrica y de ignorancia en temas básicos financieros, parece haber conducido a la burbuja en los precios de la deuda soberana de Costa Rica especialmente visible desde el 2003, la cual explotó en una situación de turbulencia en abril y mayo del 2004. Desde luego, no se trata de un fenómeno limitado a países con mercados muy imperfectos y subdesarrollados, como lo muestran las burbujas en las bolsas de Nueva York y en los mercados inmobiliarios de Japón y de California en la década anterior.

El capital que previamente se desplazaba hacia estos últimos en forma generosa, entra en una situación de desconfianza y tiende a retirarse en forma generalizada de los países en desarrollo hacia los mercados financieros desarrollados, en busca de mayor seguridad y a costa de rendimientos menores ("*flight to quality*").

La volatilidad provocada por estos movimientos de capital de corto plazo tiene implicaciones sobre la estabilidad del sistema bancario (Calvo y Reinhart, 2000, p. 2 de versión electrónica; véase también Lizano, 1993, p. 121). Cuando hay un déficit de cuenta corriente alto y, en especial, financiado con deuda de corto plazo, la situación se agrava porque la interrupción repentina de las corrientes de capital expone a los sectores público y privado de estos países al cobro de esas obligaciones externas con avisos perentorios. En consecuencia, ocurre un ajuste abrupto en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que puede poner al país en situación de insolvencia y provocar una drástica disminución en la productividad del acervo de capital existente. A este tema se regresará más adelante, en particular para analizar resultados empíricos sobre las condiciones internas que magnifican la inestabilidad provocada por estas situaciones.

Aún sin considerar situaciones extremas de crisis financieras, los países con cuentas de capital abiertas, con alta integración (dependencia) de los mercados financieros internacionales –por tener cuentas corrientes muy deficitarias–, y sin esquemas de controles de capitales, sufren las consecuencias amplificadas de acontecimientos normales en los países desarrollados, como las variaciones en las tasas de interés. La situación observada durante el primer semestre del 2004 responde a esa característica. La percepción generalizada del reinicio de una política monetaria gradualmente restrictiva en los Estados Unidos, que finalmente se reflejó en el ajuste de 25 puntos básicos en la tasa de referencia de la Reserva Federal en su reunión del 30 de junio del 2004, provocó desde marzo un primer ajuste en los rendimientos de mercado de los bonos del Tesoro de ese país. Junto con ello, las implicaciones se reflejaron de inmediato en una caída en el precio de la deuda soberana de los países latinoamericanos, lo cual anticiparía variabilidad en las corrientes de capital privado durante el resto de este año.

Otras implicaciones

El análisis de Kouparitsas mencionado en Buch (2002, p. 23), al cual se hizo referencia en la sección anterior, en términos de la globalización comercial en las relaciones de un país grande y uno pequeño, también estudia los efectos de la globalización financiera. Cuando ésta existe, la variabilidad del ciclo económico en el país grande se traslada al país pequeño en forma más moderada. La mayor integración del mercado financiero con el exterior permite a los agentes económicos distribuir el riesgo de mejor forma. De esa manera, la riqueza es menos dependiente de las fluctuaciones en la actividad económica interna. La menor volatilidad resultante se transfiere también al consumo, vía un "efecto riqueza" que es menos afectado por la inestabilidad.

Esto también se resalta en otros estudios. Hay bastante coincidencia en que la apertura de la cuenta de capital y los mayores flujos de capitales resultantes provocan mayor volatilidad en la inversión, tanto por el comportamiento de la inversión extranjera directa como de las otras formas de capital extranjero con que se financia. Por el contrario, disminuye la volatilidad del consumo, por la capacidad que brinda esta apertura para "acomodar" a través de financiamiento un patrón más estable de consumo (Basu y Taylor, 1999, p. 22). Prasad, Rogoff y otros (2003, p. 21 y siguientes) insisten en este tema, porque el intercambio de activos financieros permite independizar las fluctuaciones de la producción interna y las del consumo nacional. Sin embargo, concluyen que esta reducción de la volatilidad del consumo no es similar para todos los países. En general, ocurre para países desarrollados y para los países en desarrollo menos integrados financieramente. Los más integrados financieramente reflejan lo contrario, situación que explican debido a los efectos de los movimientos de capital, que son procíclicos y, en consecuencia, terminan afectando la estabilidad del consumo.

De acuerdo con la reseña de Buch (2002), si bien la evidencia empírica sugiere menor volatilidad de los principales agregados macroeconómicos en la época de mayor integración comercial, éste no ha sido el caso en relación con la inflación, el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real. La etapa de flotación generalizada de las

principales monedas del mundo muestra una volatilidad del tipo de cambio nominal marcadamente superior a la observada en la época de tipos de cambio fijos de Bretton Woods (1945-1971) y, más sorprendente aún, que en la etapa de inestabilidad y de desorden cambiario característica del período entre las dos guerras mundiales (véase Buch, 2002, p. 5). Aunque con menor variabilidad, las tasas de interés también se han comportado de forma similar.

Estos mismos resultados señalan que la variabilidad de la inflación y del tipo de cambio real fue superior en el período de tipos de cambio flotantes respecto al de tipos de cambio fijos y al del patrón oro, antes de 1915. En la comparación con el período de Bretton Woods de tipos de cambio fijos, esta evidencia es congruente con mecanismos de ajuste y desajuste visibles en los precios internos y en su relación con los externos, cuando la devaluación se convierte en una opción de última instancia, como ocurrió en esa época.

4. FACTORES INTERNOS COMO AGENTES DE VOLATILIDAD

De la discusión contenida en la literatura económica y glosada en la sección anterior, se deduce que las ventajas de la globalización no vienen sin costos. La mayor exposición de las economías domésticas a los acontecimientos internacionales tiende a producir volatilidad, que es más fuerte en las variables financieras que en las reales. En el caso extremo, cuando la inestabilidad se convierte en crisis, también las variables reales se ven afectadas en forma severa.

Es importante precisar que la volatilidad no solamente proviene de fuerzas o perturbaciones externas. También hay inestabilidad que puede estar originada en una inadecuada conducción de las políticas internas, así como verse favorecida por condiciones estructurales poco congruentes con la liberalización y la apertura comercial y financiera. No es posible hacer una división tajante entre estas dos categorías. Los factores que son relevantes tienen relación con ambas. La distinción sutil que se hace aquí, para efecto de ordenamiento de los temas, resulta más clara cuando se piensa en inestabilidad en la economía interna sin inestabilidad en el extranjero.

Fragilidad estructural en un ambiente globalizado

Las fragilidades en la estructura de las economías y en la combinación de políticas económicas constituyen posiblemente el tema de estudio más abundante en la literatura económica sobre globalización y volatilidad. En efecto, la generalidad de los estudios empíricos de las últimas dos décadas va más allá de explorar si una perturbación internacional (en el mercado de bienes o en el mercado financiero) tiene efectos sobre la economía interna. Las características y condiciones de ésta han merecido el mayor énfasis, siendo el objetivo central de análisis determinar la medida en que los factores internos favorecen, facilitan o amplifican la transmisión de los efectos negativos de tales perturbaciones. Las sucesivas crisis financieras internacionales en la década anterior han estimulado el estudio del tema.

La literatura especializada no siempre ha situado las causas de las crisis financieras en la ocurrencia de perturbaciones externas, como se menciona en la línea de argumentación anterior. Por el contrario, los enfoques tradicionales y una abundante literatura, en especial a partir del artículo seminal de Krugman (1979), han destacado la importancia de factores internos como generadores de inestabilidad. Una de las lecciones de la crisis asiática de 1997-1998 fue que puso en evidencia la influencia de las fragilidades estructurales presentes en las economías para generar volatilidad y, eventualmente, crisis financieras. En particular, ahí estuvieron presentes las debilidades en los sectores corporativo y financiero (Gosh y Gosh, 2003).

Dornbusch (1999 y 2001) pone énfasis en problemas políticos y en la mala conducción de las políticas económicas en los países donde surgen las crisis: *"La razón central de las crisis financieras es un profundo mal manejo de los estados de balance nacionales ("national balance sheets"), de la política de tipo de cambio y de la responsabilidad política. ¿Es una sorpresa que todas las crisis ocurren poco después de una elección?"* (Dornbusch 1999, p. 1).

Como se observa, el enfoque tradicional, hasta antes de la crisis mexicana ("efecto tequila") y de la crisis asiática, había consistido en la debilidad de los fundamentos económicos ("*fundamentals*"), bajo la

tradición de Krugman. En un ambiente de limitaciones en la cantidad de reservas internacionales y en la capacidad de endeudamiento externo, el exceso de gasto doméstico y el "desalineamiento" del tipo de cambio conducen a crisis, porque el dinero se va del país.

Pero de acuerdo con Dornbusch, en la crisis asiática de 1997-1998 no estuvieron presentes las debilidades macroeconómicas señaladas por el enfoque tradicional. Más bien se observó un problema en el "estado de situación" de los países, como él lo denomina, caracterizado por acumulación de pasivos de corto plazo mucho más allá de la capacidad de la economía para generar activos de similar liquidez. El desalineamiento del "estado de situación" con frecuencia no fue sólo en términos de plazo de maduración, sino también de monedas.

La debilidad en los "estados de situación" de los países es un tema central en el análisis de las crisis financieras, no como factor causal sino porque el país resulta muy expuesto al riesgo inmanejable de un cambio en las corrientes de capital. Es, sobre todo, un problema de excesiva vulnerabilidad. La exposición no está relacionada sólo con fenómenos domésticos que afecten la confianza de los inversionistas; hay además propagación de las crisis –el contagio– aún a países con sanos balances macroeconómicos, pero con descalces de plazos y de monedas en sus "estados de situación". El contagio inclusive afecta a economías bien manejadas, debido a la irracionalidad del comportamiento de "manada" ("*herd behavior*"), usual en los pánicos financieros. Sobre este tema se incluyeron referencias en la sección 3.

El "trilema de la política macroeconómica"

La apertura y la liberalización de la cuenta de capital, elemento básico del proceso de globalización financiera, no es un tema que genere consensos fácilmente, como se desprende de la discusión en la literatura económica. En algunos casos las críticas no residen en sus inconvenientes, sino en la congruencia de la medida con otros aspectos de la arquitectura interna, como la política de tipo de cambio y la flexibilidad en la conducción de la política monetaria. Esto se

relaciona con lo que Obstfeld y Taylor (1997) denominaron el "trilema de la política macroeconómica" o la "trinidad imposible": (a) el deseo de tener un sistema de tipos de cambio fijos para evitar la inestabilidad; (b) el deseo de tener libre movilidad de capital, para asegurar la asignación eficiente de los recursos; y (c) el deseo de mantener una política monetaria activa para hacer frente a las metas internas de política.

Taylor afirma que "*… obedecer los dictados del trilema puede tener un alto costo político. La política ha prevalecido con demasiada frecuencia sobre la economía y la experiencia demuestra los peligros que ello implica. La pesadilla constante de las economías emergentes, cuyas crisis son generalmente mucho más dolorosas y prolongadas que las de los países desarrollados, es que la formulación de políticas pierda coherencia, que los mercados descarten las intenciones de los países, y que estalle una crisis*" (Taylor, 2004, p. 30). Un ejemplo de esta situación de pérdida de coherencia es lo ocurrido en Argentina en el 2001.

De acuerdo con Tobin, particularmente haciendo referencia a los países en desarrollo, la globalización afecta la soberanía monetaria, en especial cuando existe un compromiso con un tipo de cambio fijo (o con una fijación ajustable con la promesa de no modificarla): "*La lógica de la globalización financiera es incrementar las elasticidades de sustitución entre las tasas de retorno ajustadas por riesgo sobre los activos y las deudas domésticas, con aquellos en los mercados en dólares, hasta que el banco central local no disponga de margen alguno dentro del cual tenga libertad para fijar las tasas de interés internas*" (Tobin, 1999, p. 66). Agrega que "*en la medida en que las demandas netas entre mercados se conviertan en más elásticas con respecto a los diferenciales de tasas de interés, menor será la autonomía del banco central del país pequeño sobre sus tasas de interés y sobre su política monetaria*" (Tobin, 1999, p. 73). Esta ausencia de congruencia de la globalización financiera con la estructura de políticas interna sólo puede ser resuleto abandonando el tipo de cambio fijo (o ajustable con poca flexibilidad) y sustituyéndolo por un régimen de flotación, o estableciendo controles de capital si no se desea abandonar el tipo de cambio fijo.

Inadecuada secuencia de las reformas

Más recientemente, la forma en que los países han reaccionado, o han sido obligados a actuar, ante el nuevo ordenamiento, ha sido un foco de crítica por parte de Stiglitz (2002) en relación con la globalización. Para él, las políticas pro globalización pueden ser potencialmente muy buenas, pero si se les diseña en forma inadecuada pueden aumentar la inestabilidad y la vulnerabilidad de los países ante perturbaciones externas. En su fuerte crítica a los organismos internacionales, les responsabiliza de haber promovido paquetes de reformas económicas a un ritmo más rápido de lo deseable y sin el adecuado orden en la liberalización. Esto en particular lo relaciona con la apertura de las cuentas de capital.

El tema de la gradualidad y la secuencia en las reformas económicas no es nuevo. Desde la década de los ochentas el Banco Mundial había promovido la discusión al respecto, fruto de la cual se llegó a consensos ampliamente aceptados –aunque cuestionados en el siguiente decenio–, a veces por consideraciones de oportunidad política. Los puntos de consenso fueron: "(1) La liberalización comercial debe ser gradual y reforzada con ayuda externa sustancial; (2) deben hacerse esfuerzos para minimizar las consecuencias de la reforma sobre el empleo; (3) en países con inflación muy alta, los desequilibrios fiscales deben atacarse al inicio del proceso de reforma; (4) la reforma financiera requiere la creación de agencias modernas de supervisión y regulación; (5) la cuenta de capital debe liberalizarse hacia el final del proceso y, en todo caso, una vez que la economía haya sido capaz de expandir exitosamente su sector exportador" (Edwards, 2003, p. 254).

Evidencia empírica

Un buen resumen para esta sección lo provee el trabajo reciente de Edwards (2004), donde analiza los episodios de desequilibrios de cuenta corriente de la balanza de pagos en los últimos treinta años –para todos los países con información disponible en las publicaciones de estadísticas del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional–, y sus posibles canales de relación con las reversiones de

la cuenta de capital y las interrupciones repentinas de los flujos de capital. El estudio es fundamentalmente empírico, para responder a una cantidad considerable de preguntas. Los resultados de interés para los efectos de este trabajo, son los siguientes (Edwards, 2004, pp. 39-40):

- Hay una fuerte asociación entre las interrupciones repentinas de los flujos de capital y las reversiones de la cuenta corriente deficitaria, tipificadas bajo los parámetros mencionados en la sección anterior. Esto es razonable cuando se presenta un retiro masivo de las fuentes de financiamiento del déficit. Pero además, se relaciona estrechamente con otra conclusión: hay evidencia de muy poco éxito cuando se ha tratado de afrontar esa circunstancia a través de la pérdida de reservas internacionales.

- Como corolario, hay una elevada probabilidad de que las interrupciones repentinas conduzcan a una crisis cambiaria. Pero la relación entre este fenómeno y el surgimiento de crisis bancarias no resulta significativa.

- La probabilidad de una reversión de la cuenta corriente está adecuadamente capturada por un reducido número de variables, que incluyen la relación "cuenta corriente / PIB" con rezago, la relación "deuda externa / PIB", el nivel de reservas monetarias internacionales, la creación interna de crédito y el servicio de la deuda.

- Hay evidencia apreciable de que las reversiones tienen un efecto negativo sobre el crecimiento real de la economía, tanto mayor cuando más cerrada sea la economía, y lo contrario para altos grados de apertura económica.

- Países con mayor flexibilidad en el régimen cambiario están en mejor capacidad para absorber y acomodar el impacto de las reversiones, en relación con los países con esquemas cambiarios más rígidos.

- El grado de apertura financiera no parece relacionarse con la intensidad con la cual las reversiones afectan el comportamiento real de la economía.

- Edwards no encontró evidencia suficiente de que aquellos países con un alto grado de dolarización se vean más severamente afectados por la suspensión de los ingresos de capital y la reversión de la cuenta corriente, en comparación con aquellos donde hay poca dolarización.
- No hay tampoco evidencia para justificar que los controles y restricciones a la movilidad de capitales reduzcan la probabilidad de reversiones en la cuenta corriente.

Volatilidad provocada por políticas internas

No siempre la inestabilidad proviene del exterior, aunque ése es, por cierto, el tema central de este trabajo. Pero resulta oportuna una breve referencia a la generación interna de ese fenómeno, aun en condiciones estables internacionalmente. Las discusiones teóricas acerca de la inestabilidad o volatilidad con frecuencia analizan diferentes tipos de perturbaciones y de motivaciones domésticas, entre ellas la conducción inadecuada de las políticas económicas de corto plazo. Los criterios de Rudi Dorbusch y de Guillermo Calvo, incluidos en la sección anterior, destacan sobre todo aspectos estructurales y coyunturales de vulnerabilidad como causas fundamentales de las crisis financieras y bancarias.

El tema no es nuevo. La discusión en la literatura económica sobre las implicaciones de la política gubernamental activa en la generación de inestabilidad y de profundización de los ciclos económicos es de larga data. Se remonta al menos a la década de los sesentas, con los célebres debates de Milton Friedman sobre la inconveniencia de la política monetaria activa y su preferencia porque ésta se limite a asegurar un crecimiento predeterminado de la oferta monetaria. Los desarrollos posteriores de las expectativas racionales y la Crítica de Lucas conducen a insistir en la incapacidad de la política monetaria sistemática para influir en los niveles de producción y de empleo, por lo cual solamente conduce a inflación e inestabilidad financiera. En esa misma dirección ha ido el debate sobre reglas versus discreción en el manejo de la política monetaria (véase un recuento al respecto en Delgado, 2000, Cap. I).

Bolaños (1999), en su estudio sobre la volatilidad en Costa Rica, destaca debilidades estructurales internas que tienden a provocar inestabilidad, en particular en un ambiente más abierto a las relaciones comerciales y financieras internacionales. Específicamente analiza cinco áreas que, en su opinión, han influido en el caso de este país: (a) la mezcla de políticas fiscal y monetaria favorecedoras de la volatilidad; (b) la fragilidad fiscal –incluido el déficit del Banco Central–, que conduce a una débil situación estructural de las finanzas públicas, debido al elevado nivel de la deuda estatal y a ciclos de gasto gubernamental por motivaciones políticas en los años preelectorales; (c) mercados financieros subdesarrollados; (d) debilidad en las interrelaciones financieras con el extranjeros; y (e) financiamiento corporativo riesgoso. Naturalmente, estas condiciones son propicias para la inestabilidad, tanto cuando se origina en una mala conducción de la política económica como cuando proviene de perturbaciones externas.

Aspectos relacionados con la formulación de las políticas económicas, con el predominio de consideraciones políticas de tipo populista y con ausencia de solución a problemas estructurales, han estado en el centro de episodios de inestabilidad financiera y económica interna. Aunque actualmente es más difícil aislarlos del exterior por la mayor integración internacional que existe entre la mayoría de las economías, responden a patrones muy conocidos por décadas en Latinoamérica. Los episodios de hiperinflación en los países del Cono Sur y las críticas de Dornbusch a la conducción económica y política en México y en otros países, son ejemplos. Más recientemente, las hiperinflaciones de Nicaragua, de Bolivia y de Ecuador, así como la inestabilidad en Venezuela, han tenido ingredientes políticos entre sus causas principales. La crisis cambiaria de República Dominicana en el período 2003-2004, por su parte, se inscribe más en errores de política económica. En Costa Rica, el período más crítico entre 1980 y 1982 se originó, en parte, por los tres factores mencionados al inicio de este párrafo. A pesar de la inestabilidad internacional de aquella época, no sería aventurado afirmar que aún sin ella la economía costarricense habría entrado en crisis.

Ortiz (2002, p. 207) reafirma estos puntos de vista cuando afirma que en Latinoamérica *"…el papel de las políticas fiscal y monetaria como herramientas para estabilizar el ciclo económico, no ha recibido mucha atención. Esto es comprensible debido a que durante los últimos treinta años, ambas políticas fueron responsables, en alto grado, de la historia de inestabilidad macroeconómica y financiera en la región. En vez de ser herramientas para estabilizar el ciclo económico, fueron típicamente manejadas en forma tal que amplificaron los efectos de las perturbaciones sobre la producción y las tasas de interés"*. El análisis siguiente de Ortiz se concentra en especial en Brasil, México y Chile, con referencias también a Colombia y Perú. En términos de tamaño relativo, los primeros dos países representan dos terceras partes del PIB total de Latinoamérica y, aunque por sí solos tienen suficiente peso específico, no es aventurado extender la afirmación a la mayoría de los demás países de la región, aunque sí lo sería aplicarla a la totalidad de las tres décadas.

Las reflexiones anteriores, marginales al tema central de este documento, pretenden destacar que las autoridades de los países deben ser cautelosas en la conducción de la política económica para evitar brotes de inestabilidad. Pero esa cautela debería duplicarse en el mundo de hoy, más expuesto a volatilidad de las variables financieras debido a la globalización. El buen juicio –y no la suerte– será el factor determinante para aprovechar de mejor forma las ventajas de una mayor integración con la economía internacional.

5. CONSIDERACIONES FINALES

No es pertinente incluir en esta sección un recuento de todas las conclusiones derivadas de la literatura consultada. Como se ha mencionado, ésta es sólo una proporción muy reducida de la abundante literatura disponible sobre el tema. Es importante resaltar, sin embargo, que existe amplio consenso en que la globalización, entendida como una mayor integración comercial y financiera entre las economías, se asocia con una disminución de la volatilidad del ciclo económico, principalmente de la producción y del consumo, no tanto de la inversión.

Esta conclusión parece ser más aplicable a los países desarrollados y a los países en desarrollo con menores grados de integración financiera con el exterior, ya sea porque no han completado sus procesos de liberalización de las transacciones financieras, o porque su tamaño es muy reducido y su sistema financiero está muy poco desarrollado. El corolario que de aquí se deriva conduce a considerar la importancia de los movimientos de capital privado como fuente de inestabilidad, pues hay mayor volatilidad en los países en desarrollo considerados como mercados financieros emergentes, esto es, con grados más altos de integración financiera.

También parece haber coincidencia en que la globalización se asocia con mayor volatilidad en las variables financieras, como la inflación, los tipos de cambio nominales y las tasas de interés. Además, las economías con fundamentos macroeconómicos ("*fundamentals*") más frágiles y con instituciones débiles, como lo serían mercados financieros muy ineficientes, sistemas cambiarios inadecuados y mezclas incorrectas de políticas macroeconómicas, son más propensos a sufrir mayores efectos negativos de la volatilidad.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Basu, Susanto y Alan M. Taylor (1999). "Business cycles in international historical perspective". Working Paper No. 7090. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research. Disponible en www.nber.org.

Bolaños, Rodrigo A. (1999). *Costa Rica: the next stage - reform without volatility*. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo.

Buch, Claudia M. (2002). "Business cycle volatility and Globalization: A survey". Working Paper No. 1107. Kiel, Alemania: Kiel Institute of World Economics.
Obtenido en http://www.uni-kiel.de/ifw/pub/kap/kap.htm.

Calvo, Guillermo y Carmen M. Reinhart. (2000). "When capital inflows come to a sudden stop: consequences and policy options", en Peter Kenen y Alexandre Swoboda, 2000, *Key issues in reform of the international monetary and financial system*, pp. 175-201. Washington: Fondo Monetario Internacional.

Calvo, Sara y Carmen M. Reinhart. (1996). "Capital flows to Latin America: is there evidence of contagion effects?", en Guillermo Calvo, Morris Goldstein y Eduard Hochreitter, editores, 1996, *Private capital flows to emerging markets*. Washington: Institute for International Economics.

Delgado, Félix (2000). *La política monetaria en Costa Rica: 50 años del Banco Central*. San José: Banco central de Costa Rica.

Dornbusch, Rudiger. (1999). "Emerging market crises: origins and remedies". Instituto Tecnológico de Massachusetts.

_____. (2001). *A primer on emerging market crises*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Edwards, Sebastián. (2000). *Exchange rate regimes, capital flows and crisis prevention*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

_____. (2003). "Review of Joseph E. Stiglitz's Globalization and its Discontents", en *Journal of Development Economics*, Vol. 70, Issue 1, pp. 252-257.

_____. (2004). "Thirty years of current account imbalances, current account reversals, and sudden stops", en *IMF Staff Papers*, Vol. 51, edición especial, pp. 1-49.

Eichengreen, Barry. (2004). "Financial instability". University of California at Berkeley. Copenhagen Consensus Challenge Paper.

Kaminsky, Graciela; Carmen M. Reinhart y Carlos A. Vega. (2003). "The Unholy Trinity of financial contagion". NBER Working Paper No. 10061. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research. Disponible en www.nber.org.

Kaminsky, Graciela L. y Carmen M. Reinhart (2004). "The Center and the Periphery: The Globalization of financial turmoil", en FMI, 2004, Ensayos *en honor a Guillermo A. Calvo*. Washington: Fondo Monetario Internacional. Disponible en www.imf.org y en www.nber.org.

Krugman, Paul (1979). "A model of balance-of-payments crises", en *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11 (agosto), pp. 311-325.

_____. (1995). "Dutch tulips and emerging markets", en *Foreign Affairs*, julio-agosto, 1995.

Lizano, Eduardo (1993). "Las entradas de capital: un punto de vista cándido", en Eduardo Lizano, 1993, *La reforma financiera en América Latina*, pp. 107-130. México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).

_____. (2001). *La política de comercio exterior de Costa Rica*. Serie Documentos Nº 4. San José: Academia de Centroamérica.

Obstfeld, Maurice y Alan M. Taylor. (1997). "The Great Depression as a watershed: international capital mobility over the long run". NBER Working Paper No. 5960. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research. Disponible en www.nber.org.

Ortiz, Guillermo. (2002). "Monetary policy in a changing economic environment: the Latin American experience", en Federal Reserve Bank of Kansas City, 2002, *Rethinking stabilization policy*, pp. 207-240. Kansas City, Estados Unidos: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Prassad, Eswar S.; Kenneth Rogoff; Shan-Jin Wei y M. Ayhan Kose (2003). *Effects of financial globalization on developing countries: some em-*

pirical evidence. IMF Occasional Paper No. 220. Washington: Fondo Monetario Internacional.

Stiglitz, Joseph E. (2002). *Globalization and its discontents*. Nueva York: W. W. Norton.

Taylor, Alan M. (2004). "Finanzas mundiales: pasado y presente", en *Finanzas y Desarrollo*, marzo de 2004. Washington: *Fondo* Monetario Internacional.

Tobin, James. (1999). "Financial Globalization: can national currencies survive?" Washington: Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, Conferencia Anual sobre Economía del Desarrollo, abril de 1999.

II

VULNERABILIDAD Y CRISIS

FÉLIX DELGADO QUESADA Y RODRIGO BOLAÑOS ZAMORA

INTRODUCCIÓN

El proceso de mayor integración económica y financiera observado con más fuerza en las últimas dos décadas, usualmente referido con el nombre de **globalización**, ha tenido diferentes tipos de implicaciones en la arquitectura del sistema económico internacional y en el desarrollo de las economías nacionales. Hay una extensa literatura, tanto teórica como de análisis de la evidencia empírica, sobre los pros y los contras de este proceso. Su estudio en detalle no es parte de los objetivos de este trabajo, más que en una de sus dimensiones particulares: los problemas de vulnerabilidad de las economías y sus consecuencias.

En términos generales, la literatura económica reconoce la presencia de una nueva ola de integración económica internacional, de similar importancia y magnitud que la observada en el último cuarto del siglo XIX y en las dos primeras décadas del siglo XX. Como se desprende de la reseña bibliográfica sobre este tema realizada por Delgado (2004), si bien esta nueva etapa de globalización parece haber producido en general una menor variabilidad de los ciclos económicos, este resultado ha sido más evidente en los países industrializados. En los países en desarrollo –y entre ellos, en los mercados emergentes–, pareciera que se ha profundizado la volatilidad, en especial de las variables financieras.

El objetivo de este documento es describir los problemas de vulnerabilidad económica y financiera a crisis de distinto tipo en el contexto de las relaciones económicas actuales, con particular referen-

cia a los países en desarrollo. Busca caracterizar los tipos de crisis y vulnerabilidad que enfrentan esas economías, según se las ha caracterizado en la literatura económica reciente. En particular, para cada uno de los tipos identificados, interesa estudiar cuáles son los principales factores de vulnerabilidad, sus consecuencias más importantes y, finalmente, algunas formas de anticipar estas situaciones, tanto a través de indicadores de alerta temprana como mediante mecanismos de protección del sistema económico local. Hace énfasis es en las vulnerabilidades que provocan crisis, no en aquellas que pueden ser manejables y no desembocan en crisis. En un trabajo separado, se pretende enfocar las acciones de política pública tendientes a reducir la vulnerabilidad mediante reformas económicas que ataquen sus causas.

La siguiente sección presenta una breve descripción de los conceptos de vulnerabilidad y crisis. La segunda sección entra a analizar los diferentes tipos que pueden presentarse, mientras que en la tercera se describen los indicadores de alerta temprana. La cuarta sección se refiere a la protección de corto plazo frente a crisis y la quinta sección resume las principales conclusiones.

1. VULNERABILIDAD Y SUS IMPLICACIONES

El término "vulnerabilidad", en el contexto de este estudio, se refiere al conjunto de debilidades que favorecen la aparición de crisis en las economías nacionales, o que las hacen más propensas a afrontar situaciones que pueden desembocar en esos fenómenos adversos. Éstas pueden referirse a efectos negativos tanto sobre el ciclo económico y la capacidad de crecimiento económico, como sobre la estabilidad financiera de la economía. Esta última es el área de interés especial de este trabajo, por tratarse de la que tiene mayor conexión con los temas de globalización y creciente volatilidad en el mundo de hoy.

La vulnerabilidad generalmente se relaciona con gran cantidad de aspectos que influyen en el accionar de las economías y en el comportamiento de los agentes económicos. En consecuencia, los facto-

res de debilidad y de propensión a crisis tienen que ver no sólo con variables meramente económicas, sino también con condiciones sociales y políticas, así como con aspectos como la estructura institucional y la corrupción, entre otros. También es importante distinguir entre vulnerabilidades que pueden ser manejables y las que llevan a crisis.

Episodios con efectos manejables

La vulnerabilidad económica frente a las crisis tiene, naturalmente, diferentes grados. Esto significa que el sistema económico es capaz de soportar determinados impactos o perturbaciones con algún grado mayor o menor de turbulencia, pero sin caer en una situación extrema de crisis, una situación que implica poner en duda la capacidad de pago de un país respecto a sus obligaciones externas o su capacidad de crecimiento.

Los análisis iniciales de estos fenómenos identificaban debilidades generalmente relacionadas con la conducción de las políticas económicas de corto plazo y con la congruencia entre ellas, que generaban desconfianza en los agentes económicos. Esto daba lugar, a su vez, a la presencia de "ataques especulativos" contra la moneda local, en donde los agentes económicos apostaban a la capacidad del banco central para sostener un tipo de cambio (o una pauta de ajuste) que consideraban insostenible, generalmente por falta de congruencia de las políticas de corto plazo con un esquema de tipo de cambio fijo. La demanda por tenencias de moneda extranjera en el exterior se disparaba y caía la demanda por moneda doméstica, poniendo presión sobre las reservas monetarias internacionales, con la esperanza de que el tipo de cambio explotara y, como consecuencia, se pudieran obtener grandes ganancias al convertirse nuevamente a moneda local. Este es el modelo original del trabajo seminal sobre crisis de balanza de pagos, desarrollado por Krugman (1979).

Cuando un "ataque especulativo" no es exitoso, la situación no explota en una crisis. En tal caso, el banco central ha tenido grados de libertad suficientes para suplir las divisas requeridas, para reforzar sus reservas monetarias internacionales con financiamiento externo o con

alzas de tasas de interés, y para reducir la demanda de moneda extranjera a través de una fuerte contracción de la política monetaria.

En estos casos, las aguas tienden a volver a su nivel, aunque a menudo con mayor fragilidad que la inicial. Esto es particularmente cierto cuando esa fragilidad depende de cuestiones estructurales de corrección más difícil y lenta. Las autoridades logran controlar la turbulencia financiera pero, como resultado de ella, la economía queda más endeudada o con un saldo menor de reservas monetarias internacionales y posiblemente con menores niveles de ingreso y producción reales. Si la causa inicial del ataque especulativo residió en una mezcla inconsistente de políticas de corto plazo, las autoridades tienen mayor posibilidad de enderezar el rumbo rápidamente y reducir los incentivos para nuevos ataques especulativos.

Las implicaciones, en todo caso, son de diversa naturaleza. Por ese motivo, con frecuencia la magnitud de estos fenómenos, y la misma caracterización como turbulencias o como crisis, se mide por sus consecuencias sobre diferentes indicadores. En particular, la severidad de este tipo de fenómenos se relaciona con el tamaño de la pérdida de producto e ingreso nacional que originan, con la reducción de reservas monetarias internacionales y con la inflación y devaluación del tipo de cambio resultante al final del proceso.

Situaciones anormales: las crisis

En casos extremos, la economía tiene poca capacidad de absorber las perturbaciones que afectan su estabilidad, lo conduce a algún tipo de crisis como las que se explican en la sección siguiente. Hay, naturalmente, una relación estrecha entre el grado de vulnerabilidad a las crisis y la magnitud de las perturbaciones. Esto lleva a distinguir una economía como más vulnerable que otra cuando, ante una misma perturbación, cae en situación de crisis sin que ocurra lo mismo con la otra.

Sobre este tipo de casos fue que Krugman (1979) elaboró el modelo teórico en su trabajo seminal sobre crisis de balanza de pagos. A partir de ahí ha proliferado la literatura, en diferentes direcciones.

Ésta, a la vez, ha sido enriquecida sin duda por el estudio de crisis recientes, que no se conforman con los esquemas de análisis originales diseñados en especial para explicar la inestabilidad externa en los años sesentas y setentas. Las ampliaciones teóricas de este tema han pretendido mantener elegancia y rigurosidad en la derivación de muchas más posibilidades de crisis de balanza de pagos, diferentes de las provocadas por razones fiscales. Hay otras causas internas, como se analizan en la extensión del modelo teórico hecha por Calvo (1995), relacionadas con el sector financiero y con la gestión de la deuda pública.

Se ha reconocido, al menos en los últimos diez años, la posibilidad teórica de explicar episodios de crisis sin la presencia de desequilibrios fiscales como causantes o detonantes de ellas. Factores externos tan subjetivos como la percepción de los operadores en los mercados financieros internacionales sobre el grado de confianza que merece la economía de un país, pueden provocar crisis sin que haya relación alguna con la calidad de los fundamentos económicos (*fundamentals*) de ese país. *"Si los inversionistas consideran que usted no es de fiar, no traerán sus fondos y, en consecuencia, usted no será de fiar"* (Calvo, 1995, p. 1).

Este tipo de situaciones extremas, catalogadas como crisis de balanza de pagos bajo criterios no necesariamente explícitos en los trabajos teóricos pero sí en los empíricos, son las que interesa tipificar en la sección siguiente. El criterio original de Krugman en su análisis de las crisis de balanza de pagos, en todo caso, deja evidente que la crisis describe un episodio extremo, como lo es el drenaje total de las reservas monetarias internacionales y el abandono del sistema de tipo de cambio fijo por el de flotación. Ese no siempre es el caso, pero ilustra lo extraordinario del desenlace que merece tal calificación extrema.

2. TIPOS DE CRISIS Y FACTORES DE VULNERABILIDAD

Las crisis, entendidas como el resquebrajamiento de la estructura en algún sector importante o en toda la economía, no son fenómenos

nuevos. Como se mencionó en la sección anterior, algunos episodios de estrés no llegan a convertirse en "crisis", ya sea por la dimensión de sus causas o por la capacidad de las autoridades económicas para controlarlos oportuna y efectivamente. El tratamiento que sigue no está interesado en tal concepto general, sino en el más puntual de las situaciones críticas de las últimas dos décadas, cuyos efectos no sólo provocan trastornos en el país donde se generan, sino que se transfieren a otros.

Así, la crisis de la deuda externa en los países en desarrollo, originada en los acontecimientos de los años setenta que iniciaron con la ruptura del sistema monetario internacional bajo el patrón oro-dólar de Bretton Woods, no es el tipo de fenómeno objeto de estudio en este trabajo. Aunque sus causas y la misma crisis tuvieron efectos generalizados en muchos países, están fuera del foco de interés, que se concentra, más bien, en los acontecimientos de esta naturaleza durante el período creciente de globalización de las dos últimas décadas.

Estos tipos de crisis –las de las dos décadas recientes–, surgen con posterioridad al inicio de la crisis de la deuda externa de los países en desarrollo en 1982. Conforme lo sugiere Calvo (2001, pp. 6-7), la génesis se encuentra en los ingresos masivos de capitales a los países en desarrollo, en especial a partir de 1989. Una primera interpretación sugirió este comportamiento como el resultado del éxito del Plan Brady para hacer frente a la crisis de la deuda externa. Los ingresos masivos de capitales provocaron, entre 1989 y 1994, fuertes acumulaciones de reservas monetarias internacionales y crecientes déficit de cuenta corriente.[1] Como estos dos aspectos indican la pre-

1. Esta descripción de Guillermo Calvo es interesante cuando se observa lo ocurrido en ese período en Costa Rica. Una deducción rápida sugeriría que la apertura de la cuenta de capital fue el detonante de fuertes ingresos de fondos del extranjero, que vinieron por oleada a Latinoamérica y que también por oleada salieron con motivo de la crisis de México, el "efecto tequila" del periodo 1994-1995. Pero esto último no fue significativo en el caso de Costa Rica. Esto sugiere la hipótesis de que el tipo de capitales que inundaron los llamados "mercados financieros emergentes", no tuvo importancia en Costa Rica, sino más bien se trató de repatriación de capitales, menos susceptible a los vaivenes y al nerviosismo propios de los inversionistas institucionales.

sencia de un incremento los agregados monetarios y en el gasto en la economía, el problema consistió entonces en cómo administrar la expansión de la actividad económica sin provocar inflación.

La observación de Calvo fue aún más allá, cuestionando los motivos por los cuales el éxito del Plan Brady pudo provocar ingresos masivos de capitales a los países en desarrollo, independientemente de su grado de avance con los procesos de reforma económica fomentados en esa época (denominados por Williamson como "consenso de Washington") y de la calidad de la política monetaria en ejecución. La explicación la encontró en el período de bajas tasas de interés en los Estados Unidos, que estimuló a los agentes económicos a desplazar sus fondos en busca de mejores rendimientos en mercados nuevos, pero que eran prometedores por las reformas económicas que tenían en ejecución. En sus propios términos, al evaluar estos acontecimientos, "… *la implicación más importante era que los países emergentes podían estar a merced de eventos fuera de su fronteras. No es [entonces] suficiente reducir los déficit; es también necesario reforzar la estructura de la casa para protegerla de los huracanes que soplan desde el resto del mundo*" (Calvo, 2001, p. 7).

La tipología de las crisis ha de conducir a algún tipo de clasificación y, como es usual, toda clasificación es inevitable que sea convencional. En consecuencia, es posible –y, además, muy factible– en esta materia de las crisis externas, encontrar diferentes clasificaciones. La literatura habla con mucha frecuencia de crisis financieras, bancarias y de deuda. También se hace referencia a tres generaciones de crisis. Las de *primera generación* se refieren a las causadas por problemas fiscales y monetarios. Las de *segunda generación* están relacionadas con políticas contracíclicas en países industriales y con crisis auto-cumplidas, sin relación necesariamente con los fundamentos económicos. Las de *tercera generación* enfocan problemas de riesgo moral y situaciones causadas por burbujas o por inestabilidad de flujos de capital.

Reconociendo las limitaciones de agrupar estos eventos, la presentación que sigue se basará en el trabajo de Kaminsky (2003). Allí se presenta un intento de tipificar las crisis, a partir del estudio empírico de 20 países, de los cuales 5 son economías "maduras" o indus-

triales y 15 son países en desarrollo. De estos últimos, nueve son de Latinoamérica. Sin duda, en su selección pesa la circunstancia de tratarse de un análisis muy reciente, pues fue publicado apenas seis meses antes de la realización de este documento. De ese modo, es más factible que recoja y resuma gran parte de la extensa literatura sobre la materia.

Kaminsky (2003, p. 2) distingue seis variedades de crisis. Cuatro de ellas se asocian con diferentes fuentes de fragilidad de la economía interna, donde las vulnerabilidades están relacionadas con el deterioro de la cuenta corriente, con desequilibrios fiscales, con problemas en el sector financiero y con falta de sostenibilidad de la deuda externa. La quinta variedad de crisis es la provocada por condiciones adversas en los mercados financieros mundiales, que conducen a interrupciones repentinas (*sudden-stop*) de las corrientes de capital. Por último, la sexta variedad está relacionada con los modelos de segunda generación, esto es, las crisis auto-cumplidas que ocurren en economías con fundamentos "inmaculados".

Crisis de sector externo provocadas por fragilidad interna

La clasificación de Kaminsky se fundamenta en las motivaciones de crisis que se analizan en los diferentes modelos teóricos desarrollados en la literatura, en general relacionadas con el comportamiento de un grupo determinado de variables macroeconómicas. En la tipología que se incluye en esta sección, las apreciaciones de Kaminsky se complementarán con otros aspectos característicos de cada grupo de crisis externas, no contemplados en su análisis por la particular naturaleza y alcances de tipo empírico perseguidos en su trabajo.

El enfoque de clasificación se relaciona con los fenómenos que pueden considerarse como origen de las crisis. Es necesario tener presente, en todo caso, que un comportamiento propenso a inestabilidad en una determinada variable puede estar acompañado –y en la generalidad de los casos lo está– por fragilidades de diversa magnitud en otras variables económicas, que tipifican a su vez otras variedades de crisis. La tipología, en consecuencia, no presupone com-

partimientos estancos en el comportamiento de las variables macroeconómicas para cada categoría de crisis.

Crisis tipo 1: deterioro de la cuenta corriente

Aunque los primeros enfoques en el análisis de crisis de balanza de pagos se centraron en los efectos de desequilibrios fiscales –a los cuales se hará referencia seguidamente–, hay episodios que se separan de esta secuencia. En particular, la vulnerabilidad se relaciona con el compromiso de las autoridades por un tipo de cambio fijo,[2] con políticas no necesariamente congruentes con esa circunstancia y que, en consecuencia, terminan provocando una apreciación real de la moneda. En otras ocasiones, esta apreciación real es deliberada, con el propósito de ayudar a obtener otros objetivos de política, como el control de la inflación.

Calvo (1995, p. 16) modela esta situación como una extensión del esquema básico de Krugman para el análisis de crisis de balanza de pagos, como un ejemplo de crisis en la que no median necesariamente desequilibrios fiscales. Destaca cómo el exceso de gasto de consumo que provoca la apreciación real produce una expansión de la producción que inclusive puede reflejarse en una mejora del resultado fiscal, al generarse un aumento de los ingresos tributarios. Esto se reversa, desde luego, cuando se produce la crisis. El análisis demuestra el punto de vista equivocado de la teoría de Walter E. Robichek, exfuncionario del Fondo Monetario Internacional, según la cual sólo el déficit fiscal importaba y los gobiernos no debían preocuparse por el déficit del sector privado (Calvo 1995, p. 19).

La posibilidad de crisis por apreciación real del tipo de cambio, como política discrecional de las autoridades en la búsqueda de determinados objetivos macroeconómicos, también se presenta en economías en desarrollo, aunque su frecuencia relativa es menor que la de

2. El tipo de cambio puede ser fijo en su primera derivada, como ocurrió en los sistemas con una "tablita" predeterminada de devaluaciones en el tipo de cambio. Si las autoridades se aferraban a la pauta pre-establecida en la "tablita" y se seguían políticas expansivas inconsistentes con los niveles cambiarios de la "tablita", el tipo de cambio real se apreciaba y podría sobrevenir la crisis.

los otros tipos de crisis.[3] Las recomendaciones de política de hace pocos años, en cuanto a la utilización del tipo de cambio como ancla nominal para disminuir la tasa de inflación, han podido estar en el centro de episodios de crisis. Las decisiones de política económica equivocadas, como la insistencia en el mantenimiento de un tipo de cambio irreal en Costa Rica antes de la crisis de 1980-1982, es un caso evidente que culminó en crisis, agravado por fragilidades adicionales provocadas por otros errores de política.

Crisis tipo 2: desequilibrios fiscales

Como se mencionó en la descripción hecha anteriormente, este caso es ampliamente conocido tanto porque los problemas fiscales han estado presentes en la mayoría de los episodios de inestabilidad y de crisis en los países en desarrollo, como porque, por ese mismo motivo, fueron el foco principal de análisis de los modelos de primera generación.

Cuando la política fiscal es expansionista –y con mayor razón si es financiada mediante una conducción monetaria de similar orientación– se provoca un exceso de gasto total en la economía. Con un sistema de tipo de cambio fijo en una economía muy abierta al exterior, el exceso de demanda se transfiere al extranjero a través de la balanza de pagos. En consecuencia, se produce una pérdida continua de reservas monetarias internacionales, hasta un punto que provoca un ataque especulativo contra la moneda nacional. En ese momento desaparece el resto de las reservas internacionales y las autoridades económicas, imposibilitadas para mantener el régimen cambiario, deben optar por una fuerte devaluación –y probablemente por dejar flotar el tipo de cambio–, ocurriendo bruscas alzas en las tasas de interés, lo cual provoca una contracción de la producción y los ingresos.

Como se mencionó arriba, el estudio de estas situaciones, cuando desembocan en crisis de balanza de pagos, fue motivado por las ex-

3. Los fenómenos de "enfermedad holandesa" ("Dutch disease") también pueden llevar a una apreciación real del tipo de cambio y a un déficit en cuenta corriente, pero los tipos de crisis que pueden derivarse de ellos son diferentes.

periencias de los sesentas y setentas, en particular las ocurridas en los países en desarrollo. La disciplina fiscal ha sido uno de los ejes fundamentales de los programas y de la condicionalidad del Fondo Monetario Internacional. Resulta entonces llamativo que los gobiernos continúen inclinados a seguir políticas de demanda (de corto plazo) contradictorias con los objetivos de estabilidad interna y externa. En efecto, los modelos de primera generación volvieron a desempolvarse en años recientes, con motivo de la crisis de Argentina,[4] que se conforma bajo estas características. Las consecuencias de esta forma de actuar son complejas, pero en general reflejan vulnerabilidades que tienen su origen en debilidades que se presenten en el proceso de formulación de las políticas, ausencia de consideraciones económicas sólidas en las decisiones de los políticos, falta de independencia de la banca central, entre otros aspectos.[5]

Crisis bancarias

Crisis tipo 3: problemas en el sector financiero

El enfoque de Kaminsky sobre este tipo de crisis se fundamenta sobre todo en la influencia de variables financieras, en particular el crecimiento acelerado del crédito interno y de los demás agregados monetarios. Su tipificación se relaciona, entonces, con excesos financieros, como ella los denomina. Este tipo de expansión tiene canales de transmisión muy similares a los de las crisis originadas en desequilibrios fiscales, que fueron descritos en el tratamiento anterior. Pero van más allá, porque se relacionan también con la solidez

4. La caja de conversión usada en Argentina hasta la crisis, que en buena parte se justificó en su inicio como una forma de anclar las expectativas hiperinflacionarias del periodo precedente, hacen de esa crisis una mezcla de los tipos 1 y 2.

5. Costa Rica ha seguido desde mediados de los años ochenta del siglo XX una política de minidevaluaciones que ha tenido la virtud de ser flexible frente a cambios en las condiciones económicas, para evitar fuertes apreciaciones o depreciaciones en el tipo de cambio real y que probablemente ha sido una de las razones que explican que el país no haya enfrentado una crisis de balanza de pagos en épocas en las que casi todos los demás países de América Latina las han tenido.

("*soundness*") y con el desarrollo del sistema bancario y del sistema financiero en general.

La fragilidad del sistema bancario convierte en una vulnerabilidad muy peligrosa, que propicia la incubación de crisis financieras. También, su grado de severidad tiende a ser el más elevado (Kaminsky 2003, p. 13), en especial en términos de la depreciación de la moneda, de crecimiento económico y de caída de las importaciones. Un factor adicional de vulnerabilidad reside en la reducida calidad y eficacia del sistema de regulación y de supervisión prudencial en la banca.

En situaciones como la tipificada en esta categoría, un "*boom*" de crédito en un sistema bancario con pobre regulación, exacerba el riesgo de crédito en los bancos –esto es, el relacionado con la capacidad de recuperación de los fondos prestados. Estos fenómenos terminan con aumentos considerables en el consumo total de la economía y, en consecuencia, con ampliación del déficit de la cuenta corriente. También es frecuente que se relacionen con burbujas o inflación en los precios de los activos en los mercados bursátiles y en los de bienes raíces. Cuando la crisis se manifiesta, el sistema bancario está en una situación muy vulnerable, con problemas de solvencia y de liquidez, que pueden desembocar abiertamente en crisis bancarias, esto es, en cierre de bancos y corridas de depósitos.

Estos fenómenos tienden a agravarse si la regulación y la supervisión prudencial no establecen o no exigen el cumplimiento de parámetros de suficiencia patrimonial adecuados con el grado de riesgo del sistema, problema especialmente serio cuando la banca de propiedad estatal tiene una fuerte presencia. La descapitalización de los bancos atenta desde luego contra su estabilidad. Eventualmente puede generar un costo elevado al gobierno en operaciones de salvamento, con lo cual la crisis bancaria se refuerza con una fuente de crisis motivada por desequilibrio fiscal. La situación puede estar expuesta todavía a mayor fragilidad si hay un grado alto de dolarización de la economía y si, en tales circunstancias, hay excesivo financiamiento en moneda extranjera para deudores que no generan ingresos en esa misma moneda.

Crisis de deuda pública externa

Crisis tipo 4: insostenibilidad de la deuda externa

Las crisis por problemas de deuda externa se relacionan, en la mayoría de los casos, con la deuda soberana y, en especial, con la capacidad del país para hacer frente el servicio de esa deuda. El primer caso típico dentro de esta categoría lo fue la crisis de la deuda externa de los ochentas, que afectó a varios países en desarrollo, particularmente en América Latina.

Los indicadores tradicionales para evaluar este tipo de situación crítica son las relaciones deuda externa/PIB, deuda externa/exportaciones, el peso del servicio de la deuda externa en relación con los ingresos de divisas por exportaciones de bienes y servicios y el riesgo de liquidez para atender ese servicio, representado por la relación deuda de corto plazo/reservas monetarias internacionales.

Este tipo de crisis financieras se produce cuando el país pierde capacidad para hacer frente a sus obligaciones y, en consecuencia, declara unilateralmente una moratoria. Para llegar a esta situación generalmente hay vulnerabilidades relacionadas con la calidad de las políticas macroeconómicas y su consistencia con la solvencia externa del país. Sin embargo, también las hay de origen externo. Por ejemplo, lo ocurrido en la década de los ochentas estuvo también influido por choques externos, provocados entonces por las fuerzas que desencadenaron las dos fuertes alzas de precios en el mercado internacional del petróleo, la ruptura del sistema monetario internacional en 1973 y la etapa de alta inflación y elevadas tasas de interés en los países industrializados. La severidad de crisis como la de los ochentas se asocia con cuántos errores de política internos se agregan a los choques externos.

En un contexto más amplio, es posible ir más allá de la deuda soberana como elemento de vulnerabilidad, para incluir la deuda externa total del país diferente de los movimientos de capital privado de carácter especulativo. La observación histórica ha mostrado que estos fenómenos se han complicado cuando existe un manejo inadecuado de los capitales externos, a través del otorgamiento de garan-

tías cambiarias a los deudores –empresas privadas o estatales– dentro de un régimen de tipo de cambio fijo. De ese modo, se reconoce el efecto perverso que puede tener el exceso de gasto no sólo en el sector público, sino también en el privado.

En algunos aspectos, esta categoría de crisis comparte características del grupo siguiente, las provocadas por "interrupciones repentinas" en las corrientes de capital. Esto puede ocurrir, aún en el caso de la deuda soberana, cuando se presenta lo que Dornbusch analizó bajo el concepto de un "problema de balance de situación" de los países, según se describe en Delgado (2004). Esto es, cuando hay un descalce fuerte entre los plazos de las obligaciones con el exterior y su contrapartida en activos domésticos, se magnifica la vulnerabilidad frente a debilidades internas que impliquen un retiro súbito de los capitales.

Este tipo de situaciones puede dar lugar –y con frecuencia así ocurre– a una crisis bancaria, por lo que algunos autores establecen conexiones entre las crisis de balanza de pagos y las bancarias (Kaminsky y Reinhart, 1999). En efecto, los episodios de suspensión –o, peor aún, de reversión– de las corrientes de capital hacia el país, ponen presión en primera instancia sobre el sistema bancario, en circunstancias en que, como es sabido, éste no tiene liquidez suficiente para hacer frente de manera inmediata a retiros masivos de fondos.

Interrupciones repentinas de capitales y reversiones de la cuenta corriente *("sudden-stop")*

Crisis tipo 5: problemas de "interrupciones repentinas" en los flujos de capitales externos

El concepto de "interrupciones repentinas" de corrientes de capitales, acuñado por Calvo (1998), plantea uno de los casos clásicos donde una crisis externa puede originarse por factores provenientes del exterior. Es parte de la volatilidad que imprimen los movimientos de capital sobre las variables financieras de la economía.

Es cierto que la vulnerabilidad por un freno abrupto de los movimientos de capital hacia el país puede originarse en debilidades internas que provocan desconfianza en los inversionistas extranjeros y les puede conducir, inclusive, a retirar capitales del país en forma masiva. Pero esto mismo puede ocurrir también por consideraciones independientes de lo que ocurra en el país en desarrollo o mercado financiero emergente de que se trate. Las reversiones repentinas de fondos también suceden como consecuencia de fluctuaciones en las tasas de interés en los países industrializados. En tal circunstancia, los fondos que salieron en busca de mejores rendimientos en los mercados emergentes –aunque con mayor riesgo– regresan cuando mejoran las condiciones de rentabilidad, que las complementan la mayor seguridad ("*flight to quality*").

Algunos análisis teóricos sugieren que los problemas provocados por interrupciones repentinas de capitales, que se han observado como más severos y persistentes en países en desarrollo, afectan con mayor fuerza a economías altamente endeudadas, dolarizadas y con fuerte concentración de la deuda externa en plazos cortos. La evidencia, sin embargo, no es concluyente. Delgado (2004) hace referencia al estudio muy reciente de Sebastian Edwards (2004), donde afirma no haber encontrado apoyo suficiente a la hipótesis de que las economías muy dolarizadas sean particularmente propensas a interrupciones repentinas y a reversiones abruptas en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Crisis auto-cumplidas *("self-fulfilling crises")*

Crisis tipo 6: problemas culpa de otros

Kaminsky se refiere a este tipo de crisis como aquellas resultantes de factores de vulnerabilidad no relacionados con los fundamentos macroeconómicos, sino más bien con rumores sobre riesgos y problemas potenciales que afecten la capacidad de pago de un país. Es decir, este tipo de crisis ocurre en forma más evidente en circunstancias donde los fundamentos macroeconómicos están sanos, y ese es precisamente el presupuesto básico para intentar individualizar el fenómeno que se desea describir.

Un problema de esta naturaleza sólo requiere la presencia de una situación especulativa, motivada por señales que pueden ser no sólo sutiles, sino inclusive mal interpretadas o abiertamente equivocadas, y que originan expectativas en principio erróneas sobre la evolución futura de la capacidad de pago de un país. Por ejemplo, el sólo rumor de que el tamaño de los compromisos de corto plazo del país con el exterior es suficientemente grande como para impedirle cumplir con los compromisos, genera la expectativa de que ningún otro inversionista extranjero le prestará fondos al país. En tal circunstancia, nadie estará dispuesto a financiar y esto conduce a que las expectativas se "autocumplan". Si bien el país podría haber subsistido con esos pasivos de corto plazo, debido a que seguía políticas económicas sanas en lo fiscal y en lo monetario, así como en lo referente a endeudamiento, competitividad, solvencia y supervisión bancaria, un rumor ocasionado por otros podría causarle una crisis.

Otras características: vulnerabilidad y contagio

Los fenómenos de crisis financieras en los noventas reflejaron también una característica que es particular de la época actual, caracterizada por la globalización y la integración financiera de las diferentes economías del mundo. Si bien fenómenos como la influencia de las tasas de interés en los Estados Unidos sobre los flujos de capital hacia los países en desarrollo tienen una conexión clara y directa con las crisis y las turbulencias en estos últimos, no siempre existe ese tipo de relación.

La influencia del "efecto tequila" sobre mercados financieros en otros países del mundo, la propagación de la crisis asiática iniciada en Tailandia en 1997 hacia otros países cercanos –y posteriormente hacia otros continentes– y la transmisión de la crisis rusa a otros países, dejó clara la presencia de un fenómeno de "contagio".

El contagio puede ocurrir por el comportamiento de "rebaño" ("*herd behavior*") hartamente conocido y típico en los problemas de corridas de depósitos en los sistemas bancarios nacionales. Esto parece ser lo que ocurrió en el sudeste asiático. Los inversionistas desconfiaron de Tailandia cuando este país no pudo enfrentar exitosamen-

te el ataque especulativo al que fue expuesto. Pero, sin mayor raciocinio de las circunstancias y de las condiciones, hicieron extensiva la presunción de riesgos similares a los países cercanos, lo cual causó la propagación de la crisis.

En otras ocasiones la conexión es menos clara, como en el caso de la crisis de Rusia en 1998. En este episodio, el contagio siguió una ruta menos evidente. El incumplimiento en los pagos de Rusia provocó una estrechez de liquidez en los mercados financieros internacionales, lo cual obligó a operadores importantes a liquidar sus posiciones en deuda soberana de otros países sin realizar pérdidas (Calvo, pp. 7-8), pero a costa de extender hasta ellos la crisis iniciada en Rusia.

3. INDICADORES DE ALERTA TEMPRANA

Después de las crisis financieras de México, en el periodo 1994-1995, y del Sudeste Asiático, en 1997-1998, ha habido un creciente estímulo para estudiar los mecanismos que generan algunos de los tipos de crisis descritos en la sección anterior y, de esa manera, desarrollar indicadores de alerta temprana, relacionados con las posibles vulnerabilidades de la economía que permitan anticipar su ocurrencia en el futuro. Hasta el momento, lo cierto es que después del trabajo seminal de Krugman (1979), se han presentado episodios catalogados como de crisis financieras, que no pudieron ser anticipados por los esquemas de análisis "a lo Krugman" y sus posteriores desarrollos. En cada ocasión, los analistas han encontrado factores novedosos que han provocado las crisis y que, en consecuencia, se incorporan al bagaje de conocimiento sobre esta materia.

Las crisis financieras son fenómenos complejos, cuyas explicaciones difícilmente pueden reducirse a la observación de un limitado grupo de variables económicas. Las condiciones sociales, los aspectos políticos y el desarrollo institucional (sistemas de propiedad, respeto y cumplimiento de las leyes y contratos, la transparencia en los negocios, etcétera) juegan con frecuencia un papel importante en la generación de las crisis, e inclusive en su propagación. La forma en que golpean a las diferentes economías depende también de gran

cantidad de factores, como la solidez de sus fundamentos macroeconómicos ("*fundamentals*"), las características estructurales, el grado de desarrollo y de transparencia del sistema financiero y la flexibilidad del sistema para la determinación del tipo de cambio, entre otras cosas.

Además de las crisis financieras, los estudios han encontrado relación entre éstas y las crisis bancarias, situaciones caracterizadas por estrés en el sistema bancario, que se ve afectado por salidas repentinas de capitales y por deterioro de la percepción de riesgo país. Como consecuencia, hay también una demanda extraordinaria de cancelación de obligaciones de corto plazo con la comunidad financiera internacional. Todo esto pone presión en el sistema bancario, por la imposibilidad de liquidar con rapidez los activos –generalmente créditos– y por los efectos negativos en la actividad económica, traducidos también al deterioro de la capacidad de pago de los deudores.

Naturalmente, los ejercicios de "bola de cristal" son la parte más difícil en las ciencias sociales, porque la realidad social y económica es mucho más compleja de la reducción contenida en los modelos para explicarla. Pero esto no descalifica, en modo alguno, los intentos serios y científicos para diseñar sistemas que permitan anticipar de una manera razonable las crisis financieras, con base en lo observado en el pasado (¡al menos hasta que ocurra una nueva crisis!).

El propósito de esta sección es analizar brevemente los principales componentes de los modelos de indicadores de alerta temprana más importantes que se han construido en los últimos años, así como su desempeño tanto en períodos dentro de la serie de tiempo con base en la cual se construyen como, más importante aún, para anticipar acontecimientos económicos posteriores a su construcción. Esto último refleja la verdadera capacidad predictiva de los indicadores de alerta temprana, pues, por su propia naturaleza, su utilidad está enfocada hacia el futuro. Para tal propósito, esta parte del estudio se basa en los análisis realizados con anterioridad por diferentes economistas, con frecuencia ligados al Fondo Monetario Internacional, institución que ha prestado particular atención a este tema y que ha desarrollado varios modelos de este tipo.

Modelos de alerta temprana

En general, los sistemas de alerta temprana de crisis financieras y bancarias empiezan por definir las características de las situaciones a que dan lugar esos fenómenos. En las primeras –también referidas a veces por el término más restringido de "crisis cambiarias"– uno de los acontecimientos distintivos es la ocurrencia de una devaluación "considerable" de la moneda. Sin embargo, no siempre ocurre esto ante una presión severa sobre el mercado cambiario, porque las autoridades logran afrontarla exitosamente mediante la pérdida de reservas monetarias internacionales, el alza de las tasas de interés o, con frecuencia, una combinación de ambas. Por ese motivo, se ha convertido en metodología estándar la construcción de índices que consideren la magnitud de las devaluaciones, la pérdida de reservas monetarias internacionales y el incremento de las tasas de interés, aspectos que adecuadamente combinados señalarían una situación de crisis traspasado un determinado umbral.

La categorización de crisis bancarias es con frecuencia más difícil. En los mercados financieros poco desarrollados hay usualmente poca transparencia y con frecuencia se observan debilidades en los mecanismos de supervisión prudencial. Esto conduce a insuficiencia de información estadística y a pobre calidad de la disponible. Por ese motivo, es común tipificar los episodios de estrés en el sistema bancario por el cierre de bancos y la necesidad de soporte oficial para entidades financieras, incluida la toma de bancos por parte del gobierno.

Definidos los criterios para identificar la presencia de crisis financieras y bancarias, el paso siguiente ha consistido en analizar las variables que teóricamente se esperaría tengan influencia sobre esos fenómenos, estudiar empíricamente la relevancia de esa influencia y, a partir de ahí, crear un sistema de indicadores anticipados. Con ellos se pretendería advertir con antelación en cuál momento se comportan de manera tal que –al menos históricamente– harían presagiar una crisis.

Las metodologías para la construcción de indicadores de alerta temprana han adoptado dos rutas diferentes. Una de ellas es la obser-

vación de las variables seleccionadas para evaluar su comportamiento antes de una crisis y compararlo con situaciones normales. Bajo esta orientación, una variable es un buen indicador adelantado si muestra un comportamiento anómalo antes de una crisis y no lo muestra en épocas tranquilas. Las complicaciones surgen cuando se cuenta con un número grande de variables, cada una enviando señales de diferente intensidad, con distinta anticipación y, en principio, con un conjunto ilimitado de diferentes probabilidades de que cada una de ellas y todas en conjunto anticipen una crisis. Contra tales desventajas, se destacan como positivas la facilidad de comprensión intuitiva que posean y la practicidad que tengan. Los desarrollos paramétricos de este tipo han avanzado gracias a trabajos como los de Kaminsky y otros (1998) y Goldstein y otros (2000) y se les conoce como el "enfoque de señales" ("*signals approach*").

La segunda ruta por la cual han avanzado estos estudios es mediante la estimación directa, a través de modelos econométricos con una cantidad limitada de variables, de la probabilidad de ocurrencia de una crisis, dado el comportamiento previo de esas variables. De esa forma, se evalúa simultáneamente la significancia estadística de las diferentes variables y se utilizan las que resultan significativas para hacer predicciones hacia el futuro. Bajo esta modalidad, la más utilizada en la literatura económica, se encuentran los desarrollos pioneros de Frankel y Rose (1996).

Respecto a las variables relevantes para anticipar los episodios de crisis, hay una serie de ellas sobre las que hay consensos básicos. Como lo describe el Fondo Monetario Internacional (1998, Anexo III, "Leading Indicators of Currency and Banking Crises", p. 174):

> *Las crisis financieras tienden a estar precedidas por una sobrevaluación del tipo de cambio real, aumento rápido del crédito interno, expansión del crédito al sector público, aumento en la relación entre dinero amplio y reservas monetarias internacionales, aumento en la tasa de inflación interna, reducción de las corrientes de inversión extranjera directa y aumento en las tasas de interés en los países industrializados. Algunos otros factores que han recibido atención como indicadores anticipados de crisis financieras –aunque menor– son la ampliación del déficit comercial, el aumento en el déficit fiscal, el deterioro del esfuerzo exportador y la desaceleración del crecimiento del producto interno bruto real. Es notable que*

> *el déficit fiscal y de la cuenta corriente no parecen contar con mucho apoyo como indicadores importantes.*
>
> *En relación con las crisis bancarias, tienden a estar precedidas por grandes ingresos de capital de corto plazo, expansión rápida del crédito interno (frecuentemente como consecuencia de liberalización financiera aparejada con supervisión inadecuada por la administración de los bancos y por los reguladores), contracción de la actividad real y caídas en los mercados de valores y en los precios de otros activos. Algunos estudios de casos sugieren que, en muchas instancias, la liberalización sin un refuerzo adecuado del régimen regulatorio no sólo sienta las bases para una crisis bancaria, sino que también dificulta hacerle frente a una crisis, si se desata.*

Evaluación de los indicadores de alerta temprana

La principal complicación de los sistemas de indicadores de alerta temprana desarrollados a partir de la información estadística de un grupo de variables relevantes, se deriva de tratar de anticipar situaciones de crisis con base en lo ocurrido en el pasado. La utilidad de estos sistemas reside en el grado de éxito para avisar oportunamente sobre la aparición futura de un fenómeno de este tipo. La historia reciente, como se indicó arriba, ha mostrado cada vez el surgimiento de aspectos novedosos como detonantes de crisis, no considerados hasta entonces por la literatura. Además, aún sin considerar la presencia de estos aspectos novedosos, en la medida en que los modelos son desarrollados por las autoridades económicas de un país, se supone que tomarán medidas oportunas para tratar de contrarrestar exitosamente la situación adversa y evitar que se convierta en crisis. Si lo logran, con el tiempo se va deteriorando la capacidad predictiva de los indicadores, por basarse en una realidad de un pasado remoto muy diferente de la del pasado reciente.

De ahí que algunas de las evaluaciones realizadas en relación con la capacidad de estos sistemas de ofrecer buenos resultados lleguen a la conclusión de que todavía los modelos de indicadores de alerta temprana de crisis financieras y bancarias están aún en etapas incipientes. Pese a ello, son preferibles a las simples conjeturas y a los pronósticos no basados en modelos, como los usados por algunos analistas privados y agencias calificadoras (Berg y otros, 2004, p. 3).

Destaca al respecto que las crisis de los años recientes han resultado sorpresivas inclusive para las empresas internacionales calificadoras de riesgo soberano, a pesar de la supuesta experiencia acumulada en esa que es su actividad principal.

Otro problema al evaluar el rendimiento de los sistemas de alerta temprana desarrollados en los últimos años, es el poco tiempo transcurrido –y, por lo tanto, la carencia de suficientes episodios significativos– con los cuales probar la capacidad de los modelos para predecir fuera de la muestra (o la serie de tiempo) con la cual se construyeron.

El Fondo Monetario Internacional, un usuario natural de los desarrollos en sistemas de alerta temprana de crisis financieras, ha realizado recientemente un análisis para evaluar los resultados de los modelos básicos que utiliza (véase Fondo Monetario Internacional, 2002), como seguimiento del análisis hecho por Berg y otros (1999). Igualmente, dentro de su equipo de investigadores, Berg, Borensztein y Pattillo (2004) han continuado estas labores de evaluación. Los resultados, en particular los de la publicación más reciente entre las mencionadas, serán la base para esta sección.

El análisis incluye los dos sistemas básicos utilizados por el FMI: una versión modificada del modelo de Kaminsky, Lizondo y Reinhart (KLR), sobre la base del "enfoque se señales", así como el modelo desarrollado por la División de Estudios de Países en Desarrollo (DCSD, por sus siglas en inglés). Además, se han incluido modelos privados como el GS-WATCH de Goldman Sachs, el CSFB –Indicador de Riesgo de Mercados Emergentes– del Credit Suisse First Boston y el más reciente DBAC –"Reloj de alarma"– del Deutsche Bank. En Berg y otros (2004) hay detalles sobre las características distintivas de estos modelos, así como una descripción más detallada de ellos en el Apéndice I de ese trabajo.

Una primera comparación, para aprovechar la versión inicial del modelo KLR de 1997, fue su capacidad predictiva de la crisis asiática, versus la de otros sistemas no basados en modelos. La conclusión a la cual llegan Berg y otros (2004, pp. 9-11) es que KLR fue razonablemente exitoso, comparado con sistemas como los márgenes

de los bonos soberanos ("*spreads*"), las calificaciones de riesgo soberano de Moody's y de Standard & Poor's, y la revisión de analistas de mercados financieros que publica Economist Intelligence Unit, todos los cuales antes de la crisis asiática calificaron mejor a los países que se vieron afectados fuertemente, en comparación con los menos o los que no resultaron afectados del todo.

Análisis posteriores, tanto del modelo KLR como del DCSD, continúan mostrando resultados similares, cuando se les compara con los sistemas no basados en modelos, generalmente de horizontes de predicción más cortos. Un resumen de Berg y otros (2004, pp. 29-31) para los propósitos de esta reseña, incluye las siguientes conclusiones:

1. Para los modelos KLR y DCSD, los pronósticos fuera de la muestra –esto es, hacia el futuro– fueron "predictores" estadísticamente significativos de las crisis.

2. Los pronósticos no basados en modelos (márgenes de bonos soberanos, agencias calificadoras de riesgo soberano y evaluaciones de riesgo de crisis financiera publicadas por analistas), tuvieron un pobre desempeño en anticipar la crisis asiática.

3. Al utilizarlos en análisis más recientes, estos sistemas no basados en modelos mejoraron su rendimiento, pero fue todavía inferior al de KLR y DCSD.

4. Los modelos de alerta temprana no son lo suficientemente precisos para ser utilizados como la única herramienta para anticipar crisis, pero ofrecen elementos de juicio basados en el análisis sistemático de la información económica, que se complementarían muy bien con el análisis crítico de especialistas bien informados sobre cada país. El peso de esto último, sin embargo, debe ser adecuadamente dimensionado, porque fueron precisamente aspectos cualitativos de los analistas los que reflejaron una calificación mejor para los países asiáticos de la que habrían reflejado los modelos.

4. PROTECCIÓN FRENTE A CRISIS: EL "BLINDAJE" FINANCIERO

El desarrollo de sistemas de alerta temprana para la detección oportuna de riesgos y condiciones de vulnerabilidad a crisis financieras sienta bases más sólidas para adoptar acciones tendientes a contrarrestar estos fenómenos. Una de ellas es la aplicación de soluciones para corregir las causas de la vulnerabilidad. Este tema no se tratará aquí, porque es parte de un documento separado. La otra se refiere a medidas de relativo corto plazo, que permitan hacer frente de manera muy rápida a ataques especulativos, mientras surten efecto las decisiones de fondo. A esto se refiere el concepto de "blindaje" financiero.

Los ataques especulativos implican una apuesta de los agentes económicos sobre la capacidad del banco central para suplir toda la cantidad de divisas que se demanden, a cotizaciones alrededor de las prevalecientes. En consecuencia, es a la vez una apuesta sobre la posibilidad de mantener el tipo de cambio vigente, el ritmo de ajuste cambiario e, inclusive, hasta el régimen de determinación de tipo de cambio prevaleciente. Aunque es usual que un ataque especulativo se derive de la observación de debilidades en los fundamentos económicos, la motivación reside en la posibilidad de realizar ganancias jugosas si, al ganar la apuesta, el juego termina con una devaluación sustancial de la moneda.

El mejor blindaje financiero para un banco central es una reserva de divisas "adecuada". El adjetivo utilizado es, sin embargo, ambiguo. ¿Qué es "adecuado"?, ¿cuánto es "adecuado"? No hay parámetros definitivos ni de aplicación universal. El monto adecuado de reservas internacionales depende del volumen de transacciones por unidad de tiempo. También se ve influido por los plazos de maduración de las obligaciones externas y de las internas del sistema financiero doméstico, ya sean en moneda interna o externa. Más aún, la presencia débil o fuerte de capitales especulativos de corto plazo debe tomarse en cuenta. Un parámetro tradicional ha sido la cantidad de meses de importaciones que pueden cubrirse con las reservas internacionales, en donde la regla de oro situó esa cifra en tres meses. Pero en la medida en que la economía se diversifica y avanza el pro-

ceso de apertura comercial y financiera, tal medida resulta irrelevante debido a que las reservas internacionales son en alguna medida la contraparte de agregados monetarios domésticos, tanto los expresados en moneda local como externa.[6]

Por ese motivo, se han diseñado otros indicadores que reflejen de mejor forma el grado de presión al cual puede estar sometida la reserva de divisas, en especial en condiciones extremas como las de una fuerte turbulencia o un ataque especulativo exitoso –esto es, que conduzca a crisis externa. Estos indicadores se refieren al uso de algún indicador monetario, restringido o amplio, en relación con el saldo de las reservas internacionales; es decir, son más relevantes las relaciones entre esos agregados monetarios y las reservas internacionales. Mientras más alta sea la cobertura de las reservas relativa a esos agregados, *ceteris paribus*, mayor será el grado de blindaje y menor la vulnerabilidad a sufrir crisis. En cualquier caso, se buscaría medir el grado de vulnerabilidad en el plazo inmediato o muy corto versus en un plazo superior. El nivel razonable (más que adecuado o no) de reservas monetarias internacionales habría de analizarse tanto por su evolución histórica como en comparación con el prevaleciente en otros países, de preferencia en condiciones normales y con características similares al analizado.

La segunda fuente de blindaje financiero se refiere a la disponibilidad de facilidades de financiamiento inmediato de fuentes externas para el Banco Central. La existencia de una cuota alta y disponible en organizaciones monetarias internacionales es una de estas fuentes de uso rápido. También lo es la formalización de acuerdos de cooperación con otros bancos centrales, en particular cuando los ataques especulativos no desembocan en crisis financieras generalizadas en los países cooperantes.

6. Dicho de otra manera, la balanza de pagos es en buena parte un fenómeno monetario (interacción entre las demandas relativas de los residentes por moneda local y moneda externa y sus ofertas) y no solo un fenómeno de transacciones comerciales de mercancías con el exterior.

CONCLUSIONES

En este documento se han descrito los diferentes tipos de vulnerabilidad y crisis económicas financieras que enfrentan los países en desarrollo en las épocas recientes de globalización o integración de los mercados internacionales de bienes y de servicios y financieros. Las crisis van desde las tradicionales, derivadas de vulnerabilidades fiscales, hasta las menos tradicionales ligadas a interrupciones repentinas de los flujos de capitales del exterior o las "auto cumplidas", pasando por las relacionadas con vulnerabilidades de deuda externa y del sistema financiero doméstico. Los economistas han ido aprendiendo de cada nueva crisis, que añade elementos a las teorías que las tratan de explicar. Se han desarrollado modelos de alerta temprana para tratar de predecirlas con base en indicadores de las diferentes vulnerabilidades asociadas a los diferentes tipos de crisis. Esos modelos están en sus primeras etapas de desarrollo aunque los resultados hasta ahora les auguran un futuro prometedor.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Adams, Charles; Donald J. Mathieson; Gary Schinasi y Bankim Chadha. (1998). *International capital markets: developments, prospects and key policy issues*. Anexo III, "Leading Indicators of Currency Crises". World Economic and Financial Surveys (setiembre). Washington: Fondo Monetario Internacional.

Berg, Andrew; Eduardo Borensztein; Gian Maria Milesi-Ferretti y Catherine Pattillo. (1999). *Anticipating balance of payments crises: the role of Early Warning Systems*. IMF Occassional Paper No. 186.Washington: Fondo Monetario Internacional.

Berg, Andrew; Eduardo Borensztein y Catherine Pattillo. (2004). *Assessing Early Warning Systems: how have they worked in practice?* IMF Working Paper WP/04/52. Washington: Fondo Monetario Internacional.

Calvo, Guillermo A. (1995). *Varieties of capital-market crises*. Working Paper Series 306 (agosto). Washington: Banco Interamericano de Desarrollo.

_____. (1998). "Capital flows and capital-market crises: the simple Economics of sudden stops", en *Journal of Applied Economics*, Vol. I, No. 1 (noviembre), pp. 35-54.

_____. (2001). "Economic policy in stormy waters: financial vulnerability in emerging economies", en *Journal of Applied Economics*, Vol. IV, No. 1 (mayo), pp. 1-25.

Delgado, Félix (2004). "Volatilidad y globalización". Versión preliminar de documento para presentarse en el Seminario "Volatilidad y vulnerabilidad: el caso de Costa Rica, veinte años (1984-2004) sin crisis", llevado a cabo en julio de 2004. San José: Academia de Centroamérica.

Eichengreen, Barry; Andrew K. Rose y Charles Wyplosz. (1996). *Contagion currency crises*. NBER Working Paper 5681. Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research.

FMI. (2002). *Global financial stability report*. En particular el Capítulo IV: "Early Warning System Models: the next steps forward", pp. 48-64. Washington: Fondo Monetario Internacional

Frankel, Jeffrey y Andrew Rose. (1996). "Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment", en *Journal of International Economics*, Vol. 41 (noviembre), pp. 351-366.

Goldstein, Morris; Graciela Kaminsky y Carmen Reinhart. (2000). *Assessing financial vulnerability: an early warning system for emerging markets"*. Washington: Institute for International Economics.

Kaminsky, Graciela L. (1999). *Currency and banking crises: the early warnings of distress*. IMF Working Paper WP/99/178. Washington: Fondo Monetario Internacional.

_____. (2003). *Varieties of currency crises*. NBER Working Paper No. 10193. Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research.

Kaminsky, Graciela; Saul Lizondo y Carmen M. Reinhart. (1998). "Leading indicators of currency crises", en *IMF Staff Papers*, Vol. 45, No. 1.

Krugman, Paul. (1979). "A model of balance-of-payments crises", en *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11 (agosto), pp. 311-325.

Mussa, Michael; Paul Masson; Alexander Swoboda; Esteban Jadresic; Paolo Mauro y Andrew Berg. (2000). *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy*. IMF Occassional Paper No. 193. Washington: Fondo Monetario Internacional.

III

VULNERABILIDAD Y CRISIS EN ECONOMÍAS EMERGENTES

MIGUEL A. LORÍA SAGOT

INTRODUCCIÓN

Una de las características más notables de la década de los noventas fue la aparición, con mayor frecuencia e intensidad, de un nuevo tipo de crisis económica en la cual los movimientos de capital jugaron un papel determinante. Paralelamente, el proceso de globalización –entendida como un fenómeno internacional que vincula comercial y financieramente a las economías– ha alcanzado una mayor notoriedad. La globalización trae beneficios y costos para quienes deciden participar del proceso. Con ella, se amplían las oportunidades de comercio, lo cual genera potenciales beneficios para los ciudadanos, pero también implica riesgos de una mayor volatilidad y vulnerabilidad en las economías emergentes (EM), esto es, aquellas que reciben sustanciales ingresos de capital foráneo.

El presente documento centra su atención en las causas de la vulnerabilidad de las EM y las opciones que han manejado los países para tratar de evitar que esas vulnerabilidades propicien una crisis, en un contexto de globalización. En este sentido, resulta muy pertinente examinar la experiencia internacional y las lecciones aprendidas al respecto que puedan ser de utilidad para Costa Rica. La literatura disponible en relación con este tema es voluminosa, de tal manera que permite extraer lecciones valiosas para economías como la costarricense, que si bien no ha experimentado crisis severas en los últimos veinte años, no está en modo alguno "vacunada" contra la posibilidad de incurrir en alguna crisis en el futuro.

El documento está estructurado de la siguiente manera. En la primera sección se exponen algunos aspectos conceptuales relacionados con el tema de la volatilidad. En la segunda se presentan los principales factores de vulnerabilidad identificados en las EM. En la tercera sección se enumeran opciones de política que se han adoptado para controlar la volatilidad, con algunas consideraciones sobre lecciones aprendidas, áreas de consenso y temas polémicos. La cuarta parte de este estudio presenta un breve comentario sobre los indicadores de alerta temprana y su utilidad para predecir las crisis –permitiendo a los países aplicar las medidas preventivas correspondientes– y un resumen de trabajos empíricos sobre los principales factores que determinan la rapidez con que las economías se recuperan de las crisis. El estudio concluye con unas reflexiones para el caso costarricense.

1. VULNERABILIDAD Y CRISIS: ASPECTOS CONCEPTUALES

En primer término, conviene adoptar una definición sobre el concepto de **vulnerabilidad**. Como tal se entiende el riesgo de que una economía sea negativamente afectada por eventos imprevisibles, de carácter exógeno, denominados *shocks* (Guillamount, 1999). El concepto reviste una serie de implicaciones conexas, relacionadas con la naturaleza de sus consecuencias (estáticas o dinámicas). También cabe distinguir entre varios tipos de *shocks*: **ambientales** (relacionados con desastres naturales); **externos** (términos de intercambio, caída en la demanda externa, inestabilidad de precios mundiales de *commodities*, fluctuaciones de tasas de interés internacionales, suspensión repentina de flujos de capital); **domésticos** (desequilibrios macroeconómicos, inestabilidad política, conflictos sociales). Por otra parte, el riesgo de que un país sea negativamente afectado por eventos externos puede descomponerse en tres aspectos: el tamaño y la probabilidad de ocurrencia del evento; el grado de exposición al *shock*; y la capacidad de reacción del país.

Para los efectos del presente documento se hará referencia básicamente a los ***shocks* externos**, por su importancia para economías emergentes en un contexto de globalización.

Las EM –incluyendo las latinoamericanas–, están actualmente más expuestas a vulnerabilidades generadas por factores externos. *Shocks* en los términos internacionales de intercambio son a menudo exacerbados por lo que se ha denominado *sudden stops*, o "frenazos" repentinos en las corrientes de capital financiero internacional hacia las EM. Cuando esas interrupciones abruptas en los flujos de capital externos están asociadas con fragilidades internas derivadas del régimen cambiario, desequilibrios macroeconómicos, debilidades en los sistemas financieros y rigideces de precios, a menudo llegan a desencadenar crisis. En efecto, la evidencia empírica sugiere que los países que han enfrentado *sudden stops* son sensiblemente vulnerables a fluctuaciones en el tipo de cambio real derivadas de ajustes vía absorción de bienes transables y/o porque el tamaño de los pasivos dolarizados en el sistema bancario es grande (Calvo *et al*, 2004).

Otro aspecto importante es definir qué se entiende por *crisis*. En términos generales, se entiende como tal el resquebrajamiento de la estructura de algún sector importante o de toda la economía. Existe toda una tipología de crisis, atendiendo a diferentes criterios (Delgado y Bolaños, 2004). Mishkin (2000) define la crisis financiera como un resquebrajamiento del mercado financiero, producto de problemas de selección adversa y riesgo moral que no permiten una eficiente distribución de fondos hacia aquellos agentes económicos con las oportunidades de inversión más productivas.

2. FUENTES DE VULNERABILIDAD

La revisión de la literatura disponible sobre el tema permite identificar una amplia variedad de factores que puede hacer a las economías más vulnerables o frágiles. En el caso de las EM, se ha prestado mucha atención a las fuentes de vulnerabilidad derivadas de los siguientes aspectos: (1) el manejo del tipo de cambio; (2) la situación del sistema financiero y (3) el nivel y cobertura de las reservas monetarias internacionales. A continuación se comenta cada uno de ellos.

El manejo del tipo de cambio

La preocupación central en este tema se relaciona con la sobrevaluación de la moneda local. La secuencia de hechos típica, tal como se ha presentado en México, Argentina y algunas economías asiáticas, se caracteriza por la sucesión de los siguientes eventos (Sachs *et al*, 1996):

- Los países ejecutan reformas estructurales y son exitosos en el control de la inflación.
- Flujos de capital externo se mueven hacia esos países, atraídos por un clima de estabilidad económica.
- Los ingresos de capital producen una sobrevaluación en el tipo de cambio.
- Las autoridades intentan posponer el ajuste cambiario, adoptando políticas alternativas.
- En tanto, las tasas de interés envían claras señales de alerta sobre la necesidad de un ajuste cambiario.
- La inacción de las autoridades acentúa la expectativa de una depreciación de la moneda.
- La "profecía" finalmente se autocumple, y el banco central pierde credibilidad

En el análisis de estos episodios, algunos autores han hecho énfasis en el temor de las autoridades a adoptar la flotación cambiaria (*fear of floating*), por el riesgo de no controlar los vaivenes del tipo de cambio (Calvo y Reinhart, 2000), optando más bien por una solución de esquina, en lo que Fischer (2001) ha llamado un enfoque bipolar: la tesis de que un régimen cambiario intermedio *(soft peg)* entre un sistema cambiario rígido (*hard peg*) y otro de flotación libre no es viable. Con el paso del tiempo se ha comprobado que los regímenes cambiarios flexibles no son viables en países integrados o en proceso de integración con los mercados internacionales de capital. En esos casos, por lo general, la autoridad política está dispuesta a modificar el tipo de cambio cuando los beneficios a corto plazo su-

peren los costos. Las fluctuaciones en el tipo de cambio son motivo de inquietud en los círculos políticos, por su efecto en la inflación y en la asignación de los recursos.

Cuando la flotación no es viable –por razones económicas, sociales o políticas–, la preferencia se mueve hacia la fijación cambiaria. En la práctica, sin embargo, lo que se observa es que los países que en principio permiten tipos de cambio fluctuantes en la práctica no lo hacen, por cuanto recurren a las tasas de interés, intervenciones directas en el mercado u otros esquemas como flotación administrada o bandas cambiarias para influir en el comportamiento del tipo de cambio.

En el caso de México, varios autores coinciden en que uno de los principales factores desencadenantes de la crisis del peso, a finales de 1994, fue el alto grado de sobrevaluación (Sachs *et al*, *op. cit.*; Dornbusch, 2000 y Ewdards, 1996). Sin embargo, en opinión de las autoridades mexicanas, la evidencia empírica no permite calificar el nivel de sobrevaluación del peso en esa época como "muy elevado", como algunos autores afirman (Gil-Díaz, Carstens, 1996). Sugieren que para una correcta interpretación de los hechos debe evaluarse también el factor de inestabilidad política imperante como fuente de vulnerabilidad. En el caso mexicano, tuvo mucho impacto el asesinato del candidato presidencial Luis Donaldo Colosio, así como el conflicto en el estado de Chiapas.

Debilidad del sistema financiero

En la experiencia de las EM se observa que una gran parte de los ingresos de capital externo fueron intermediados por bancos que estaban sujetos a una débil regulación. En consecuencia, se produjo una expansión incontrolada del crédito al sector privado que alimentó el consumo, en perjuicio de la tasa de ahorro interna y la inversión productiva. Por otra parte, los bancos colocaron a largo plazo recursos captados a corto plazo. El resultante descalce de plazo se convirtió entonces en una fuente de vulnerabilidad. A lo anterior se agrega la posesión de activos de baja calidad (préstamos de dudosa recuperación) denominados en moneda extranjera. La aprecia-

ción cambiaria y las expectativas de devaluación provocaron una corrida de depósitos en el sistema financiero, lo cual acentuó su debilidad.

Al igual que en algunos países latinoamericanos, el sector bancario en los países del sudeste asiático era débil y estaba pobremente supervisado en el momento que estallaron las crisis. La proporción de préstamos morosos en 1996 iba desde un 4 por ciento en Singapur hasta un 13 por ciento en Indonesia y Tailandia y un 14 por ciento en Filipinas. Tales debilidades eran conocidas por analistas financieros y agencias calificadoras de riesgo. Sin embargo, la posibilidad de una quiebra estaba fuera de toda consideración. Por una parte, la existencia de un seguro implícito por parte del Estado garantizaba un acto de salvataje en caso de problemas financieros. En segundo lugar, se tenía la concepción de que, con los controles de capital existentes, la solvencia del sistema bancario no era motivo de mayor preocupación (Edwards, 1999).

Nivel de reservas internacionales

La mayoría de los autores que ha estudiado las crisis económicas en EM coincide en que, en un mundo con elevada movilidad de capitales, la gestión de las reservas monetarias internacionales (RMI) es fundamental a la hora de prevenir o anticipar una crisis. Tradicionalmente el análisis de la solvencia externa de un país y la idoneidad del nivel de reservas internacionales se hacía con base en la comparación de su nivel con el volumen anual de importaciones. Esta medida es irrelevante en un contexto de movilidad internacional de capitales y donde el renglón de servicios en la balanza de pagos externa tiene cada vez mayor importancia. Por ello, para autores como Edwards (1989), Calvo y Mendoza (1996) y Radelet y Sachs (1998) el enfoque apropiado es medir las reservas internacionales con relación a algún *stock* monetario, como la oferta monetaria (M1) o la liquidez total (M2). En el tanto el agregado monetario sea mayor al volumen de reservas, se debe estar alerta sobre una eventual vulnerabilidad.

Conforme aumenta la deuda externa pública o privada se compromete más la capacidad de pago del país. Esto afecta la confianza del inversionista, e induce a trasladar las inversiones en moneda local hacia las denominadas en moneda dura. El siguiente paso es una salida de capitales al exterior, lo que a su vez aumenta el riesgo de un ataque especulativo si la razón M2/RMI es elevada y creciente. Inversamente, cuanto mayor sea la razón RMI/M2 mejor preparado está el banco central para enfrentar un eventual ataque especulativo contra la moneda local y menor es el grado de vulnerabilidad. A manera ilustrativa, en el Cuadro 3.1 se muestra la relación RMI/M2 para Costa Rica y otros países latinoamericanos. Desde luego, no existe en la literatura una regla específica acerca de cuál debe ser el valor idóneo de ese indicador, por cuanto depende de consideraciones propias de cada país.

CUADRO 3.1

RELACIÓN RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES (RMI) A LIQUIDEZ TOTAL (M2) PARA VARIOS PAÍSES
(Porcentaje)

	2000	2001	2002	2003
Costa Rica	24	24	25	28
Chile	50	53	62	50
México	23	24	28	34
Guatemala	32	37	32	36

FUENTE: Consejeros Económicos y Financieros, con cifras del Fondo Monetario Internacional y del Banco Central de Costa Rica.

Otras fuentes de vulnerabilidad

Existen otras hipótesis con respecto al origen de las causas de vulnerabilidad en las EM. Las más importantes abarcan los siguientes aspectos:

- Excesivas entradas de capital externo sobre las cuales las autoridades no tiene control (factor exógeno).
- La composición de los flujos de capital externo (inversión extranjera directa es deseable, no así el ingreso de capital especulativo de corto plazo ("*hot money*").

- Elevados déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos externa.
- Políticas fiscales imprudentes que generan desequilibrios externos ("déficit gemelos").
- Inestabilidad política.

A manera de síntesis, en el Cuadro 3.2 se comparan las fuentes de vulnerabilidad en México y Asia. Como se puede observar, existe un patrón común en cuanto al origen de las vulnerabilidades en estos países en diferentes años, concentrado en aspectos cambiarios y financieros.

CUADRO 3.2

MÉXICO Y ALGUNOS PAÍSES ASIÁTICOS.
COMPARACIÓN DE INDICADORES DE VULNERABILIDAD Y CRISIS

INDICADOR DE VULNERABILIDAD	MÉXICO 1992-1994	TAILANDIA 1995-1996	MALASIA 1995-1996	COREA 1996-1997	INDONESIA 1995-1996	FILIPINAS 1995-1996
Alto déficit en cuenta corriente	SI	SI	SI	Moderado	Moderado	SI
Tipo de cambio rígido	SI	SI	SI	NO	SI	SI
Tipo de cambio sobrevaluado	SI	SI	SI	NO	SI	SI
Debilidad en sistema bancario	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Expansión acelerada del crédito	SI	SI	SI	SI	SI	SI

FUENTE: Edwards (2000).

3. VULNERABILIDAD Y CRISIS: ALTERNATIVAS DE ACCIÓN

Una vez identificadas las principales fuentes de vulnerabilidad, según se registran en la literatura, es importante examinar las diferentes formas de intervención que se han ensayado para salir de una crisis o prevenir su ocurrencia. Al efecto, existen tres posiciones: (1) prevenir la crisis con indicadores de alerta temprana; (2) implementar "blindajes financieros" y (3) desarrollar políticas para enfrentar las causas de la vulnerabilidad. Delgado y Bolaños (2004) analizan en detalle las dos primeras, de manera que, en lo que sigue, el énfasis se centra en el tercer aspecto.

Políticas para enfrentar las causas de la vulnerabilidad

La literatura registra una amplia gama de acciones tomadas por las autoridades para enfrentar las crisis atacando las fuentes de vulnerabilidad que las propician. Ya se mencionó antes la reticencia a efectuar el ajuste cambiario en casos de sobrevaluación de la moneda. La preferencia ha sido actuar indirectamente por medio de las tasas de interés y políticas monetarias restrictivas. El temor a la flotación inhibe a las autoridades de actuar directamente sobre la causa de la vulnerabilidad. Sin embargo, al recurrir al control monetario y las tasas de interés, se afecta la inversión y con ello el crecimiento económico.

En el tanto se considere que los flujos de capital constituyen una fuente de vulnerabilidad, los controles de capital se presentan como una opción de política atractiva. Después de las crisis asiáticas, tomó fuerza la tesis de que la globalización había ido demasiado lejos, y que, por lo tanto, debían limitarse temporalmente los flujos de capital en aquellos países que no pueden participar en uniones monetarias ni establecer esquemas de flotación libre (Krugman, 1998). Así, en Chile, se adoptaron controles a las entradas de flujos de capital de corto plazo entre 1991 y 1998. Para algunos autores, el instrumento fue eficaz para reducir la vulnerabilidad del país ante ataques especulativos, al tiempo que permitió un mayor control sobre la política monetaria frente a grandes entradas de capital (Massad, 1998).

Contrariamente, Edwards (2000) argumenta que las restricciones sobre la entrada de flujos de capital impuestas en Chile en 1991 no tuvieron un efecto significativo sobre el comportamiento de los tipos de interés, ni permitió a las autoridades mayor control sobre la política monetaria (Edwards, 2000). Para otros autores, el hecho de que Chile haya tenido éxito en la aplicación de controles de capital no significa que otros países también lo tengan. Es el caso, por ejemplo, de Corea, donde las entradas de capital de corto plazo fueron invertidas en deuda soberana de países como Brasil y Rusia, lo cual aumentó el riesgo para el país. En ese sentido, una mejor estrategia sería limitar las entradas de capital imponiendo plazos de vencimiento largos y castigando con impuestos el endeudamiento de corto plazo (Dornbusch, 2000). Fischer (2001) considera que los controles so-

bre las entradas de capital podrían permitir a un país, durante un cierto período, aplicar una política monetaria independiente si existe un vínculo cambiario flexible, pero su eficacia en el largo plazo es dudosa. La experiencia de Chile parece validar esta afirmación.

En cuanto a la regulación y supervisión de los sistemas bancarios la literatura da cuenta de avances logrados en muchos países. Sin embargo, se reconoce que los esfuerzos no han sido suficientes. Después de las turbulencias monetarias de México y Asia, el tema de las crisis financieras se convirtió en el centro de las discusiones académicas y políticas. En los llamados modelos de primera generación, ejemplificados por el estudio seminal de Krugman (1979), las crisis surgen porque un país financia su déficit fiscal creando dinero hasta que el excesivo crecimiento del crédito da lugar al colapso final del régimen de tipo de cambio fijo. Con la crisis del peso mexicano y los acontecimientos en Asia surgió un nuevo cuerpo de literatura (modelos de segunda generación), el cual da importancia al autocumplimiento de las expectativas y al comportamiento de los mercados internacionales de capitales.

Mientras que la literatura tradicional enfatizaba las inconsistencias entre la política fiscal y monetaria y el compromiso cambiario, los nuevos desarrollos apuntan hacia la comprensión de las vinculaciones monetarias y bancarias como determinantes de crisis en balanza de pagos, en ambientes regulatorios débiles. Kaminsky y Reinhart (1999) plantean que ni en uno ni en otro caso se ha prestado mucha atención a las interacciones entre los problemas bancarios y los monetarios. En sus investigaciones encuentran que las crisis monetarias y las bancarias están estrechamente relacionadas y unidas a las consecuencias de la liberalización financiera. Encuentran evidencia de círculos viciosos en los que el colapso monetario debilita mucho más a un sector bancario que ya tiene problemas.

Cuando las crisis monetarias y bancarias ocurren simultáneamente son mucho más graves que cuando ocurren separadamente. Si un sistema bancario es frágil, se convierte en una fuente de vulnerabilidad, que hace más propensa a una economía a sufrir crisis financieras. Una explosión del crédito bancario en un sistema bancario pobremente regulado termina por producir aumentos en el consu-

mo agregado y, eventualmente, una ampliación de la brecha externa y fuertes presiones sobre el tipo de cambio. En presencia de la interacción de una multitud de variables económicas fundamentales debilitadas, es difícil caracterizar las crisis como "autoalimentadas". Más bien, analizar cómo manejan los problemas las autoridades reguladoras y cómo afectan esos problemas las expectativas del tipo de cambio ayuda a determinar si una crisis bancaria llevará a una crisis de balanza de pagos.

En esta dirección, Mishkin (*op. cit.*) sostiene que no es tan claro que los flujos de capital provoquen un crecimiento excesivo del crédito bancario. Más bien es la liberalización financiera, y las deficiencias en supervisión, lo que conduce a un "*credit boom*", que eventualmente ocasiona una crisis. En consecuencia, la medición del déficit en la cuenta corriente no es un buen predictor de las crisis cambiarias, como sí lo es un indicador de problemas en el sector bancario.

Por lo anterior, afirma Mishkin, no hay justificación para imponer controles a los movimientos de capital. Este es un instrumento indeseable en el tanto puede bloquear fondos externos que el país requiere para su desarrollo, aparte de que, en el transcurso del tiempo, genera distorsiones y mala asignación de los recursos. Por tanto, existen serias dudas de que los controles de capital sean efectivos en el mundo de hoy, con apertura comercial y financiera, y con muchos instrumentos que pueden emplearse en lugar de una medida como esa.

Mishkin (*op. cit.*) recomienda una serie de medidas orientadas a la prevención de crisis financieras:

i. Fortalecer la supervisión prudencial, para contrarrestar el riesgo moral (adopción excesiva de riesgos por parte de los intermediarios financieros) inducidos por esquemas generosos de salvamento *(safety net*).

ii. Mejorar las exigencias de rendición de cuentas (*accountability*) y la transparencia (*disclosure*). Sin una adecuada información, ni los supervisores ni los mercados podrán evaluar el nivel de riesgo existente en el sistema.

iii. Mejorar los sistemas legal y judicial. Si los derechos de propiedad no son claros y el sistema judicial es ineficiente para su defensa, el proceso de intermediación financiera se ve seriamente afectado. Trámites largos, complicados y costosos para la resolución de conflictos atentan contra el ejercicio de una "justicia pronta y cumplida".

iv. Abrir los mercados financieros a la banca extranjera. Ello debe verse no como una amenaza para las entidades financieras locales, sino como una oportunidad para fortalecer el sistema financiero nacional, al beneficiarse de mejores prácticas en el negocio financiero, adquisición de tecnología de punta, entre otros.

v. Reducir la participación de las entidades financieras de propiedad estatal. Tales entidades generan riesgo moral cuando disfrutan de un seguro estatal implícito y distorsionan el mercado cuando su función objetivo se aparta de la rentabilidad.

vi. Restringir el endeudamiento en moneda extranjera. Cuando éste es excesivo, dificulta el manejo de una crisis y su resolución, cuando ésta explota.

vii. Eliminar el concepto de "*too big to fail*". Entidades financieras muy grandes contribuyen a incrementar el riesgo cuando son objeto de medidas temporales de auxilio por temor al desastre que su caída ocasionaría en el sistema como un todo.

viii. Evaluar periódicamente la evolución del régimen cambiario y la posición de reservas monetarias internacionales.

Del examen de la literatura sobre la experiencia de las EM se desprenden las siguientes lecciones, sobre las cuales parece existir consenso:

- El mantenimiento de tipos de cambio sobrevaluados es una práctica peligrosa.
- La emisión de deuda en moneda extranjera para defender la moneda nacional tiene un alto costo si se abandona el *hard peg*.
- Los bancos deben ser estrictamente supervisados.
- Es preciso crear un clima de confianza con transparencia en las operaciones.

Asimismo, también es posible identificar áreas de discrepancia en los siguientes aspectos:

- Acerca de la efectividad de los controles de capital para minimizar la vulnerabilidad externa.
- Sobre la utilidad del tamaño del déficit en la cuenta corriente como indicador de vulnerabilidad.
- Respecto a la importancia de los desequilibrios fiscales como detonantes de crisis financieras.
- Sobre la relevancia de los "déficit gemelos" como causa de crisis financieras.

En el Cuadro 3.3 se presenta un resumen de las principales medidas adoptadas por un conjunto de EM que enfrentaron crisis financieras. Como se puede observar, predominan políticas de corto plazo: restricciones monetarias y fiscales, controles de capital y un manejo más flexible del tipo de cambio. La mayoría de los países en la muestra adoptaron políticas de apertura comercial, pero solo en unos pocos casos se llevaron a cabo acciones para fortalecer el sistema financiero. El balance general extraído de la literatura sugiere que, en términos generales, las políticas de corto plazo produjeron resultados poco satisfactorios.

CUADRO 3.3

MEDIDAS TOMADAS POR ECONOMÍAS EMERGENTES PARA ENFRENTAR LAS CRISIS

PAÍS	TC MÁS FLEXIBLE	RESTRICCIÓN FISCAL	ABSORCIÓN OMA	CONTROLES DE CAPITAL	APERTURA COMERCIAL	FORTALECIMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO
Argentina		X			X	X
Chile	X		X	X	X	
Colombia	X		X	X	X	X
Indonesia	X	X	X	X	X	X
Rep. Corea	X	X	X		X	
Malasia	X	X	X	X	X	
México	X	X	X	X	X	
Filipinas		X	X	X	X	
Tailandia	X	X	X	X	X	

Por otra parte, la experiencia exitosa de Australia, basada en políticas estructurales para fortalecer la confianza en el país y en la moneda, sugiere que por esa vía se obtienen resultados más satisfactorios (Caballero *et al*, 2004). A diferencia de la mayoría de las EM de América Latina y Asia que entraron en crisis en los noventas, Australia tomó medidas para fortalecer la solidez de su sistema bancario. Otro factor clave fue el compromiso de la política monetaria y cambiaria para controlar la inflación de manera sostenible y creíble. Otras acciones incluyen el desarrollo de un mercado líquido de deuda pública en moneda local, en el cual el marco macroeconómico actúa como un seguro contra el riesgo. Con políticas de "desdolarización", Australia tuvo un mejor resultado en el esfuerzo por reducir la vulnerabilidad externa asociada con los *sudden stops* que economías como Chile que emplearon mecanismos de indexación y dolarización que tendieron a incrementar la confianza-moneda y la confianza-país.

4. PREVENCIÓN DE LAS CRISIS

El tema de la prevención de las crisis centra la discusión en la eficacia de los indicadores de alerta temprana, como instrumentos para anticiparlas. Si bien varios organismos internacionales han diseñado sistemas de alerta temprana con ese propósito, su utilización es limitada por no ser suficientemente precisos. Ello obedece a varias razones. Quizás la más importante es la **naturaleza multiplicativa de los factores de vulnerabilidad**. Los modelos tradicionales de alerta temprana tienden a ser de naturaleza aditiva, esto es, reúnen listas de indicadores de vulnerabilidad que se van añadiendo en forma mecánica. Lo cierto es que la relación entre los factores de vulnerabilidad es muy compleja y se retroalimenta.

Tipos de cambio sobrevaluados debilitan las exportaciones, alientan las importaciones y generan grandes déficit en cuenta corriente. Como resultado, las tasas de interés domésticas tenderán a crecer para atraer capital del exterior necesario para financiar ese déficit. Tipos de interés más altos en operaciones de crédito desestimulan la inversión e incrementan los índices de morosidad en los bancos. Estos a su vez –a veces apoyados por el gobierno–, reaccio-

nan refinanciando esos préstamos dudosos, escondiendo su verdadera situación financiera y emitiendo más deuda, generalmente en moneda extranjera. A medida que se acentúe el ingreso de capital externo, el grado de sobrevaluación será más severo, reforzando el círculo vicioso.

La falla principal de los modelos de alerta temprana es, entonces, su visión aditiva o "lineal" del mundo, ignorando que los factores de vulnerabilidad son multiplicativos, se retroalimentan y refuerzan entre sí (Edwards, 1999). En ese sentido, lo más que puede determinarse es hasta qué punto la economía está evolucionado hacia una mayor vulnerabilidad, pero la crisis como tal no puede predecirse (Linde, 2000). Nadie predijo las crisis mexicanas de 1982 y 1994, ni la crisis en el sudeste asiático a finales de los noventas, ni el alcance que tendría la moratoria en la deuda rusa de corto plazo. Otro factor que limita los alcances de los modelos de alerta temprana es la dificultad de anticipar eventos políticos. Es prácticamente imposible que esos modelos anticipen acontecimientos tales como el asesinato de un candidato presidencial en México o la incertidumbre política en Indonesia en 1997.

Un último tema que cabe repasar en esta revisión de la relación crisis-vulnerabilidad tiene que ver con la siguiente pregunta: ¿por qué unas economías se recuperan más rápido de una crisis que otras? La respuesta parece encontrarse en el estado de los fundamentos macroeconómicos (*fundamentals*) en la pre-crisis. Varios aspectos han sido analizados en la literatura: la solvencia de las finanzas públicas, las tasas de ahorro interno, la fortaleza del sector exportador. En su investigación sobre el tema, comparando las experiencias de Argentina post-2001 y Tailandia post-1997, Desai y Mitra (2004) concluyen que el factor determinante de la recuperación más rápida de Tailandia fue la fortaleza de su sector exportador. Ello se evidenció claramente en el comportamiento de variables como el tipo de cambio y las tasas de interés. Los autores concluyen que si Argentina hubiera tenido un sector exportador con las características del tailandés, su recuperación de la crisis hubiera sido mucho más rápida. Esto se relaciona con la credibilidad por parte de los inversionistas en cuanto a la capacidad de pago de un país, si ésta es apoyada por la generación de divisas por parte de su sector exportador.

5. REFLEXIONES PARA EL CASO COSTARRICENSE

Del examen de la literatura sobre vulnerabilidad y crisis en EM, pueden extraerse algunas reflexiones importantes para Costa Rica, una economía pequeña y abierta que ha logrado evitar crisis macroeconómicas generalizadas. Sin embargo, desde mediados de los ochentas, y hasta la fecha, la economía costarricense enfrenta un entorno globalizado que conlleva mayores elementos de vulnerabilidad. A fin de que esa vulnerabilidad no conduzca a una crisis, es conveniente monitorear permanentemente las fuentes identificadas de vulnerabilidad y su evolución en el tiempo. Aspectos como el grado de sobrevaluación del colón, la solvencia del sistema financiero y la relación entre reservas monetarias internacionales y liquidez total merecen la mayor atención, así como la situación de las finanzas públicas.

La pregunta de fondo es hasta qué punto la economía costarricense se ha vuelto más vulnerable, y cuáles son los grados de libertad con que se cuenta para enfrentar esa vulnerabilidad. Para Costa Rica, un blindaje financiero al estilo tradicional de préstamos voluminosos o renegociaciones de la deuda pública externa no es una opción viable para salir de una crisis, como podría serlo para otros países. De ahí la importancia de vigilar que las fuentes de vulnerabilidad no devengan en crisis. Por otra parte, la experiencia recopilada pone de manifiesto la importancia de los aspectos estructurales de las economías. La diversificación del sector exportador, la solvencia financiera del sector público y la solidez del sistema financiero quizás no eviten que se produzca una crisis, pero pueden contribuir a superarla rápidamente. De ahí la importancia para Costa Rica de emprender una reforma fiscal y de aprobar el Tratado de Libre Comercio entre Centroamérica y los Estados Unidos. Si ninguno de estos eventos se diera, ¿seguirá el país teniendo éxito en sortear la crisis durante los próximos veinte años?

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Burki, Shadid Javed y Sebastian Edwards. (1996). *Latin America after Mexico*. Washington: Departamento de Estudios para América Latina y el Caribe, Banco Mundial.

Caballero, Ricardo; Kevin Cowan y Jonathan Kearns. (2004). *Fear of sudden stops: lessons from Australia y Chile*. Working paper 10519, National Bureau of Economic Research.

Calvo, Guillermo y Carmen Reinhart. (2000). "Fear of floating", en *Quarterly Journal of Economics*, Vol. CXVII, No. 2, pp. 379-408.

Calvo, Guillermo y Enrique Mendoza. (1996). "Petty crime and cruel punishment: lessons from the Mexican debacle", en *The American Economic Review,* Vol. 86, No. 2, pp. 170-175.

Calvo, Guillermo; Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi. (2002). S*udden stops, the real exchange rate and fiscal sustainability: Argentina's lessons*. Washington: Departamento de Investigaciones, Banco Interamericano de Desarrollo.

Calvo, Guillermo; Alejandro Izquierdo y Luis Fernando Mejía (2004). *On the empirics of sudden stops: the relevance of balance-sheet effects*. Working paper No. 509. Washington: Departamento de Investigaciones, Banco Interamericano de Desarrollo.

Delgado, Félix y Rodrigo Bolaños (2004). *Vulnerabilidad y crisis*. Documento elaborado para la Academia de Centroamérica, con motivo del Seminario "Volatilidad y vulnerabilidad: El caso de Costa Rica, veinte años (1984-2004) sin crisis", 12 de julio de 2004, San José.

Desai, Padma y Pritha Mitra. (2004). "Why do some countries recover more readily from financial crisis?" Conferencia del fondo Monetario Internacional en honor a Guillermo A. Calvo, 15-16 de abril de 2004.

Dornbush, Rudiger. (2000). *Las claves de la prosperidad. Mercados libres, moneda estable y un poco de suerte*. Bogotá: Norma Editorial.

Edwards, Sebastian. (1989). "Structural Adjustment Policies in Highly Indebted Countries", en Jeffrey D. Sachs, editor, 1989, *Developing country debt and the World Economy*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

_____. (1999). *On crisis prevention: lessons from Mexico and East Asia*. Working Paper No. 7233, National Bureau of Economic Research.

Fischer, Stanley. (2001). "Exchange rate regimes: "is the Bipolar View correct?", en *Finance and Development*, Vol. 38, No. 2.

Gil-Díaz, Francisco y Agustín Carstens. (1996). "On year of solitude: some pilgrim tales about Mexico's 1994-1995 crisis", en *The American Economic Review*, Vol. 86, No. 2, pp. 164-169.

Guillaumont, Patrick. (1999). "On the economic vulnerability of low income countries". Artículo preparado para la International Task Force on Commodity Risk Management in Developing Countries, Banco Mundial, setiembre1999. Clermont, Francia: CEDI-CNRS y Université d'Auvergne.

Guitián, Manuel y Félix Varela, editores. (2000). *Sistemas financieros ante la globalización*. Madrid: Ediciones Pirámide

Kaminsky, Graciela y Carmen Reinhart. (1999). "The twin crisis: the causes of banking and balance-of-payments problems", en *The American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, pp. 473-500.

Krugman, Paul. (1979)."A model of balance- of- payment crisis", en *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No. 3, pp. 311-325.

_____. (1998). "Saving Asia: it's time to get radical", en *Fortune*, 7 de setiembre.

Linde, Luis. (2000). "Los sistemas financieros ante la globalización. Crisis financieras", en Manuel Guitián y Félix Varela, editores, 2000, *Sistemas financieros ante la globalización*. Madrid: Ediciones Pirámide.

Massad, Carlos. (1998). "The liberalization of the capital account: Chile in the 1990's", en Stanley Fischer *et al*, 1998, *Should the IMF pursue capital-account liberalization?* Essays in International Finance, No. 207. Princeton: Princeton University.

Mishkin, Frederic S. (2000). *Financial policies and the prevention of financial crisis in emerging market economies*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Redelet, S. y Jeffrey Sachs. (1989). *The onset of the East Asian financial crisis*. Working Paper No. 6880, National Bureau of Economic Research.

Sachs, Jeffrey D., editor. (1989). *Developing country debt and the World Economy*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Sachs, Jeffrey; Aaron Tornell y Andrés Velasco. (1996). "Financial crisis in emerging markets: the lessons from 1995", en *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 147-215.

SEGUNDA PARTE

EL CASO DE COSTA RICA

IV

VEINTE AÑOS SIN CRISIS FINANCIERAS (1984-2004): EL CASO DE COSTA RICA*

EDUARDO LIZANO FAIT**

"…benefiting from experience of others is not a natural human trait. We all like to make our own mistakes"

Anne O. Krueger, 2004.

"What we need is a marriage between (…) the realists who pay attention to the details and the idealists who have the vision of a better future"

Paul Streeten, 2001.

INTRODUCCIÓN

Durante las últimas dos décadas –de 1984 a 2004– Costa Rica no ha sufrido crisis financieras significativas. De hecho, en ese período el país no ha tenido que hacer frente a crisis de balanza de pagos, cambiarias o fiscales, ni a procesos inflacionarios de consideración. Tampoco se han dado crisis bancarias generalizadas. La evolución de la economía costarricense, desde este punto de vista, ha sido bastante diferente a la de la gran mayoría de los países latinoamericanos, las cuales han experimentado repetidas crisis, con frecuencia de

* La mayoría de las ideas contenidas en este documento se expusieron en la charla impartida en el acto de entrega de la obra del autor *Escritos sobre Reforma Financiera*, el 24 de marzo del 2004, y en el Seminario "Volatilidad y Vulnerabilidad: el caso de Costa Rica, veinte años (1984-2004) sin crisis", el 12 de junio del 2004, ambas actividades organizadas por la Academia de Centroamérica.

** El autor agradece los comentarios de Rodrigo Bolaños, Gerardo Corrales, Jorge Corrales, Rodrigo Cubero, Félix Delgado, Jorge Guardia, Reinaldo Herrera, Grettel López, Thelmo Vargas y Norberto Zúñiga sobre la versión preliminar de este documento. Los errores son responsabilidad exclusiva del autor.

gran magnitud, cuyos efectos para la economía internacional han sido algunas veces importantes.

El propósito principal de este escrito consiste en dar respuesta a la siguiente pregunta: ¿cómo y por qué Costa Rica logró evitar dichas crisis, a pesar de no pocas condiciones internas desfavorables y circunstancias externas negativas que enfrentó el país en el período referido?

La primera sección incluye una breve reseña del comportamiento de la economía costarricense durante esas dos décadas. La segunda sección examina el entorno (circunstancias y condiciones internas y externas) en las cuales se desenvolvió la economía costarricense. La tercera sección se dedica a esclarecer los objetivos del Banco Central de Costa Rica (BCCR). En la cuarta sección se aborda el tema del origen de las crisis. En la quinta sección se analiza el uso que de sus instrumentos ha hecho la Autoridad Monetaria. En la sección sexta se menciona las principales lecciones de dicho período. Y, finalmente, en la sétima sección se aborda el tema del camino aún pendiente de recorrer.

Este documento bien puede interpretarse como una explicación histórica –¿una apología?– de las políticas (decisiones y acciones) del BCCR en el período bajo consideración. Corresponderá a otros estudiosos de la economía nacional abordar de manera más científica, con la ayuda de la econometría, los temas tratados por el autor en estas páginas. Con base en ello, sin duda, se plantarán otras posibles interpretaciones de lo acontecido.

1. LA EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE

Al analizar la evolución de la economía costarricense, durante los últimos veinte años, se llega a dos conclusiones principales, a saber:

a) No han ocurrido crisis económicas, ni financieras.

b) El desarrollo económico del país no ha sido satisfactorio; abundan los claroscuros; la evolución no ha sido ni tan buena, ni tan mala.

Ausencia de crisis

En el Cuadro 4.1 puede observarse el comportamiento de algunas variables fundamentales. La inflación presenta una tendencia a disminuir y a estabilizarse. Las finanzas públicas presentan un déficit consolidado (incluidas las pérdidas del BCCR) persistente, aunque sin mostrar una situación de crisis. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se pone en evidencia también de manera persistente, siendo financiado en buena parte por las inversiones extranjeras directas (IED).

CUADRO 4.1

COSTA RICA. ESTADÍSTICAS SELECCIONADAS, 1984-2003
(Promedios cuatrienales)

	1984-1987	1988-1991	1992-1995	1996-1999	2000-2003
Inflación anual (Var. En el IPC dic-dic)	15,0	22,0	17,9	11,9	10,2
Déficit fiscal consolidado	-4,4	-3,1	-2,7	-2,9	-3,9
Déficit Cta. Corriente (por ciento del PIB)	3,6	4,7	5,0	3,5	5,2
IED (por ciento del PIB)	1,6	2,1	2,7	3,8	3,3
Coeficiente de apertura (M+X)/PIB	57,2	53,4	63,3	76,3	77,4
Mortalidad infantil (muertes por cada 1000 nacidos vivos)	17,6	14,5	13,4	12,6	10,7
IDH (posición de CR en el mundo según PNUD)	N.D.	34	38	36	42
Crecimiento del PIB real	5,0	3,8	6,3	5,8	2,8
Crecimiento del PIB real por habitante	0,8	1,3	3,5	3,1	0,7
Crecimiento del Ingreso Nacional Disponible Bruto real	6,3	3,2	7,1	3,2	3,0
Crecimiento del Ingreso Nacional Disponible Bruto real por habitante	2,1	0,6	4,4	0,7	0,9
Hogares en condición de pobreza	28,7	28,9	23,3	20,7	20,0
Coeficiente de Gini	N.D.	0,387	0,377	0,391	0,425
Tasa de desempleo abierto	6,9	4,9	4,4	5,9	6,1

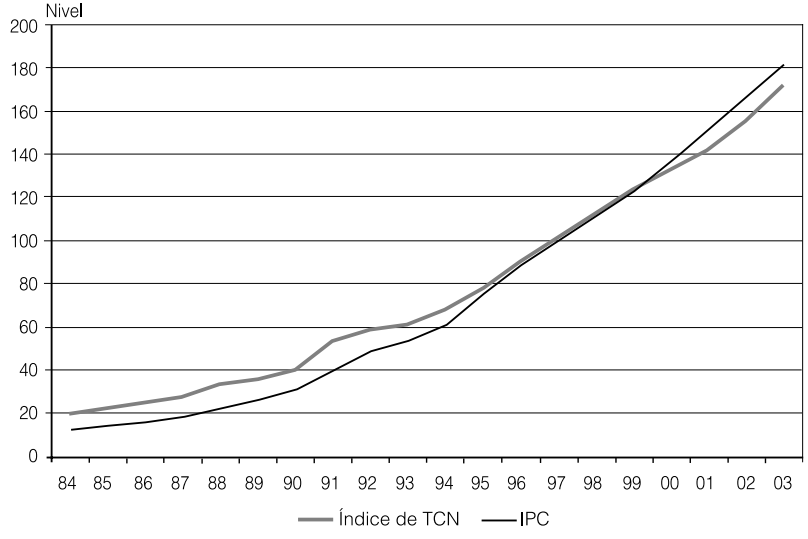
FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCCR, Ministerio de Hacienda, COMEX e Informes sobre el Estado de la Nación (1990-2003).

En los Gráficos 4.1 y 4.2 puede observarse un comportamiento muy semejante de los índices de precios al consumidor y al productor industrial y, por otra parte, del tipo de cambio nominal.

Prácticamente no se han dado divergencias significativas. En el Gráfico 4.3 se observa la evolución del tipo de cambio real, tanto el bilateral con el dólar estadounidense, como el multilateral (con una canasta de monedas de los países con los cuales Costa Rica más comercia). Luego de ciertos ajustes necesarios, consecuencia de la crisis del período 1980-1982, y muy especialmente después de 1992, se nota una marcada estabilidad del tipo de cambio real. Para efectos prácticos el tipo de cambio real se ha movido dentro de una banda de +3 a -3 por ciento, y las desviaciones han sido poco significativas y tan sólo de corta duración.

GRÁFICO 4.1

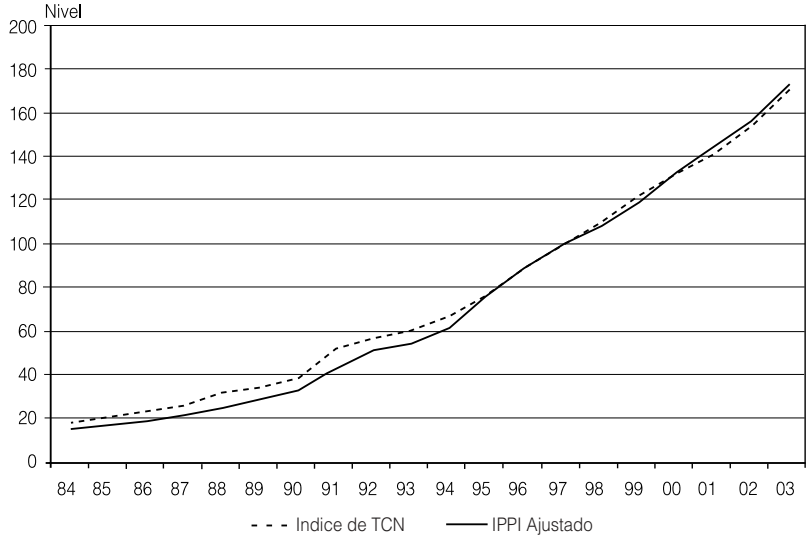
ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMIDOR Y DE TIPO DE CAMBIO NOMINAL
PROMEDIOS ANUALES
(1997 = 100)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica.

GRÁFICO 4.2

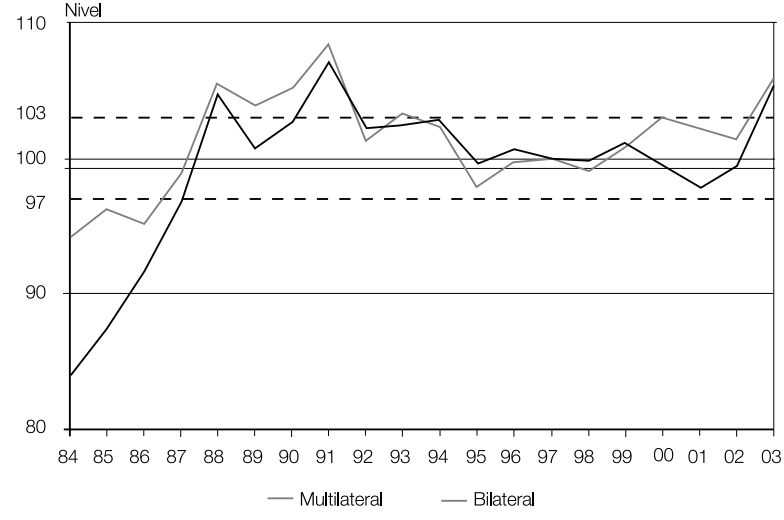
ÍNDICES DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL AJUSTADO POR HIDROCARBUROS Y DE TIPO DE CAMBIO NOMINAL
(Promedios anuales, 1997 = 100)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica.

GRÁFICO 4.3

ÍNDICES DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL MULTILATERAL Y BILATERAL
(Promedios anuales, 1997 = 100)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica.

Por otra parte, el país tampoco ha sufrido problemas originados por los intermediarios financieros que hayan generado, por la vía del contagio, crisis bancarias generalizadas, con las consabidas consecuencias macroeconómicas. En 1987 se produjo una breve crisis de las llamadas "financieras", intermediarios financieros que operaban sin regulación por parte de la superintendencia de entidades bancarias. Asimismo, durante el período considerado, varios bancos privados y uno estatal cerraron sus puertas. Ahora bien, aunque la quiebra de "financieras" en 1987 y el cierre del Banco Anglo Costarricense en 1995 deben haber tenido algún efecto en la economía, ninguno de estos dos eventos originó una crisis sistémica.

Así pues, en estos veinte años el país no sufrió crisis cambiarias, de balanza de pagos, inflacionarias o de finanzas públicas causadas por movimientos de capital, ni tampoco bancarias.

Otros indicadores

La apertura de la economía, medida como la suma de las exportaciones y las importaciones como proporción del PIB, se ha ampliado en el transcurso del tiempo (Cuadro 4.1). Costa Rica, con Chile, se mantiene a la cabeza en América Latina en cuanto a exportaciones generales y exportaciones agropecuarias por habitante.

El ritmo del crecimiento económico no ha sido satisfactorio, según puede observarse en el Cuadro 4.1. Además, Costa Rica ha quedado rezagada cuando se le compara con otros países, pues el ritmo de su crecimiento económico ha resultado menor que el de ellos (Cuadro 4.2). Este resultado sería semejante si la referencia se hiciera con respecto al crecimiento del Ingreso Nacional Disponible.

CUADRO 4.2

TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL Y DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL POR HABITANTE 1984-2002

	TASA DE CRECIMIENTO PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL	TASA DE CRECIMIENTO PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL POR HABITANTE
Costa Rica	4,63	2,12
Irlanda	5,99	5,95
Chile	6,28	4,67
Corea del Sur	7,06	6,06
Hong Kong, China	5,01	3,63
Singapur	6,60	4,75
Malasia	6,18	3,47
Tailandia	6,07	4,86

FUENTE: Banco Mundial, World Development Indicators 2003.

En cuanto al desarrollo humano, se notan mejorías, como por ejemplo la mortalidad infantil (muertes por cada 1.000 nacidos vivos). Pero, por otra parte, el coeficiente de Gini ha tendido a deteriorarse y el porcentaje de hogares en condición de pobreza se ha mantenido invariable en la última década (alrededor del 20 por ciento del total). Si bien en 2003 el porcentaje disminuyó a 18,5 por ciento, es aún temprano para saber si se trata de una tendencia. El Índice de Desarrollo Humano para Costa Rica (calculado por el PNUD) ha mostrado también cierta tendencia a disminuir, aunque esto quizás se deba a cambios ocurridos en la metodología para calcularlo.

Las conclusiones de esta primera sección son bastante claras:

Primera. De ninguna manera podría hablarse de un "milagro" costarricense, ni desde el punto de vista del crecimiento económico, ni de la distribución del ingreso, así como tampoco por la estabilidad macroeconómica. De hecho, el crecimiento económico ha sido poco satisfactorio y, más bien, el país ha quedado rezagado; la distribución del ingreso no ha mejorado y los desequilibrios macroeconómicos persisten pertinazmente.[1]

1. Debe señalarse, eso sí, que pocos países han experimentado una inmigración tan elevada, como proporción de su población, que Costa Rica.

Segunda. Debe reconocerse, empero, que la evolución de las finanzas públicas sí representa una crisis "silenciosa" y muy seria para el país, desde el punto de vista del crecimiento económico, de la distribución del ingreso y de la estabilidad macroeconómica.

1. De hecho, dada la situación de las finanzas públicas, persistentemente precaria, el Estado Costarricense no puede cumplir sus funciones básicas. Así de sencillo. En efecto, la cantidad y la calidad del gasto público no permiten realizar, directa o indirectamente, los gastos necesarios en ámbitos sociales prioritarios, tales como educación, salud, seguridad y justicia, ni tampoco en otros campos como las inversiones públicas en infraestructura. Esta situación calamitosa se ha agravado con el transcurso del tiempo y ha llegado a representar un grave obstáculo para lograr una distribución más equitativa del ingreso y de la riqueza nacionales, así como para acelerar el proceso de desarrollo económico. Debe tenerse presente que mientras los grupos sociales de ingresos altos y medios disponen de recursos para paliar, en cierto grado, las deficiencias del Estado (sistema privado de educación y salud, compañías privadas de seguridad y sistemas de conciliación y solución de conflictos fuera de las instancias judiciales), los grupos sociales de bajos ingresos no lo pueden hacer. Además, como la propiedad de los títulos de la deuda pública se encuentra concentrada en manos de los grupos de ingresos altos y medios, el efecto redistributivo del pago de los intereses de la deuda pública puede resultar negativo, en el tanto el sistema tributario sea regresivo. Por eso, los beneficios del ordenamiento de las finanzas públicas a quien más interesa es, precisamente, a los grupos sociales de menores ingresos. Si bien la situación precaria de las finanzas públicas no se ha manifestado aun en crisis macroeconómicas, ya ha perjudicado, indudablemente, a los grupos sociales más pobres (con menos educación, menos salud, menos seguridad de personas y bienes) y al crecimiento económico (infraestructura inadecuada y servicios públicos insatisfactorios).

ii. Pero el crecimiento económico se ve igualmente afectado, no sólo porque el Estado no puede cumplir sus funciones básicas sino, además, por dos motivos adicionales: primero, el financia-

miento del déficit fiscal disminuye y encarece los recursos disponibles para el financiamiento del sector privado y, segundo, los agentes económicos reconocen que el Estado, para poder pagar su deuda, deberá aumentar los impuestos, perjudicando así la rentabilidad de las inversiones privadas.

iii. Desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica caben dos observaciones:

- Mientras el financiamiento del déficit fiscal no esté a cargo del Banco Central (emisión monetaria), durante cierto plazo la deuda pública puede aumentar sin ocasionar perturbaciones macroeconómicas, limitándose sus efectos a una inflación moderada.

- Sin embargo, cuando la deuda pública alcance un determinado nivel, los agentes económicos reaccionarán en dos sentidos. Por un lado, como el riesgo-país aumenta, el costo del endeudamiento se elevará, empeorando el déficit fiscal y, por el otro, se llegará a considerar que el Gobierno no podrá hacer frente a los compromisos derivados de su deuda y entonces se cerraría el acceso al financiamiento, tal como aconteció entre 1980 y 1982, con lo cual, al cortarse el oxígeno, la crisis se hizo inevitable.

Tercera. Cabe preguntarse a qué se debe la incapacidad política para resolver los desequilibrios macroeconómicos y, a la vez, por qué sí existe la voluntad política suficiente para impedir que se salgan de control.

i. No se van de las manos porque los políticos temen las consecuencias políticas y sociales de una crisis y tienen vívida la dolorosa experiencia del período 1980-1982:

- Los costos para los políticos pueden ser muy altos al considerárseles responsables de la crisis, con el consiguiente riesgo de perder su poder, tal como aconteció en las elecciones presidenciales de febrero de 1982.

- Los costos sociales son muy elevados. En la crisis de 1980-1982 la inflación llegó a más del 80 por ciento, el tipo de

cambio sufrió un aumento de 600 por ciento y los salarios reales cayeron en 25 por ciento, además de presentarse un aumento sustancial del desempleo.

- Los políticos, empresarios y trabajadores saben bien que ante una crisis es ineludible tomar medidas drásticas y desagradables (*politics and policies can not be as usual*). En vista de lo anterior, todos ellos están dispuestos a evitar las crisis y mantener la situación bajo control. Ahora bien, debe tenerse presente que este tipo de "cálculo" puede fallar eventualmente y la situación salirse de su cauce.

ii. Pero ¿por qué no resolver de una vez por todas los desequilibrios macroeconómicos? ¿por qué mantener el peligro latente? ¿por qué jugar con fuego y caminar, con frecuencia, al borde del abismo? Esto se debe a que si bien los costos y las pérdidas, las desventajas y los problemas, que pueden presentarse como consecuencia de las crisis son evidentes y bien conocidos históricamente (¡crisis 1980-1982!), los beneficios y las ventajas de eliminar desequilibrios macroeconómicos de la magnitud de los de Costa Rica, no son tan evidentes para los políticos, aunque sí lo serían para los estadistas. Se aducen varias "razones":

- El país puede seguir creciendo a pesar de esos desequilibrios "moderados";

- los desequilibrios desaparecerán con el transcurso del tiempo; y

- los desequilibrios no se deben a las políticas adoptadas por el país, sino que son responsabilidad de terceros: el FMI, EE.UU., las empresas multinacionales u otros.

Se está de acuerdo en que una inflación del 10 por ciento al año es mejor que una del 20 por ciento; que una devaluación nominal del 10 por ciento es preferible a una del 18 por ciento y que el déficit fiscal consolidado, como porcentaje del PIB, debe limitarse drásticamente. Pero no se está de acuerdo en disminuir la inflación nacional a un nivel igual a la internacional, en reducir la devaluación nominal a cero y en eliminar el déficit fiscal. Los resul-

tados positivos de este planteamiento, en términos de un mayor crecimiento económico y de niveles más elevados de empleo, salarios reales e ingresos fiscales, no compensan, según políticos, empresarios y trabajadores, el gran esfuerzo de mantener una disciplina férrea, ni tampoco toman en cuenta las posibles consecuencias político-electorales de signo desfavorable. Esta actitud bien puede deberse a la incapacidad de los economistas de explicar, de manera convincente, las ventajas y los beneficios de la estabilidad macroeconómica, a fin de lograr un crecimiento más acelerado, así como para mejorar la distribución del ingreso.

En otras palabras, en términos generales se está de acuerdo en hacer el esfuerzo debido para evitar los pecados "capitales", pero no en poner igual empeño en evitar los pecados "veniales".

Cuarta. Sin embargo, queda en pie el hecho de que el país ha logrado sortear, durante el período 1984-2004, los efectos de los *shocks* de origen interno y los de carácter externo, sin haber experimentado crisis financieras de consideración. Se trata de una característica interesante cuando se compara la evolución de la economía costarricense con la de la mayoría de países latinoamericanos. Por consiguiente, en las próximas secciones se analiza el caso de Costa Rica, a fin de determinar si algunas de las lecciones derivadas de él pueden ser de utilidad también en otras latitudes.

2. EL ENTORNO

Interesa en esta sección abordar los dos puntos siguientes: ¿cuáles son los principales elementos internos y externos del entorno dentro del cual se han llevado a cabo las políticas del Banco Central de Costa Rica (BCCR)? y ¿cuáles han sido las principales restricciones que ese entorno ha impuesto al BCCR a la hora de diseñar y aplicar sus políticas? A continuación, se trata de dar respuesta a ambas preguntas.

La acción del BCCR se ha desenvuelto en un ambiente caracterizado por los siguientes elementos principales:

a) **Volatilidad.** Si por volatilidad se entiende la frecuencia, la magnitud y la rapidez con las cuales los cambios de las variables macroeconómicas, internas y externas, inciden en la economía nacional (PIB, exportaciones, importaciones, términos de intercambio, inflación, tasas de interés y flujos de capital hacia el país y desde él hacia el exterior), entonces bien puede afirmarse que la volatilidad de la economía costarricense ha aumentado, de manera significativa, en estas últimas dos décadas.

Así, la mayor integración comercial y financiera de la economía mundial ha aumentado la volatilidad de las economías nacionales. Esta mayor integración es el resultado, a la vez, de la apertura de los mercados nacionales y de las nuevas tecnologías informáticas (TI), lo cual ha reducido drásticamente el tiempo y el costo de las comunicaciones y de las transacciones. En efecto, lo que hoy sucede en prácticamente cualquier país se conoce e incide casi al instante en el resto del mundo. Las correas de transmisión funcionan muy bien y a alta velocidad. Sin duda, existe una gran volatilidad internacional, sobre todo en relación con los mercados financieros, las tasas de interés, los flujos de capital (incluidas las inversiones extranjeras directas) y el precio internacional del petróleo. Las crisis internacionales más recientes (México, Asia, Rusia, Turquía, Brasil, Argentina) se han sucedido casi ininterrumpidamente, una tras otra, en un lapso relativamente corto. Así, la volatilidad externa es más frecuente, más intensa y se transmite más rápidamente.

Ese mayor grado de volatilidad es un hecho inevitable e implica un costo que es inherente a la mayor integración, comercial (apertura comercial) y financiera (apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos), de la economía costarricense a la economía internacional. Ahora bien, si con el propósito de reducir la volatilidad el país tratara de aislarse o de integrarse menos a la economía internacional se cometería un grave error, porque entonces se perderían los grandes beneficios obtenidos por Costa Rica gracias a su apertura comercial y financiera, en términos del aumento y la diversificación de las exportaciones, la atracción de IED y la generación de empleo.

Esto es así en cuanto a la volatilidad de origen externo. Respecto a la de carácter interno, habría que diferenciar la situación en el transcurso del tiempo. De hecho, si se comparan las décadas de los años cincuentas y sesentas con las de los años ochentas y noventas, la volatilidad de origen interno también ha aumentado. En aquellos decenios la inflación y la inestabilidad cambiaria eran mucho menores y el ritmo de crecimiento económico más estable. Pero si se compara la década de los años ochentas con la de los noventas, la volatilidad de origen interno ha amainado, sobre todo porque la inestabilidad de precios y del tipo de cambio nominal han sido menores, y también porque el país ahora depende mucho menos de la ayuda externa. Por otra parte, ha empeorado el desequilibrio de las finanzas públicas y el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

b) **La vulnerabilidad.** A la par de una mayor volatilidad de la economía costarricense en el período 1984-2004, cabe preguntarse si ha llegado a ser también más vulnerable. En este contexto, por vulnerabilidad se entiende el peligro de que la mayor volatilidad –los *shocks* externos e internos– desemboque en crisis económicas y financieras generalizadas. En otras palabras, se refiere a la mayor o menor sensibilidad o elasticidad con que las variables macroeconómicas nacionales responden ante *shocks* internos y externos. La vulnerabilidad más marcada puede deberse a varias razones:

- El aumento de la apertura comercial: las exportaciones y las importaciones representan un mayor porcentaje del PIB;
- la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos;
- la mayor dependencia del ahorro externo (déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos);
- la ampliación y diversificación del sector financiero, mediante la incorporación de un mayor número de intermediarios financieros privados;
- la mayor dependencia de la inversión extranjera directa (IED);

- la mayor dolarización de pasivos y activos financieros;
- la mayor integración de la economía costarricense a la estadounidense, en cuanto a exportaciones, importaciones, turismo e IED.

Por otro lado, otras razones explican la disminución de la vulnerabilidad:

- el abandono del régimen cambiario de tipo de cambio fijo;
- la marcada diversificación de las exportaciones;
- la menor dependencia financiera de Washington (AID, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo y Fondo Monetario Internacional) y del Club de París;
- el relativo subdesarrollo del sistema financiero;
- la desaparición de las restricciones que imponía al país la situación de sobreendeudamiento externo, gracias a la renegociación de la deuda externa con los bancos comerciales;
- la mayor credibilidad en el comportamiento del BCCR.

Sin embargo, el balance pareciera inclinarse hacia una mayor vulnerabilidad. Este tema requiere de una mayor investigación empírica.

En síntesis, hoy las oportunidades derivadas de la mayor integración de la economía nacional a la internacional son muy considerables, sin duda, pero, a la vez, los riesgos son, de igual manera, más elevados.

c) **Las secuelas de la crisis 1980-1982.** Éstas han incidido fuertemente durante el período bajo consideración, de manera especial en la década de los años ochentas.

Concretamente debe señalarse:

- El empeoramiento de la pobreza y del desempleo, así como la caída de los salarios reales;

- el endeudamiento externo muy considerable del BCCR y del Gobierno Central;
- la descapitalización de las empresas del sector privado, dado el grado de la inflación y de la devaluación del colón;
- la pérdida de acceso a las fuentes de financiamiento externo, tanto privadas como gubernamentales e institucionales;
- la falta de confianza y credibilidad en el BCCR;
- la incertidumbre generalizada de todos los agentes económicos.

La recuperación de la economía nacional fue un proceso difícil y complejo. Hubo de esperarse hasta finalizar la década de los años ochentas para que los salarios reales y la tasa de desempleo alcanzaran de nuevo los niveles existentes antes de la crisis. Además, la tarea de restablecer las fuentes de financiación externa fue lenta y llena de vicisitudes, debido, principalmente, a la condicionalidad cruzada (Lizano y Charpentier, 1986).

d) El BCCR adoptó un conjunto de medidas que restringió, de manera marcada, su margen de acción. Estas medidas se analizarán más adelante, en la sección quinta.

e) **Las finanzas públicas mostraron un desequilibrio permanente.** El déficit consolidado del Sector Público, incluidas las pérdidas del BCCR, se ha acumulado en el transcurso del tiempo. La deuda pública interna representa ya una tercera parte del PIB y actualmente el pago de intereses sobre la deuda pública del Gobierno Central absorbe el 30 por ciento de la recaudación de impuestos.

El procedimiento para financiar el déficit consolidado del Sector Público ha tenido consecuencias importantes:

- Nivel muy elevado de las tasas de interés reales.
- Dolarización de los pasivos de los agentes económicos.

f) Durante el período bajo análisis el país avanzó, de manera significativa, en el cambio del **modelo de desarrollo económico** "hacia adentro" –sustitución de importaciones– que se venía aplicando en las décadas anteriores, por el modelo de desarrollo "hacia afuera" (inserción en la economía internacional).

Para tal efecto, durante los últimos veinte años, la economía de Costa Rica se abrió sistemáticamente por diferentes vías (unilateral, bilateral, regional e internacional). Además, ingresó a la Organización Mundial del Comercio (OMC). El país logró acceso a mercados importantes, como el de EE.UU., gracias a la Iniciativa de la Cuenca del Caribe (CBI, en inglés); la reactivación del Mercado Común Centroamericano (MCCA), así como mediante tratados de libre comercio con México, Canadá, Chile y República Dominicana. Estos últimos no han tenido aún un efecto considerable, dada su reciente aprobación.

Las oportunidades y posibilidades planteadas, gracias al acceso a nuevos mercados, se lograron concretar en realidades gracias a:

- una oferta abundante de mano de obra poco calificada (inmigración, principalmente nicaragüense);
- la disponibilidad de recursos naturales –tierras y climas– aptos para la agricultura no tradicional;
- las políticas de promoción de exportaciones, sobre todo mediante las exenciones de impuestos de importación (materias primas, bienes intermedios y bienes de capital) y el de la renta; la eliminación de los impuestos a las exportaciones, así como la compensación transitoria a favor de los exportadores (Certificado de Abono Tributario, CAT) debido a las deficiencias de la infraestructura y de ciertos servicios públicos, dada la estructura del gasto público.

De esta manera se logró el desarrollo de varias actividades de mucha trascendencia para el país:

- la maquila, en especial la textil,
- el turismo,

- las zonas francas,
- la agricultura no tradicional (como hecho sintomático, es importante resaltar que ya el valor de las exportaciones de piña sobrepasa al de las de café).

g) Debe reiterarse que estas dos décadas han estado marcadas por el problema del **endeudamiento público**. En los primeros años del período en estudio, 1984-1990, se trataba del sobreendeudamiento externo. Posteriormente, y hasta la actualidad, de la excesiva deuda pública interna. La deuda externa, después de un largo y fatigoso proceso, logró renegociarse. Ahora bien, en este aparte es importante recordar el apoyo financiero (donaciones) recibido por Costa Rica en la década de los ochentas, proveniente de la AID (Gobierno de EE.UU.), el cual en algunos años representó el 2 por ciento del PIB. Sin embargo, eso no ha ocurrido en el caso de la deuda pública interna que, como ya se mencionó, representa en la actualidad un serio problema para el desarrollo económico y social del país.

Es tiempo ahora de abordar el segundo de los temas mencionados al comienzo de esta sección, esto es, el detalle de las principales restricciones que el entorno le ha impuesto al BCCR, para el diseño y ejecución de sus políticas.

a) En cuanto a la volatilidad de origen externo, el BCCR la ha considerado como un hecho dado, pues economías tan pequeñas como la de Costa Rica no tienen ninguna influencia en ese tipo de hechos.

b) En relación con la volatilidad interna, su principal elemento lo constituye el déficit fiscal, incluidas las pérdidas del BCCR. Al respecto, esta institución reconoció que esa fuente tan importante de volatilidad dependía de circunstancias políticas –Gobierno Central y Asamblea Legislativa– y, por lo tanto, estaba fuera de su control. El BCCR no ha logrado persuadir a las autoridades gubernamentales de la necesidad de sanear las finanzas públicas.

c) Dados los compromisos adquiridos en la OMC, el FMI y los diversos TLC suscritos, el país no puede utilizar los aranceles de

aduana, ni los tipos múltiples de cambio, como instrumentos de política económica.

d) Los bancos comerciales del Estado, dado su gran peso relativo dentro del sector financiero del país y su importancia para muchos sectores y actividades de la economía nacional, disponen de suficiente influencia política para disputar al BCCR, con cierta frecuencia, su necesaria independencia. Esta situación representa una limitación adicional para la acción del BCCR.

Lo anterior significaba que el BCCR debía restringir su comportamiento y, además, ejercer la debida disciplina respecto de determinados tópicos. Se suponía, de hecho, que:

a) Si bien el BCCR no podía resolver el problema fiscal, sí asumiría la tarea de neutralizar las deficiencias de la política fiscal, a fin de evitar crisis que tuvieran ese origen.

b) El BCCR no aceptaría injerencias políticas en la toma de decisiones y en la conducción de su política.

c) El BCCR no financiaría al Gobierno Central mediante emisión monetaria, ni directa ni indirectamente.

d) El régimen cambiario de las "minidevaluaciones" no se modificaría. El tipo de cambio real se mantendría prácticamente fijo y las desviaciones solo serían de poca monta y de carácter transitorio.

e) El nivel de las reservas monetarias internacionales debería mantenerse, a fin de dar el debido respaldo al régimen cambiario.

f) La cuenta de capital permanecería abierta, sin ninguna restricción, como por ejemplo, impuestos a los movimientos de capital.

g) El sector público no volvería a sobreendeudarse en el extranjero. La deuda pública externa se mantendría dentro de límites razonables.

h) El fortalecimiento sistemático del sistema financiero significaba otorgar más libertad a los intermediarios financieros pero, a la vez, supervisarlos cada día mejor.

Como puede apreciarse, el entorno exigía al BCCR comprometerse, de manera primordial, con la estabilidad macroeconómica, pues solo así sería posible recuperar y mantener la confianza y credibilidad de los agentes económicos, necesarios, por su parte, para el éxito de las políticas de la Institución.

3. LOS OBJETIVOS

La *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica* –Ley No. 7558- establece en el artículo 2, como objetivo fundamental del Banco, "mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas…"

A. "… mantener la estabilidad interna y externa…"

Si bien ese objetivo está claramente expresado, su lenguaje puede prestarse a diversas interpretaciones. La "estabilidad interna" se ha interpretado como sinónimo de la estabilidad del índice de precios (IPC), o sea, del ritmo de la inflación. Ahora bien, ¿qué se quiere decir con la estabilidad del IPC? Para el Banco Central Europeo (BCE), la inflación no ha de ser superior al 2 por ciento por año. En el caso de Costa Rica, bien podría considerarse que, dado el grado de integración comercial y financiera a la economía internacional, el objetivo del BCCR debería consistir, en el tanto se mantenga el régimen cambiario vigente, en lograr que la inflación interna llegue a un nivel muy semejante a la de los países con los cuales se tienen más estrechas relaciones comerciales y financieras, debidamente ponderada por la importancia relativa de cada uno de ellos.

Una posible interpretación de este objetivo se refiere al criterio de Meade, el cual consiste en lograr el equilibrio interno y el externo de manera simultánea. El equilibrio interno se alcanzaría cuando: primero, la inflación nacional sea igual a la internacional, tal como se acaba de definir y, segundo, el PIB real corresponda al PIB potencial, es decir, cuando el PIB real se encuentra en algún punto sobre la curva de posibilidades de producción en donde sea tangente a una curva de indiferencia social; en otras palabras, que la economía se en-

cuentre en una situación de pleno empleo, o sea, que la tasa de desempleo efectivo no sobrepase la tasa de desempleo "natural".

En cuanto al equilibrio externo, se trata de un concepto mucho más difícil de precisar, pues son varios los posibles criterios para definirlo. El BCCR se ha inclinado por adoptar como guía, en términos generales, una posición correspondiente a la PPA. Así, el tipo de cambio real se ha mantenido lo más estable posible: de hecho, en el período bajo consideración ha fluctuado dentro de una banda de +3 por ciento y -3 por ciento (véase Gráfico 4.3). Se trata de un procedimiento fácil de calcular y fácil de entender. De esta manera, los agentes económicos han podido evaluar la conducta del BCCR, lo cual incide en su mayor o menor credibilidad, elemento esencial, a la vez, para el buen resultado de otras de sus políticas. Sin embargo, el BCCR ha matizado esta posición, como se explica más adelante.

Ahora bien, en el período 1984-2004, el BCCR no ha podido adoptar esta posible interpretación como objetivo central de su política. Esto se ha debido a las circunstancias internas y externas imperantes, las cuales han caracterizado el entorno en el cual ha debido desenvolverse la política del Ente Emisor. De hecho, el BCCR se vio obligado a tomar en consideración, una y otra vez, sus importantes limitaciones y restricciones ante hechos como los siguientes:

- El grado de volatilidad externa, antes desconocido para Costa Rica.
- La mayor vulnerabilidad de la economía nacional.
- El problema acuciante de la deuda externa.
- La precaria situación de las finanzas públicas, la cual obligaba al BCCR a echarse sobre sus espaldas la tarea del ajuste, porque el Gobierno, en vez de ser parte de la solución, ha representado un problema de mucha importancia.
- La acelerada dolarización *de facto* de la economía nacional.
- El cambio del modelo de desarrollo económico.
- El aumento en el número de intermediarios financieros privados y de nuevos instrumentos financieros.

Lo ideal, sin duda, habría sido que el BCCR alcanzara, de manera simultánea, los tres objetivos, a saber: lograr el equilibrio interno, asegurar el equilibrio externo y evitar que los *shocks* externos ocasionaran crisis. Pero las circunstancias antes mencionadas no lo permitieron.

No se podía aspirar al equilibrio interno, pues el desequilibrio de las finanzas públicas respondía a las condiciones políticas propias del país y su solución estaba claramente fuera del alcance del BCCR. El Ente Emisor tan solo podía "acomodarse" a este hecho. Por lo tanto, su política se orientó a tratar de neutralizar y compensar los desequilibrios generados por el Gobierno Central. Un poco más de inflación y un poco más de desempleo han sido las válvulas de escape. Así, el BCCR desistió de tratar de poner en orden los elementos fundamentales (*fundamentals*) de la economía.

Desde este punto de vista, el BCCR ha tenido entre manos una tarea más difícil que, por ejemplo, la del Banco Central de Chile. En efecto, en este país las fuerzas políticas sí lograron poner los elementos fundamentales de la economía en orden (Corden, 2002, p. 157).

De hecho, si el BCCR hubiera tratado de disminuir la inflación interna al nivel de la internacional, el costo en términos de menor producción, recaudación fiscal y empleo, habría sido considerable y hubiera impedido, a la vez, alcanzar el equilibrio interno. Además, dicha política habría aumentado, de forma apreciable, la tasa de interés real del colón, con lo cual se exacerban los movimientos de capital hacia el país y fuera de él, en especial los de corto plazo, es decir, los llamados capitales "golondrina" (*hot money*). Así, el BCCR se hubiera visto forzado a echar por la borda uno de los elementos esenciales del nuevo modelo de desarrollo –la apertura de la cuenta de capital– o bien a dejar flotar el colón.

Así las cosas, el BCCR no podía darle prioridad al equilibrio interno sobre el externo. Al respecto, es pertinente recordar la gran polémica en los años veintes en Inglaterra, cuando Keynes se oponía a restablecer el régimen cambiario del *gold standard,* al mismo tipo de cambio con el dólar estadounidense vigente antes de la Primera Guerra Mundial pues ello, según él, generaría un gran desempleo.

Su posición consistía más bien en lograr el equilibrio interno –pleno empleo– y permitir que se devaluara el tipo de cambio de la libra esterlina con respecto al dólar estadounidense.

El BCCR intentó poner mayor énfasis en el equilibrio externo. Esto a sabiendas, como ya lo había explicado Meade, de la imposibilidad de mantener a cabalidad ninguno de los dos equilibrios –interno y externo– sin lograr, simultáneamente, el equilibrio en los dos ámbitos. Dos puntos deben señalarse:

i. El BCCR, como se indicó anteriormente, matizó su posición con respecto a la PPA, mediante las siguientes decisiones:

   - Hacer ajustes necesarios, cada cierto tiempo, en la manera de calcular el índice del tipo de cambio. Por ejemplo, se tomó en cuenta los cambios en la importancia relativa de los países desde el punto de vista del comercio exterior de Costa Rica; asimismo, se excluyen algunos productos, como el petróleo, cuyas variaciones de precio podrían distorsionar el índice.[2]

   - Permitir, en el corto plazo (un año), fluctuaciones del tipo de cambio real para hacer frente a la evolución de la coyuntura internacional. Pero dichas fluctuaciones, se reitera, han sido pequeñas (+3 por ciento a -3 por ciento) y temporales.

   - Mantener, en lo que le concernía, una política económica tal que los agentes económicos tuvieran confianza en la Institución. Dos puntos deben mencionarse específicamente: lograr un nivel de reservas monetarias internacionales "satisfactorio" y ejecutar una política monetaria y crediticia "razonable".

ii. Tampoco trató el BCCR de lograr el equilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Por el contrario, se consideró

2. Pero no se cayó en la tentación de modificar el procedimiento del cálculo a la luz de las fuertes devaluaciones de ciertas monedas asiáticas, porque, si bien los productos de estos países podían competir en el mercado estadounidenses con los costarricenses, ello permitía, a la vez, que el índice de precios de EE.UU. creciera más lentamente, lo cual aumentaba la devaluación nominal de Costa Rica y compensa así la posición competitiva de sus exportadores.

que un país con el grado de desarrollo de Costa Rica necesita complementar su esfuerzo de ahorro interno con el ahorro externo, lo cual se refleja, precisamente, en el déficit de la cuenta corriente. Esto, claro está, siempre que la IED y los créditos de largo plazo para inversiones públicas y privadas sean las fuentes de financiamiento de dicho déficit. En otras palabras, el BCCR siempre tuvo presente el tema de la sostenibilidad del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En cuanto a la "trinidad imposible" (cuenta de capital abierta, tipo de cambio nominal fijo y manejo autónomo de la política monetaria), la posición del BCCR ha sido realista y proactiva.

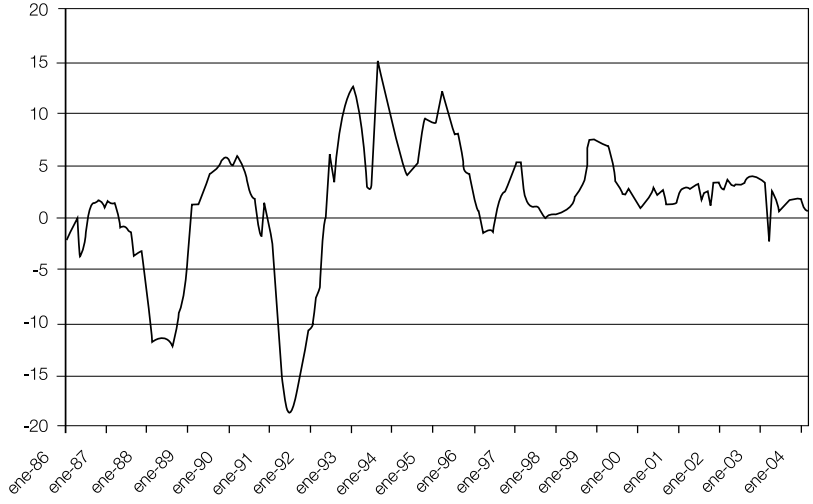
Realista por cuanto no es factible lograr las tres metas simultáneamente. Proactiva porque los tres elementos siempre han estado presentes en la política del BCCR. Por una parte, el BCCR procedió a la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos. Esta se ha mantenido abierta sin titubeos, y se considera un logro esencial del nuevo modelo de desarrollo. Esto fue diferente de lo acontecido en Chile, en donde el Banco Central se vio obligado a establecer impuestos a las entradas de capital –o sea, a interferir con la apertura de la cuenta de capital. Por otra parte, el BCCR mantuvo cierto grado de flexibilidad en cuanto al tipo de cambio nominal, al permitir su devaluación progresiva. Finalmente, el BCCR se reservó un amplio margen de maniobra con respecto a las modificaciones de la tasa de interés, siempre cuidando que el margen con respecto a la de Miami no fuera demasiado amplio (véase el Gráfico 4.4).

Tampoco podía el BCCR aspirar a una trinidad bendita (*blessed trinity*, véase Augusto de la Torre *et al*, 2002) constituida por (1) una moneda nacional de aceptación internacional, (2) flotación del tipo de cambio e (3) instituciones adecuadas. Más bien, las posibilidades del país se acercaban a una trinidad no bendita (*unblessed trinity*), conformada por una moneda no aceptada internacionalmente, fluctuaciones modestas del tipo de cambio e instituciones aun deficientes.[3]

3. El BCCR tampoco podía aspirar a establecer como objetivo de su política alcanzar una determinada inflación (*inflation targeting*), dado el desequilibrio de las finanzas públicas.

GRÁFICO 4.4

DIFERENCIAL EN PUNTOS PORCENTUALES ENTRE LA TASA DE INTERÉS DE SAN JOSÉ Y MIAMI
Enero 1986-febrero 2004



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Así, con sus manos relativamente amarradas y el viento en contra soplando fuerte, dentro y fuera del país, las circunstancias aconsejaban tomar otro camino. En esencia, el BCCR no se enfrentaba ante la alternativa de adoptar una política consistente o una inconsistente, sino que las circunstancias lo obligaban optar por una política relativamente inconsistente bien administrada o por una política inconsistente mal administrada. Se trataba de establecer objetivos mucho más modestos, de menor alcance, más limitados, pero no por ello menos importantes para el futuro crecimiento económico y la distribución del ingreso. Se inclinó por escoger una solución de *second best,* pero de gran trascendencia para la economía costarricense.

Al tomar en cuenta todo lo anterior, lo más aconsejable para el BCCR era seguir otra ruta. Se buscó, en efecto, que los desequilibrios internos y externos de la economía nacional no se fueran de las manos y ocasionaran crisis como la del período 1980-1982. Se trataba de mantener una "cuasi-estabilidad" macroeconómica. Así, en el período 1984-2004, la Institución adoptó como objetivo principal y básico de su política evitar las crisis. Esto implicaba dos cosas:

i. Prevenir los *shocks* de origen interno.

ii. Impedir que, si los *shocks* –internos o externos– llegaran a ocurrir, ocasionaran crisis financieras y económicas generalizadas.

El BCCR consideró que este *second best* implicaba aceptar una inestabilidad macroeconómica relativamente "modesta", compatible con la meta de lograr cierto grado de crecimiento económico, en el entendido que esa meta no podría alcanzarse si volvía a repetirse una crisis –inestabilidad macroeconómica "significativa"– como la de los años 1980 a 1982, cuyos costos sociales y económicos fueron realmente muy elevados.

B. "… lograr la ocupación plena…"

La *Ley Orgánica del BCCR* también le encomienda promover el crecimiento económico del país, mediante la ocupación plena de los recursos productivos del país. El BCCR no podía dejar de lado, completamente, este cometido, para tal efecto adoptó dos enfoques:

i. Como ya se indicó, trató de evitar las crisis generalizadas, pues ellas echarían por la borda la posibilidad de promover el desarrollo económico del país. Esto por razones bien conocidas: la incertidumbre de los agentes económicos, la imposibilidad del cálculo económico y la dificultad de obtener recursos del exterior para complementar el ahorro nacional.

ii. Adoptó, además, un conjunto de medidas cuyo propósito fue crear condiciones propicias para acelerar el crecimiento económico. Tres de ellas revisten especial importancia:

   - la apertura de la cuenta de capital;
   - el fortalecimiento del sistema financiero (liberalización, regulación prudencial y supervisión de intermediarios financieros); y
   - la modernización del sistema de pagos.

   Estas medidas ayudaban a obtener recursos del exterior (¿5 por ciento del PIB?) para complementar el ahorro interno, mejorar la

asignación de recursos de crédito –mediante la competencia entre bancos estatales y privados y la liberalización de las actividades de los intermediarios financieros– y disminuir los costos de las transacciones financieras. Todo ello representaba elementos favorables para el crecimiento económico del país.

Sin embargo, debe tenerse presente que algunas de esas medidas –como la apertura de la cuenta de capital y la liberalización del sistema financiero–, a la vez, creaban riesgos importantes desde el punto de vista de la volatilidad y de la vulnerabilidad de la economía nacional y, por ende, aumentaban la posibilidad de que ocurrieran nuevas crisis generalizadas.

El BCCR decidió asumir un riesgo debidamente calculado, acrecentado también por su posición condescendiente –negligencia benigna– con respecto a la dolarización *de facto* de activos y pasivos, pues consideró que los beneficios y ventajas sobrepasaban los peligros y desventajas. Este tema será analizado, con cierto grado de detalle, más adelante en este capítulo.

C. La credibilidad

Además, para el BCCR era indispensable recuperar la credibilidad, después de la severa crisis del período 1980-1982. Se trataba, en efecto, de una tarea indispensable. El éxito de la política del BCCR dependía de la confianza de los agentes económicos (consumidores, ahorrantes, productores, inversionistas nacionales y extranjeros). Se trataba, en esencia, de que la Institución dejara de ser "la casa de los sustos" (por los cambios bruscos y frecuentes de su política); es decir, que su política fuera coherente, sus objetivos claros y sus reglas de comportamiento conocidas de antemano. Además, el BCCR dejó de pretender ser "el nervio y motor" (propósito de llegar a ser la institución determinante del desarrollo económico del país) de la economía nacional y se dedicó a su cometido fundamental. Si bien el BCCR debía contar con la necesaria discrecionalidad para determinar cuáles instrumentos utilizar y en qué oportunidad usarlos, esa discrecionalidad debía responder a ciertos cánones y reglas. De esta manera, el comportamiento del BCCR podía conocerse antici-

padamente. La confianza en el BCCR dependía de que los agentes económicos creyeran que iba a actuar de determinada manera, dadas ciertas circunstancias.

De hecho, la más preciada contribución del BCCR al proceso de desarrollo económico y a la distribución del ingreso consistía, precisamente, en evitar crisis como la de 1980-1982. El BCCR, más que tratar de hacer frente a las crisis, buscó más bien evitarlas. Así, en el período bajo consideración, el BCCR no pudo cumplir su cometido primordial: lograr la estabilidad macroeconómica en sentido estricto.

4. EL ORIGEN DE LAS CRISIS

Dado el objetivo del BCCR, ante las circunstancias de origen externo e interno imperantes, el proceso de ajuste de sus políticas se ha transformado en una tarea permanente, a fin de evitar que las circunstancias internas y externas llegaran a ocasionar crisis. De hecho, dicho proceso es, a no dudarlo, el principal quehacer del BCCR.

Ahora bien, antes de proceder a analizar cómo el BCCR adecúa sus políticas a sus objetivos más importantes, es necesario indagar cuáles son, concretamente, las principales causas que podrían generar crisis, en el caso específico de Costa Rica.

a) Fenómenos externos e internos que afectan directamente la disponibilidad real de bienes y servicios:

   - **Externos.** Deterioro sensible en los términos de intercambio, originado en aumentos de los precios de las importaciones, como el caso del petróleo, o la caída en los precios de las exportaciones, como el caso del café.

   - **Internos.** Cambios importantes en las cosechas, (banano, café) debidos a fenómenos naturales (sequía, inundaciones).

   Ahora bien, *shocks* de esta naturaleza tienen dos tipos de efectos:

   - Al disminuir el ingreso de los agentes económicos (productores, trabajadores), la demanda efectiva se contrae, con los

consiguientes efectos desfavorables sobre la producción nacional (PIB) y el empleo.

- Al contraerse la demanda efectiva del país, la compra de bienes importados tiende a disminuir; de esta manera se compensa, parcialmente, la caída de las exportaciones o el precio más elevado de las importaciones.

Pero estos *shocks* no tienen por qué generar inestabilidad macroeconómica. Tampoco hay razón para que sus efectos desemboquen en crisis macroeconómicas generalizadas, excepto si el BCCR pretendiera evitar la contracción del PIB y del empleo mediante la emisión monetaria.

La evolución de los últimos veinte años confirma lo anterior. Durante esas dos décadas el país ha experimentado fluctuaciones importantes en los términos de intercambio y en la capacidad para importar, sin desembocar en crisis macroeconómicas generalizadas. El BCCR utilizó sus instrumentos (tasas de interés, tipo de cambio nominal, OMA, endeudamiento externo, nivel de las reservas monetarias internacionales) de manera tal que los múltiples *shocks* de esta naturaleza se han podido absorber sin generar crisis.

b) Fenómenos externos e internos de carácter monetario y financiero que inciden directamente en la situación de la balanza de pagos.

- **Externos.** Se trata de crisis ocurridas en algunos países, que son transmitidas por la vía del contagio a los mercados financieros internacionales. A la memoria vienen las crisis de México, Tailandia y otros países asiáticos, así como las de Turquía, Rusia, Brasil y Argentina. El efecto de estas crisis se nota, sobre todo, en el comportamiento de las tasas de interés en los mercados financieros internacionales y en las condiciones de acceso a esos mercados. Así, el costo del endeudamiento externo aumenta y el flujo de capitales hacia los países en vías de desarrollo disminuye.

- **Internos.** Cuando la política monetaria y crediticia del Banco Central tiende a expandir la demanda interna, ello aumenta las importaciones y disminuye las exportaciones, lo cual genera, frecuentemente, presiones inflacionarias y la consabida inestabilidad financiera, aumentando la demanda de divisas y, por ende, la crisis de balanza de pagos.

Aquí, de nuevo, es importante observar como en Costa Rica no se han dado *shocks* de esta naturaleza. De hecho, la política monetaria y crediticia del BCCR no ha tenido por objetivo incrementar la demanda efectiva interna. Y en cuanto a los *shocks* de origen externo, el BCCR ha podido hacerles frente gracias al uso prudente de sus instrumentos, sin haber generado, por consiguiente, crisis macroeconómicas.

c) Sin embargo, bien podría cuestionarse si algunas de las medidas adoptadas por el Banco Central, así como su comportamiento con respecto a ciertos tópicos, reforzaron el grado de volatilidad y de vulnerabilidad de la economía costarricense y, por lo tanto, aumentaron la posibilidad de generar nuevas crisis.

De hecho, cabe preguntarse, por una parte, si el régimen cambiario de las "minidevaluaciones", la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos y la liberalización del sistema financiero y, por otra, si la postura del BCCR ante el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la dolarización *de facto* y sus pérdidas (déficit cuasifiscal), no han representado hechos cuyas consecuencias han aumentado el peligro de precipitar posibles crisis.

Por consiguiente, es necesario abordar estos temas. A manera de ejemplos, se podría decir que en vez del régimen cambiario de las "minidevaluaciones", se podría haber adoptado uno correspondiente a alguna de las "dos esquinas" (tipo de cambio fijo o tipo de cambio flotante);[4] en lugar de la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos, se propondría utilizar medidas tales como establecer impuestos a los movimientos de ca-

4. La dolarización podría contemplarse también, pero en realidad no se ha planteado como una opción real.

pitales, sobre todo a los provenientes del extranjero, así como impedir a los bancos del extranjero competir en el mercado financiero local; en vez de permitir la dolarización *de facto* de la economía costarricense, podrían haberse tomado medidas para limitar, drásticamente, las operaciones pasivas y activas en moneda extranjera y, en vez de promover la liberalización del sistema financiero, especialmente el bancario, se hubiera podido mantener la situación prevaleciente antes de mediados de los ochentas, en la cual los bancos comerciales privados brillaban por su ausencia, pues los bancos comerciales estatales tenían el control completo del sistema bancario nacional.[5] Además, el BCCR debería haber adoptado ciertas decisiones a fin de eliminar sus pérdidas (déficit cuasifiscal) y reducir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El BCCR siguió un camino diferente, por ello es necesario explicar las razones de su proceder en cada uno de estos campos. Sin embargo, antes es importante dejar claramente establecida la posición del BCCR, para comprender a cabalidad su comportamiento. El BCCR, sin duda, percibió el riesgo más elevado y los mayores peligros que sus decisiones originaban. No obstante, por otro lado, consideró, primero, que los beneficios de algunas de sus medidas sobrepasaban los costos de adoptarlas (el régimen cambiario de las "minidevaluaciones", la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos y el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos) y, segundo, que en otros casos los costos de solucionar determinados problemas resultaban mayores que los de una mayor vulnerabilidad, por ejemplo, la dolarización *de facto* y sus pérdidas (déficit cuasifiscal).

Ahora bien, deben explicarse las razones de lo actuado por el BCCR.

a) **El régimen cambiario.** No hace muchos años los regímenes cambiarios "intermedios" (*in-between*) –según la nomenclatura de Corden (2002)– habían caído en descrédito. Se consideraba que este tipo de regímenes alejados de "las esquinas", eran pro-

5. Además, el Estado tiene el monopolio de los seguros (Instituto Nacional de Seguros) y, hasta hace pocos años, el monopolio de las pensiones mediante el régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la Caja Costarricense de Seguro Social.

pensos a generar crisis recurrentes (Bubula y Otker-Robe, 2003), y por ello puede observarse una clara tendencia de los países a abandonarlos. Sin embargo, debe reconocerse que algunos autores, como Williamson, siempre defendieron otras opciones, como la de las bandas. Pero la ortodoxia, incluida la del FMI, insistía en la necesidad de evitar los regímenes "intermedios" y optar, ya fuera por dejar flotar el tipo de cambio o por fijarlo. Más recientemente la situación se ha modificado: Goldstein (2002) propone una flotación administrada (*managed*) y no solo eso, sino que además deben incluirse otras condiciones (*plus*); Williamson (2000) plantea la opción "BBC" (*band, basket, crawl*) y Kenen (2001) señala que la simple flotación posiblemente no sea la opción adecuada. Para Frankel (1999) "ningún régimen cambiario es adecuado para todos los países o en todas las circunstancias" (*no single currency regime is right for all countries or at all times*). Stanley Fischer (2002), por su parte, reconoce que "los proponentes de lo que se conoce como la posición bipolar probablemente han exagerado su punto de vista para causar un mayor efecto ("*…proponents of what is now known as the bipolar view…probably have exaggerated their points for dramatic effect"*). Finalmente, Calvo y Mishkin (2003) insisten en que para evitar las crisis es más importante poner énfasis en políticas monetarias, fiscales y financieras sanas y en instituciones apropiadas (regulación bancaria y financiera prudencial, disciplina fiscal, política monetaria predecible y apertura comercial), más que en el régimen cambiario.[6]

En el caso de Costa Rica se optó, de acuerdo con la terminología de Corden, por un régimen cambiario estrechamente relaciona-

6. Es conveniente citar textualmente el párrafo final con el cual esos autores concluyen su trabajo: "*Indeed, we believe that the choice of exchange rate regime is likely to be of second order importance to the development of good fiscal, financial, and monetary institutions in producing macroeconomic success in emerging markets countries. Rather than treating the exchange rate regime as a primary choice, we would encourage a greater focus on institutional reforms like improved bank and financial regulation, fiscal restraint, building consensus for a sustainable and predictable monetary policy, and increasing openness to trade. A focus on institutional reforms rather than on the exchange regime may encourage emerging market countries to be healthier and less prone to the crises than we have seen in recent years*".

do con el "*flexible peg*" y el "*passive crawling peg*".[7] Dadas las circunstancias propias del país y los cambios del entorno, el régimen cambiario adoptado tuvo efectos 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 (véase Gráfico 4.3).

- Se impidieron los movimientos internos especulativos contra el colón, incluidos los de los bancos comerciales del Estado, operadores muy grandes dentro del mercado financiero local. Así, dada la simplicidad y predictibilidad, 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.

Ahora bien, el régimen cambiario de las minidevaluaciones también ha generado problemas muy conocidos:

- la inflación "inercial", en el tanto el BCCR "acomode" su política monetaria a la presión sobre precios derivada de la devaluación;

7. Rodrigo Cubero sugiere, más bien, denominar al régimen cambiario costarricense como de metas de tipo de cambio real (*real exchange rate targeting*). Al respecto, véase Montiel y Ostry, 1999.

- 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.

Por ello, 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, de sustituirlo por otro.

b) **Apertura de la cuenta de capital.** Esta medida ha sido muy controversial. Se ha insistido en que su adopción ha sido la causa de crisis macroeconómicas en varios países, con severas consecuencias para la población en general. En Costa Rica, dicha apertura se consideró como una medida de fundamental importancia en el proceso de cambio del modelo de desarrollo económico. En efecto, no solo era necesaria la integración comercial a la economía internacional, sino que también lo era la integración del mercado financiero costarricense a los mercados financieros internacionales.

Si bien la mencionada apertura aparejaba riesgos adicionales, por posibles entradas o salidas masivas de capital, se consideró que sus principales beneficios, citados a continuación, son de gran trascendencia para el país:

- La competencia entre los intermediarios financieros nacionales y los del exterior aumenta, mejorando con ello el funcionamiento del mercado financiero local.

- Los ahorrantes pueden diversificar su cartera de activos y los empresarios hacer lo mismo con la de sus pasivos.

- La apertura ha servido como una clara señal a inversionistas para atraer IED. En efecto, ellos no solo pueden traer fá-

cilmente sus recursos al país, sino que sobre todo, pueden sacarlos sin obstáculos, cuando lo consideren del caso.

- El BCCR ha debido adecuar su política con el fin de evitar aumentos apreciables, y por plazos relativamente largos, de las tasas de interés real en colones, pues ello podría propiciar la entrada de capitales "golondrina".

Dadas estas ventajas, el BCCR no ha considerado del caso adoptar medidas –tales como establecer impuestos a las entradas de capital o acordar trabas de algún tipo a las salidas de capital– que interferirían con la libre movilidad de capitales. Realmente, los beneficios obtenidos han resultado mayores que los riesgos adicionales en los cuales se ha incurrido.

c) **Déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.** Este tema solo puede ser analizado dentro de la perspectiva general del proceso de crecimiento económico del país. Específicamente, Costa Rica tiene un escaso nivel de desarrollo y su evolución demográfica obliga a destinar ingentes recursos a la formación (alimentación, salud, educación) de recursos humanos. Ante tales circunstancias, lo procedente es tratar de complementar el ahorro nacional, tanto privado como público, con ahorro externo, lo cual se refleja en un déficit de la cuenta corriente de su balanza de pagos. No tendría mucho sentido, en efecto, que el país más bien financiara al resto del mundo; es decir, que la cuenta corriente de su balanza de pagos fuera superavitaria. Concretamente, tal como afirma Rogoff (2002), "el verdadero desafío no consiste en reducir el desbalance de la cuenta corriente, sino más bien encontrar cómo financiar de manera sostenible déficit mayores" ("*the real challenge is not to reduce current account imbalances but to find ways to sustain bigger ones*").

Dicho lo anterior, la prudencia debe imperar:

- El déficit de la cuenta corriente debe ser financiado de manera adecuada; es decir, las fuentes de financiación han de ser la IED y los préstamos, públicos y privados, de largo plazo. Así, por ejemplo, un déficit equivalente al 5 por ciento del PIB, financiado correctamente, es menos peligroso que

otro equivalente al 3 por ciento del PIB pero financiado con créditos externos bancarios a noventa días de plazo.

- El ahorro externo no debe destinarse al consumo (pagar salarios o pensiones), sino más bien a la inversión privada y pública. Esto permitirá el aumento de la producción y las exportaciones. Así se generarán los recursos necesarios para financiar las transferencias al exterior (utilidades de entidades privadas e intereses y amortización de la deuda externa, pública y privada).

- El BCCR debe estar preparado para hacerle frente a las fluctuaciones del ahorro externo. Cuando éste disminuye, el BCCR debe tomar con rapidez las medidas del caso (tasas de interés, devaluación nominal, endeudamiento externo), para que sus reservas monetarias internacionales no absorban todo el *shock* y disminuyan a un nivel inconveniente. De no ser así, se corre el riesgo de crear desconfianza en los agentes económicos, lo cual puede llevar a especular contra el colón. Por ello, ante una caída importante del ahorro externo, transitoriamente las reservas monetarias internacionales pueden disminuir y el endeudamiento externo aumentar, pero el peso del ajuste debe recaer en la contracción de la tasa de crecimiento del PIB y del volumen de empleo.

Es a la luz de estas consideraciones que el BCCR ha guiado su conducta, tratando de obtener la máxima contribución posible del resto del mundo al financiamiento del desarrollo económico del país.

d) **La dolarización *de facto*.** El proceso de dolarización de la economía costarricense ha avanzado a un paso acelerado en los últimos años. En la actualidad, aproximadamente el 50 por ciento de los créditos bancarios, sin incluir los de la denominada banca *offshore*, se denominan en dólares estadounidenses. Además, un porcentaje importante de la deuda del Gobierno y del BCCR está denominado en esa divisa. También, numerosas transacciones –tales como alquileres, salarios y ventas–, se llevan a cabo en dicha moneda. Recientemente, debido a esta si-

tuación, muchos autores han puesto el grito al cielo, tanto fuera como dentro de Costa Rica, incluidos funcionarios del FMI. Una vez más, este tema, como otros ya analizados, no puede tratarse si no es dentro del contexto y la evolución específicos de la economía costarricense. Sobre este particular es oportuno mencionar varios puntos:

- **Primero**. Las razones de la dolarización constituyen un tema de especial importancia. En cuanto a la dolarización de activos, deben señalarse dos motivos: por un lado, el recuerdo aún vivo de la crisis del período 1980-1982, el cual induce a no pocos agentes económicos a preferir tener sus activos en dólares estadounidenses y no en colones costarricenses y, por el otro, las tasas de interés reales del "papel" costarricense, denominado en moneda extranjera, han resultado más elevadas que las de aquellos otros denominados en moneda nacional. El argumento es de carácter financiero y no de falta de confianza, pues los agentes económicos costarricenses han adquirido una cantidad considerable de títulos en dólares del Gobierno, del BCCR y de instituciones públicas; es decir, no se han llevado los recursos fuera de Costa Rica. En relación con la dolarización de pasivos del público, su causa principal reside en las menores tasas de interés reales aplicables a los préstamos en moneda extranjera, con respecto a los formalizados en moneda nacional. Muchos proyectos empresariales e inversiones en vivienda se han podido llevar a cabo gracias a la posibilidad de financiarlos en la divisa estadounidense. Por su parte, las tasas de interés en colones se mantienen elevadas como consecuencia de las necesidades de financiamiento del Gobierno y del BCCR, debido a sus respectivos déficit. Así, la dolarización de pasivos del público, en buena parte, es una consecuencia de la precaria situación de las finanzas públicas. La dolarización ha permitido al sector público y al sector privado obtener crédito a un costo financiero muy inferior al que lo hubieran tenido que hacer de haber recurrido sólo al mercado financiero nacional en el tanto que, claro está, no ocurra una devaluación importante del colón.

- **Segundo**. No cabe duda de que si el BCCR se viera forzado a acordar una devaluación nominal considerable (20 por ciento o 25 por ciento) de un día para otro, las consecuencias serían muy serias para el sector público, en vista del monto de la deuda pública externa, y para el sector privado, tanto para los deudores en moneda extranjera, como para quienes tienen activos –bonos del Gobierno y del BCCR– denominados en esa misma moneda, pues su atención no podría cumplirse de acuerdo con los términos originalmente estipulados. Si la crisis de 1980-1982, cuando la dolarización del país era mucho menor que la de hoy, originó muy serias consecuencias, en la actualidad, dado el mucho mayor grado de dolarización, una crisis semejante tendría, sin duda, efectos mucho más severos.

- **Tercero**. En realidad la cuestión clave consiste en preguntarse lo siguiente: ¿bajo qué circunstancias el BCCR tendría que proceder a una devaluación nominal de la magnitud antes mencionada?, y ¿cuáles son las probabilidades de que dichas circunstancias lleguen a darse en la realidad? Ya se ha examinado en esta sección cómo diferentes *shocks* han podido ser absorbidos por el BCCR sin provocar crisis generalizadas. La única causa que pondría en graves aprietos al BCCR –y la cual muy probablemente sí daría origen a una crisis de esa índole– es un ataque especulativo en contra del colón. Concretamente, que el público tomara colones para comprar dólares y llevárselos al extranjero. Es preciso señalar, sin embargo, que el alto grado de dolarización del mercado financiero costarricense limitaría tanto la magnitud como la probabilidad de un ataque especulativo contra el colón.

- **Cuarto**. Debe tenerse presente que dolarización no significa necesariamente un descalce (*mismatch*) de monedas. En una economía como la costarricense, dada la importancia del comercio exterior, existe un amplio margen para una mayor dolarización sin caer en los problemas del descalce de monedas, causantes de gran preocupación para muchos autores. Al respecto, puede consultarse la extensa exposición de Goldstein (2002), sobre este tema.

- **Quinto**. Cabe recordar que el nivel de endeudamiento es elemento clave ante los *shocks* que sufra la economía. De hecho, agentes económicos sin pasivos en monedas extranjeras pueden verse también severamente perjudicados por una fuerte depreciación cambiaria, al menos por dos motivos: la devaluación ocasiona un aumento de la tasa de interés en colones, con lo cual los costos financieros se elevan y, además, la demanda efectiva se contrae, debido al aumento de precios tanto de bienes importados como de aquellos otros producidos localmente. Por otro lado, no debe olvidarse el alto grado de incertidumbre que se creó en los agentes económicos durante el episodio del período 1980-1982.[8] Por eso precisamente, dicha crisis tuvo graves consecuencias, no sólo para los agentes económicos con pasivos en dólares, sino también para aquellos con pasivos en colones. La devaluación vino a exacerbar el impacto de otros *shocks* negativos que habían ocurrido, como el empeoramiento de los términos de intercambio y el aumento de las tasas de interés.

  Por ello, las autoridades a cargo de la regulación y supervisión del sistema financiero, y las encargadas de la concesión de crédito de los intermediarios financieros, han de poner especial atención en el nivel del endeudamiento en general, más que exclusivamente en el posible descalce de monedas.

- **Sexto**. Si se pretendiera reducir drásticamente el grado de dolarización, sobre todo de pasivos privados y públicos, las tasas de interés reales en colones tendrían que aumentar de manera muy apreciable. En efecto, actualmente, una parte de las necesidades de financiamiento del sector público y del sector privado se satisface en el exterior, o sea en moneda ex-

8. Igual acontecería ante un empeoramiento considerable de los términos de intercambio o una disminución drástica de la IED. El efecto recesivo de la devaluación en países en vías de desarrollo se debe principalmente a: (i) baja elasticidad de la oferta exportable (ajuste de los costos de producción, cuellos de botella, escasez de ciertos factores de la producción –como de mano de obra calificada–, mercados de capital poco desarrollados) y (ii) aumento del costo de las inversiones en el mercado local, en vista del mayor precio de los bienes de capital importados.

tranjera. Si esto se impidiera, el mercado financiero nacional representaría la única fuente de financiamiento. El aumento inevitable de las tasas de interés reales en colones podría hacer entonces que la medicina resultara, en las circunstancias propias del país, bastante peor que la enfermedad.

Así las cosas, los riesgos indudables de la dolarización *de facto* que ha experimentado el país, deben verse a la luz de los costos que la no-dolarización hubiera ocasionado en el financiamiento privado y público y, por consiguiente, en el ritmo de crecimiento económico del país.

e) **Las pérdidas del BCCR.** El Banco Central en Costa Rica, contrario a lo que acontece en otros países, desempeña no sólo sus propias funciones monetarias, sino también otras de carácter fiscal. De hecho, la atención de su deuda externa e interna origina, año tras año, pérdidas equivalentes a aproximadamente al 1,5 por ciento del PIB, las cuales forman parte del déficit consolidado del sector público.

Sobre este tema, el BCCR ha hecho varias consideraciones:

- **Primera**, su deuda interna y externa representa un problema esencialmente de carácter fiscal y debe ser tratado como tal; es decir, es parte del déficit fiscal consolidado.

- **Segunda**, el BCCR no dispone de medios para hacerle frente al problema de su deuda interna y externa y, por ende, al de sus pérdidas anuales. La atención de esas deudas debe ser trasladada al Gobierno Central. De esta manera, se lograría, por una parte, que el Banco Central pudiera dedicarse, exclusivamente, a asuntos propios y, por otra, se ganaría transparencia ante el país al aprobar la Asamblea Legislativa, anualmente, el presupuesto nacional de ingresos y gastos.

- **Tercera**, si el BCCR, sin embargo, decidiera utilizar con propósitos fiscales sus instrumentos, aprobados por el legislador para fines monetarios, le causaría grave daño a la economía del país. De hecho, dado el saldo actual de la deuda interna y externa del BCCR, si éste pretendiera reducir sig-

nificativamente sus pérdidas mediante el uso, por ejemplo, del encaje mínimo legal, debería elevarlo a niveles tales que los costos de intermediación se incrementarían de manera muy considerable. Ello incidiría en las tasas pasivas y en las tasas activas de los bancos, lo que, a la vez, tendría efectos importantes en el resto de la economía nacional. Tal es el caso de un aumento del margen de intermediación y, en consecuencia, de una pérdida de competitividad de los productores nacionales.

En resumen, las decisiones del BCCR en relación con el régimen cambiario y la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos y su actitud ante el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, el proceso de dolarización y las pérdidas de la Institución (déficit cuasifiscal), implicaron, a no dudarlo, riesgos adicionales que aumentaron el peligro de nuevas crisis generalizadas. Sin embargo, el entorno en el cual se desenvolvieron las tareas del BCCR durante estas últimas dos décadas, bien justifica su proceder, en vista de los beneficios logrados y los costos que se evitaron.

A manera de conclusión bien pueden mencionarse tres puntos:

i. En el período 1984-2004, el BCCR no podría haber impedido los *shocks* externos de tipo comercial o de naturaleza financiera.

ii. En dicho período, el BCCR no podría haber impedido los *shocks* internos originados en cambios drásticos en la producción nacional, consecuencia, por ejemplo, de fenómenos naturales.

iii. El BCCR difícilmente habría podido evitar una crisis severa, como la de 1980-1982, de haber ocurrido un ataque especulativo en contra del colón.

Con respecto a los dos primeros puntos, el BCCR ha salido bien librado.

Ahora bien, en cuanto al tercero, hay una pregunta clave que se debe responder: ¿de qué dependen los ataques especulativos contra la moneda nacional? Se trata, sin duda, de un tema difícil, por cuanto los elementos extra-económicos juegan un papel, con mucha fre-

cuencia, determinante. Sobre este particular pueden señalarse, entre otros, los siguientes factores:

i. La falta de confianza y credibilidad en la política del BCCR, ya sea porque no se considere bien diseñada, o porque no se crea bien ejecutada. Sobre todo las "ocurrencias" (medidas incoherentes, objetivos contradictorios) convierten al Banco Central en "la casa de los sustos".

ii. Una disminución –más aun si es drástica– de reservas monetarias internacionales, puede llevar a los agentes económicos a perder confianza en la posibilidad de mantener la estabilidad cambiaria.

iii. Las crisis de intermediarios financieros en el país o en el extranjero, que ocasionen contagio o pánico.

iv. Otras causas fuera del control del BCCR, como por ejemplo, marcada inestabilidad política interna, políticas económicas del Gobierno equivocadas, convulsiones sociales en el país, desastres naturales y conflictos internacionales de gran magnitud.

De los factores señalados, el BCCR debe poner especial atención a los tres primeros, pues caen dentro de su ámbito acción.

Por consiguiente, respecto al objetivo básico de evitar las crisis, el BCCR debe tener en cuenta los puntos siguientes:

i. ¿cómo prevenir los *shocks* de origen interno?;

ii. ¿cómo evitar que cuando ocurran *shocks* internos y externos ocasionen crisis?, y

iii. ¿cómo impedir los ataques especulativos en contra del colón?

Estas son las causas del desvelo permanente del BCCR y la razón de por qué su Presidente ¡debe siempre dormir con un ojo abierto!

Quedan así dos preguntas por contestar. ¿Cómo logró el BCCR impedir que los *shocks* internos y externos, tanto comerciales como financieros, cuando se dieron, no desembocaran en crisis? y, de otra parte, ¿cómo se han evitado los ataques especulativos contra el colón?

Las medidas adoptadas con tal propósito y la manera de aplicarlas, es el tema de la próxima sección.

5. LA ACCIÓN DEL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

A fin de evitar los *shocks* e impedir que, cuando ocurrieran, ocasionaran crisis generalizadas, fue necesario para el BCCR tomar diversas decisiones en varios campos relacionados, concretamente, con la utilización de sus instrumentos de política. A continuación se enumeran las principales de ellas.

i. El BCCR cuidó celosamente su autonomía para establecer objetivos y utilizar sus instrumentos (¿cuáles?, ¿cuándo?, ¿con qué intensidad?). La Institución estuvo, sin duda, anuente a dialogar e intercambiar puntos de vista, a oír sugerencias y a suministrar información. Sin embargo, el BCCR fue muy cauto y prudente cuando se trató de coordinar su política con las de otros entes gubernamentales, esto era un terreno mucho más movedizo y peligroso. No se trataba de pretender una independencia mal entendida, pues al fin y al cabo el Ente Emisor forma parte del país, pero sí de establecer los debidos límites a efecto de no permitir injerencias externas en sus decisiones.

ii. El BCCR centró su acción, principalmente, en el uso de instrumentos de carácter indirecto y mucho menos en los de naturaleza directa. Así, el programa crediticio (límites cuantitativos de crédito por actividades para cada banco y fijación de las tasas de interés activas y pasivas), fue sustituido por el programa monetario, basado en operaciones de mercado abierto, modificaciones del tipo de cambio nominal y nivel adecuado de reservas monetarias internacionales. Cuando fue necesario, como en 1998, adoptar medidas de carácter directo en relación con los bancos comerciales del Estado, la responsabilidad salió del ámbito del BCCR y recayó en el Consejo de Gobierno.

iii. El BCCR resolvió que al utilizar sus instrumentos debería asumir los costos de mercado y no forzar a los agentes económicos

a darle un subsidio. Por consiguiente, las operaciones de mercado abierto (OMA) se formalizaron a precios de mercado y se hizo un menor uso de los encajes, porque aunque no tenían costo para el BCCR, sí lo tenían para los intermediarios financieros.

iv. En el caso de los encajes, el Banco Central consideró su uso sólo como instrumento monetario, es decir, para hacer frente a las fluctuaciones de variables monetarias y no como instrumento fiscal, esto es, para financiar el déficit cuasifiscal de la Autoridad Monetaria.

v. Se procedió al fortalecimiento del sector financiero. De hecho, el BCCR eliminó muchas disposiciones y normas restrictivas en cuanto a las cuentas de los activos (tasas de interés, garantías, plazos, comisiones, monedas) y a las de los pasivos (internos, externos, tasas de interés, plazos) de los bancos comerciales. Así, los intermediarios financieros pasaron a cumplir sus propias funciones y a asumir los respectivos riesgos.

Además, se fortaleció, de manera considerable, el sector financiero privado, pues antes las operaciones de la banca comercial habían estado prácticamente sólo en manos de los bancos comerciales del Estado. Era necesario crear un sector financiero privado, para complementar las tareas de los bancos estatales y aumentar la competencia con ellos.

La ampliación del número de intermediarios financieros privados aumentaba los peligros de una mayor volatilidad y vulnerabilidad. Sin embargo, se consideró que desde el punto de vista del desarrollo económico del país, ese riesgo debía asumirse.

La mayor liberalización del sector financiero estuvo acompañada, por otra parte, de una más amplia y completa supervisión y regulación de los bancos comerciales y demás intermediarios financieros. La aplicación, sin muchas contemplaciones, de las disposiciones vigentes por parte del BCCR y del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), ha permitido llevar a cabo el cierre de entidades financieras, privadas y públicas, sin ocasionar crisis bancarias generalizadas, como consecuencia de un eventual proceso de contagio. En el perio-

do 1984-2004 cerraron varias "financieras" privadas (en 1987), seis bancos privados[9] y el banco estatal Anglo Costarricense (1994).

vi. En vez de pretender asumir el papel de "nervio y motor" de la economía nacional, el BCCR prefirió centrar la acción en su cometido principal –o sea, evitar las crisis macroeconómicas. Así, en vez de caer en el peligro de que "quien mucho abarca poco aprieta", el BCCR prefirió seguir el camino de "zapatero a tus zapatos". Para ello fue necesario poner la casa en orden:

- Se eliminó el acceso del Consejo Nacional de Producción (CNP) y de la Corporación Costarricense de Desarrollo (CODESA) al financiamiento del BCCR. Los créditos otorgados a dichas entidades públicas no fueron honrados por ellas, lo cual obligó al BCCR a asumirlas, ocasionándole cuantiosas pérdidas en dólares y en colones.

- La Institución descontinuó la práctica de contratar y administrar líneas de crédito del extranjero, para canalizar los recursos a los bancos comerciales, con el propósito de que le concedieran préstamos al sector privado.

- Se desmanteló la organización administrativa creada dentro del BCCR, con el propósito de promover el crecimiento de determinadas actividades, especialmente en el sector agropecuario (ganadería, algodón, arroz, fruticultura, entre otras).

Dejadas de lado este tipo de funciones, el BCCR pudo, entonces, concentrarse en su principal cometido –evitar las crisis–, y subsidiariamente en otros objetivos, tales como fortalecer el sector financiero y mejorar el sistema de pagos.

9. Los bancos privados que cerraron sus puertas fueron los siguientes: Weeden (1989), Internacional de Exportaciones (BIESA, 1990), Germano (1992), Unión (1994), Cooperativo Costarricense (BANCOOP, 1999), Banco Federado de Cooperativas (1999) y Solidario (2000). Además, el BCCR vio con buenos ojos y propició una serie de compras y fusiones entre bancos privados, lo cual ayudó a consolidar el sector financiero.

vii. El régimen cambiario, basado en un tipo de cambio nominal fijo que había regido en Costa Rica durante varias décadas, sufrió un serio descalabro durante la crisis del período 1980-1982. La devaluación fue muy marcada: el tipo de cambio del dólar estadounidense pasó de 8,60 colones, a más de 45 colones. Reinó la incertidumbre y el régimen se desacreditó.

Ante esta situación, el BCCR se dio a la tarea de establecer un nuevo régimen cambiario para restablecer la confianza. Se optó por el sistema del *crawling peg*, conocido como el de las "minidevaluaciones". Este régimen, en vigencia ya durante veinte años, mostró ventajas importantes.

- Se basa en una regla fija, determinada por el BCCR y de conocimiento público: la devaluación nominal correspondería a la diferencia entre la inflación local y la internacional. La discrecionalidad de las autoridades del BCCR en este campo ha sido muy reducida.

- Los ajustes en el tipo de cambio nominal se llevan a cabo cotidianamente, mediante pequeños ajustes.

- Los agentes económicos entienden el funcionamiento del régimen cambiario, es predecible y, por tanto, pueden corroborar con facilidad su cumplimiento.

- Las desviaciones reales, en un sentido o en otro, han sido relativamente poco significativas. De hecho, tal como se observó en el Gráfico 4.3, tales variaciones se han mantenido dentro de una banda de +3 por ciento y -3 por ciento.

- Los agentes económicos han percibido que las desviaciones no han sido deliberadas, con el propósito de generar rezagos (apreciación real) para ayudar a los importadores y perjudicar a los exportadores, o, al contrario, de propiciar adelantos (depreciación real) para favorecer a los exportadores y desfavorecer a los importadores. En realidad, las desviaciones han sido pequeñas y transitorias.

Por otro lado, el éxito del régimen ha creado sus propios problemas:

- Se genera una cierta inflación "inercial", en el sentido de que los agentes económicos pueden predecir, con bastante certeza, la evolución del tipo de cambio nominal.

- El BCCR asume la responsabilidad de mantener un nivel de reservas monetarias internacionales de rápida disponibilidad, para hacer frente a la demanda de divisas al tipo de cambio nominal. Ello implica un costo para la Institución y la obliga a seguir muy cuidadosamente el comportamiento de esas reservas.

- El BCCR ha debido esterilizar buena parte de los colones emitidos cuando compra divisas a los agentes económicos. Esta esterilización también acarrea costos al BCCR, pues se lleva a cabo mediante operaciones de mercado abierto (OMA), a tasas de interés de mercado.

- Se crea la falsa idea de una estabilidad cambiaria prácticamente permanente, e incluso, hasta se llega a creer que el BCCR no procederá a ajustes "considerables" del tipo de cambio nominal. Esta expectativa equivocada lleva a los agentes económicos a asumir riesgos cambiarios más allá de lo que puede indicar la prudencia.

Por ello, en la actualidad, después de veinte años de vigencia, una de las tareas importantes del BCCR consiste en evaluar el funcionamiento del régimen cambiario, para determinar si es necesario modificarlo o sustituirlo.

viii. Las relaciones financieras externas se modificaron de manera sustancial.

- **Primero**. Fue necesario renegociar la deuda pública externa al alcanzar niveles inmanejables. Atender dicha deuda según los términos originalmente acordados, implicaba una transferencia de recursos nacionales al extranjero de tal magnitud que el desarrollo económico del país se habría pospuesto. La renegociación con el Club de París y con los bancos comerciales del extranjero fue lenta y llena de vicisi-

tudes. Cubrió el largo período de mediados de 1982 hasta comienzos de 1990. La dificultad principal consistió en que los acreedores llegaran a aceptar que el país no atendía sus obligaciones porque no disponía de los medios para hacerlo. Además, la deuda pública externa de Costa Rica no era muy elevada para los acreedores, de manera que para ellos no era un asunto prioritario. Por otro lado, los acreedores tampoco deseaban crear un antecedente con el caso de Costa Rica y luego que otros países deudores pudieran invocarlo cuando renegociaran sus respectivas deudas. Todo ello complicó y alargó la renegociación, hasta que al final, con prudencia y perseverancia, Costa Rica logró su objetivo.[10]

- **Segundo**. El BCCR hizo un gran esfuerzo para superar la condicionalidad cruzada a la cual el país estaba sometido por parte de la comunidad financiera internacional (Club de París, bancos comerciales, AID, BM y FMI). De acuerdo con esta práctica, debía negociarse con todos los actores de manera simultánea ya que las condiciones de algunos de ellos estaban relacionadas y dependían de las de los demás. Se trataba, en efecto, de un sistema de ecuaciones simultáneas en que la solución de una de ellas dependía de la de las demás.

- **Tercero**. En buena medida, el país logró la "independencia" de Washington –específicamente de la AID y del FMI– al dejar de requerir fondos de ninguna de esas dos instituciones. Desde principios de la década de los noventas, la AID dejó de considerar a Costa Rica como uno de los beneficiarios de sus programas y, por otra parte, el país no ha tenido necesidad de suscribir acuerdos de contingencia (*stand by*) con el FMI desde hace ya más de una década –y además le canceló todos los créditos.[11]

10. En su edición del 2 de noviembre de 1989, *The New York Times* consignó este logro en un editorial titulado "*Costa Rica breaks the mold*".

11. El último desembolso que el país hizo de recursos prestados por el FMI fue en 1992.

- **Cuarto**. La estructura de la deuda pública externa experimentó una transformación radical. Tal variación puede apreciarse en el Cuadro 4.3, en el cual se muestra dicha deuda por tipo de acreedor. Según puede observarse, los bancos comerciales, el Club de París y las Instituciones financieras internacionales (IFI) han disminuido su importancia relativa; también, el saldo de las deudas con el BM y el BID se han reducido. Por otro lado, las colocaciones de bonos en los mercados financieros internacionales y los créditos obtenidos del BCIE representan en la actualidad una proporción creciente de la deuda pública externa. Las ventajas de esta evolución residen en la rapidez con que puede obtenerse el financiamiento en los mercados internacionales y en la posibilidad de evitar la condicionalidad cruzada de los acreedores.

CUADRO 4.3

DEUDA PÚBLICA EXTERNA POR TIPO DE ACREEDOR, 1989-2002
Millones de colones o dólares

	1989	1995	1999	2002
Total	**3.800**	**3.259**	**3.056**	**3.338**
Organismos multilaterales	1.191	1.495	1.316	1.242
BID	...	960	902	806
BIRF	...	303	151	93
BCIE	...	151	211	300
Otros	...	81	52	43
Organismos bilaterales	1.068	1.162	741	398
Bancos comerciales	1.472	38	40	64
Bonos	55	558	956	1.633
Proveedores	14	5	5	1

FUENTE: Banco Central de Costa Rica.

- **Quinto**. Se ha evitado el endeudamiento externo excesivo. La lección del período 1980-1982 siempre se ha tenido presente. Luego de esa dolorosa experiencia, el saldo de la deuda pública externa no ha sobrepasado el 20 por ciento del PIB y se ha mejorado su perfil, sobre todo al ampliarse los plazos de vencimiento. Es así como, una vez renegociada la

deuda pública externa con los bancos comerciales y el Club de París, Costa Rica ha cumplido a cabalidad sus compromisos con todos sus acreedores.

ix. El manejo de las reservas monetarias internacionales ha sido causa de desvelo permanente para el BCCR. Evitar las crisis originadas por posibles ataques especulativos contra el colón dependía, en buena medida, de la confianza de los agentes económicos en el régimen cambiario, la cual, a la vez, se relacionaba con un nivel "adecuado" de reservas monetarias internacionales y con un ajuste "aceptable" del tipo de cambio nominal.

En consecuencia, el nivel de las reservas monetarias internacionales llegó a representar, de hecho, uno de los elementos a los cuales el BCCR prestaba más atención. Como regla general, se consideró conveniente: (i) mantener el nivel de las reservas monetarias internacionales en un monto aproximado a tres meses del valor de las importaciones, sin tomar en cuenta las necesidades de divisas requeridas por las empresas de las zonas francas, pues ellas mismas financian sus propias importaciones y (ii) mejorar la administración y manejo de dichas reservas. Sin embargo, se ha estado consciente de la dificultad de determinar el nivel óptimo de reservas monetarias internacionales, sobre todo cuando los movimientos de capital adquieren una importancia creciente, como ha ocurrido en el caso de Costa Rica.

x. Para un país tan pequeño como Costa Rica, integrarse a la economía internacional es un elemento esencial para promover su desarrollo. Ahora bien, esto se refiere no solo a la integración comercial, sino también a la integración financiera. De ahí, la gran importancia de la apertura de la cuenta de capital.

Este ha sido un factor fundamental del nuevo modelo, por cuanto ha permitido a los ahorrantes e inversionistas diversificar sus carteras de pasivos y de activos. Un sistema financiero tan pequeño como el nacional es propenso a la falta de competencia y dificulta poder alcanzar economías de escala, por lo cual la competencia externa juega un papel muy importante. Además, para el país la IED reviste mucha trascendencia, por razones bien

conocidas (nuevas tecnologías, nuevos mercados, etcétera) y, en especial, para el BCCR, al ser la IED una de las principales fuentes de ahorro externo para financiar, de forma sana, el déficit en cuenta corriente. Ahora bien, para atraer la IED, uno de los requisitos determinantes consiste en que el inversionista extranjero y el local puedan llevar a cabo sus movimientos de capital, tanto respecto a su ingreso como a su salida del país, sin ningún tipo de restricciones ni cortapisas y ello se logra, precisamente, mediante una cuenta de capital abierta.

En virtud de lo anterior, el BCCR no ha tomado medidas para interferir con la apertura de la cuenta de capital, como por ejemplo, establecer impuestos a los movimientos de capital foráneo. La Institución ha echado mano a otros instrumentos, pero no a éste.

xi. El BCCR también tomó medidas para mejorar su propio funcionamiento, y para aumentar la transparencia de sus propias operaciones, como lo evidencian los siguientes cuatro ejemplos específicos:

- Se mejoró sensiblemente la metodología para elaborar el programa monetario, así como para controlar su ejecución y evaluar sus resultados.

- Se mejoró el sistema de información del BCCR, tanto el de carácter formal (mejores estadísticas), como el informal (mejores fuentes de información de parte de determinados agentes económicos).

- Se mejoró, de manera muy considerable, el sistema nacional de pagos. Esto ha permitido disminuir el costo de las transacciones y simultáneamente, aumentar la rapidez y la seguridad.

- Se mejoró la administración de las reservas monetarias internacionales y de los pasivos externos, gracias a un acuerdo de asistencia técnica con el Banco Mundial. Se aumentó la rentabilidad, se alargaron los plazos y se prepagó una parte de la deuda externa del BCCR.

El BCCR pudo así: (i) disponer de información más confiable y de mejor calidad, lo cual, a la vez, redundaba en una mejor formulación de la política económica; (ii) disminuir el costo de las transacciones financieras en el país y (iii) reducir sus pérdidas, mediante un mejor procedimiento para administrar los activos y los pasivos internacionales.

En resumen, el BCCR adoptó medidas de dos tipos:

i. Unas dirigidas directamente a evitar los *shocks* y a mitigar sus efectos, cuando ellos se daban, con el propósito de impedir que ocurrieran crisis generalizadas.

ii. Otras que, para efectos prácticos, aumentaban la volatilidad y la vulnerabilidad. Este mayor riesgo se consideró aceptable en vista del efecto positivo de dichas medidas en el crecimiento económico nacional.

6. LAS LECCIONES PRINCIPALES

Veinte años –1984-2004– sin padecer crisis macroeconómicas generalizadas representa, sin duda, un buen *performance*. A pesar de una marcada volatilidad y vulnerabilidad, Costa Rica ha evitado las crisis. De hecho, ha evitado *shocks* internos de origen monetario y bancario y ha adoptado las medidas del caso para impedir que cuando ocurran *shocks*, internos o externos, no ocasionen crisis. ¿Cuáles son los principales puntos que deberían retenerse de esta experiencia exitosa?

i. Establecer los objetivos de manera clara, o sea, no basados en ideologías ni en ocurrencias surgidas de circunstancias –presiones– políticas de corto plazo, sino, más bien, en las características del entorno y de las restricciones existentes, para horizontes más amplios.[12]

12. El "cortoplacismo" es, sin duda, inconveniente, pero a la vez es necesario evitar pretender mirar demasiado lejos en el futuro. En efecto, las posibilidades de predicción son escasas y lo inesperado es lo que ocurre las más de las veces. Véase Keynes (1904), *The Political Doctrines of Edmund Burke* y los comentarios de R. Skidelsky en el segundo volumen de su biografía *John Maynard Keynes, The Economist as Savior,* 1920-1937, (1992), p. 62-63.

Los objetivos de esa naturaleza deben tener ciertas características:

- Pocos. En el caso del BCCR, no más de cuatro.
- Jerarquizables. El BCCR dio prioridad a evitar las crisis.
- Modificables con poca frecuencia.

Evitar las crisis generalizadas fue el propósito primordial durante los veinte años; los demás objetivos (como el de crecimiento económico, apertura cuenta de capitales, liberalización del sector financiero, sistema de pagos, entre otros), si bien importantes, fueron subsidiarios.

ii. Conformar la política del BCCR con base en el uso simultáneo de varios instrumentos. No deben ponerse todos los huevos en un solo canasto, sino proceder, más bien, con base en un *policy mix* (tasas de interés, devaluación nominal, reservas monetarias internacionales, endeudamiento externo, persuasión moral). Así, si uno de los instrumentos o alguna de las medidas no surte el efecto esperado, los demás probablemente sí darán los resultados deseables. Por eso, deben utilizarse varios instrumentos de manera simultánea, ya que conjuntamente se refuerzan y son más eficaces.

iii. Actuar con rapidez a fin de evitar los rezagos. Es necesario impedir la acumulación de problemas. Posponer los ajustes indispensables sólo empeora la situación futura:

- El BCCR se vería obligado a tomar medidas drásticas cuando, después de cierto tiempo, irremediablemente se lleven a cabo los ajustes necesarios y
- se crean condiciones más propicias para que ocurran crisis generalizadas, dada la acumulación de los desequilibrios.

Los ajustes en el uso de instrumentos han de ser frecuentes, pero pequeños y de poca magnitud. De esta manera, las equivocaciones, inevitables de por sí, no ocasionan perjuicios de consideración.

iv. Adoptar un comportamiento predecible. Para los agentes económicos es de mucha importancia conocer de antemano los objetivos del BCCR, los instrumentos que aplicará (y aquellos que no utilizará, aun cuando le sea permitido por la ley), la forma (¿cómo?) en que los pondrá en práctica y la oportunidad (¿cuándo?) de su uso. El BCCR debe evitar las "sorpresas" de fin de semana. Esta es la base de la confianza y credibilidad en el BCCR, lo cual, a la vez, representa la mejor medicina para evitar ataques especulativos contra el colón.

v. Mantener la mayor transparencia posible. El BCCR debe mejorar y aumentar (cantidad, calidad, frecuencia) la información suministrada a los agentes económicos y al público en general sobre una diversidad de tópicos, tales como el nivel y composición de las reservas monetarias internacionales, los vencimientos de la deuda pública (interna y externa), el tipo de cambio real, las pérdidas del BCCR, entre otros.

vi. Insistir en actuar de manera autónoma frente a otras entidades públicas e instancias políticas. Como ya se indicó en la sección anterior, el BCCR, sin duda, debe estar dispuesto a dialogar, a intercambiar puntos de vista, a oír sugerencias y a suministrar la información pertinente. Sin embargo, cuando se pretende la cooperación del BCCR –o la coordinación de su política– con la de otras instituciones, debe ser sumamente cauteloso y prudente, pues se trata de un terreno mucho más movedizo y peligroso.

vii. Reconocer las debilidades del sistema de información. Con frecuencia, fenómenos no medibles son más importantes que otros que sí son mensurables de manera satisfactoria. Así, el BCCR ha reconocido la dificultad de obtener información de buena calidad sobre la IED; el endeudamiento externo privado; las exportaciones de servicios –principalmente las de *software*–; los precios de transferencia de las empresas multinacionales en las zonas francas; la magnitud de los movimientos de capital.

Se ha hecho un gran esfuerzo por mejorar la información sobre estos tópicos, habiéndose logrado un avance significativo. Sin embargo, aún queda un largo camino por recorrer. Esto plantea la necesi-

dad de ejercer cautela cuando se hace referencia, por ejemplo, al déficit de la balanza comercial o al de la cuenta corriente.

El BCCR ha desarrollado un sistema informal de recopilación de datos mediante el acceso a determinados agentes económicos, cuyas opiniones y puntos de vista le ayudan a formarse una mejor idea acerca de la evolución de ciertas variables de la economía nacional.

En resumen, el BCCR debe tener objetivos claros, jerarquizables y relativamente permanentes; su política debe basarse en el uso de un conjunto de instrumentos; como los rezagos no deben permitirse, los ajustes en el uso de dichos instrumentos han de ser frecuentes, pero pequeños; la conducta del BCCR debe ser predecible; los agentes económicos deben disponer de información cada vez más transparente; la interpretación de la información –formal e informal– debe llevarse a cabo con prudencia, dada su calidad; la autonomía debe ejercerse sin titubeos.

Así, el BCCR logró su objetivo básico de evitar las crisis generalizadas gracias a:

i. La aplicación de una política monetaria y crediticia prudente.

ii. El restablecimiento de la confianza y la credibilidad en la Institución.

iii. Que pudo evitar los *shocks* internos de origen monetario, crediticio y bancario.

iv. Que fue capaz de absorber los *shocks* de origen externo –reales y financieros– así como hacer frente al déficit de las finanzas públicas.

Queda claro de la experiencia del BCCR en el periodo 1984-2004 que si los desequilibrios no se van de las manos –es decir, se mantienen dentro de límites razonables– y si el BCCR logra crear una adecuada confianza, mediante una política coherente (objetivos claros, *policy mix,* conocidos de antemano), entonces es posible evitar crisis generalizadas, como la de el período 1980-1982.

Aprender estas lecciones y actuar en consonancia con ellas, ha sido un elemento importante para explicar, en buena parte, cómo el BCCR ha podido cumplir con su objetivo principal durante el período 1984-2004.

7. EL CAMINO POR RECORRER

A pesar de un largo recorrido de veinte años sin crisis, el camino por delante está lleno de obstáculos y de sorpresas desagradables. No es posible dormirse en los laureles. El peligro de enfrentar una próxima crisis ha estado, está y siempre estará ahí, a la vuelta de la esquina. Costa Rica y el BCCR han logrado ir desplazando esa esquina, por así decirlo, en el transcurso del tiempo para evitar crisis generalizadas. Pero ¿hasta cuándo? Es necesario, estar en guardia permanente, ser prudentes, no tomar riesgos desmedidos y redoblar esfuerzos cotidianamente.

Los principales puntos sobre los cuales es indispensable poner especial atención son los siguientes:

i. Mantener una política monetaria y crediticia prudentes.

ii. Asegurar cuanto antes el saneamiento de las finanzas públicas, incluidas las pérdidas del BCCR, pues el nivel ya alcanzado de la deuda pública es inquietante.

iii. Mejorar el sistema de regulación y supervisión de los intermediarios financieros. En especial, es necesario poner énfasis en la supervisión consolidada de los llamados grupos financieros.

iv. Considerar la posibilidad de adoptar, como otro objetivo primario del BCCR, una meta de inflación (*inflation targeting*), lo cual implicaría cambiar el régimen cambiario por uno de flotación.

v. Replantearse el régimen cambiario de las "minidevaluaciones", con el propósito de:

   - adoptar los cambios necesarios, a fin de mejorar su funcionamiento, o bien,
   - considerar la posibilidad de cambiar de régimen cambiario, incluida la alternativa de la dolarización "*de jure*".

vi. Analizar el papel de los bancos estatales y públicos, a la luz de las diversas inquietudes que se han presentado al respecto, por ejemplo, las de Augusto de la Torre (2003).

vii. Ampliar y fortalecer el "blindaje" del BCCR, otorgándole la posibilidad de acudir a fuentes adicionales de recursos financieros externos.

viii. Continuar el mejoramiento del sistema de información del BCCR.

ix. Mejorar el perfil de los pasivos del BCCR y del Gobierno, para reducir el riesgo del financiamiento interno y externo.

x. Reducir el costo de la intermediación financiera, sobre todo para las transacciones en moneda local.

En el tanto se logre avanzar en estas áreas, se podrían plantear los objetivos del BCCR para los próximos veinte años, de la siguiente manera:

a) Sería indispensable continuar la lucha por eludir las crisis. Así se lograría:

   - Evitar el empeoramiento de la distribución del ingreso, debido a la caída de salarios reales y el mayor nivel de desempleo.

   - Evitar la incertidumbre macroeconómica, la cual representa un serio obstáculo para el proceso de desarrollo económico.

b) El BCCR podría aspirar, sin embargo, a mayores logros. Concretamente:

   - Consolidar una plena estabilidad macroeconómica, centrada en:

     – Inflación nacional igual a la internacional.

     – Finanzas públicas saneadas, de manera que el endeudamiento público se utilizaría solo para el financiamiento de inversiones públicas.

  - Eficiente política monetaria, crediticia y cambiaria.

- Contribuir a promover un crecimiento sostenido de la economía nacional mediante:
  - Sistema financiero nacional moderno.
  - Sistema de pagos eficiente.

El BCCR tiene posibilidades de cumplir la parte que le corresponde en esta próxima etapa. Queda por verse si las organizaciones políticas y los agentes económicos del país están también dispuestos a cumplir la suya.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bolaños Z., Rodrigo. (1999). *Costa Rica: the next stage reform without volatility. A report for the IADB.* Banco Interamericano de Desarrollo.

Bubula, Andrea e Inci Otker-Robe. (2003). *Are pegged and intermediate regimes more crisis prone?* IMF Working Paper, WP 03/223. Washington: Fondo Monetario Internacional.

Calvo, Guillermo y Frederic S. Mishkin. (2003). *The mirage of exchange rates regimes for emerging markets countries*. Working Paper 9808, National Bureau of Economic Research

Calvo, Guillermo y Carmen Reinhart. (2000). "Fear of floating", en *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, pp. 379-408.

Corden, W. Max. (1990). Macroeconomic Adjustment in Developing Countries en Maurice Scott and Deepak Lal (eds.), Public Policy and Economic Development. Essays in Honour of Ian Little, 1990, Claredon Press, p. 10-35.

_____. (2002). *Too sensational: on the choice of exchange rate regimes*. Londres: MIT Press.

de la Torre, Augusto. (2003). "El futuro de la reforma financiera en Costa Rica". Videoconferencia en el Seminario "El Futuro de la Re-

forma Financiera en Costa Rica", organizado por la Academia de Centroamérica, San José, 3 diciembre de 2003.

de la Torre, Augusto; Eduardo Levy Yeyati y Sergio L. Schmukler. (2002). *Financial globalization: unequal blessings*. World Bank Policy Research Working Paper 2903. Washington: Banco Mundial.

Eichengreen, Barry. (2002). *Financial crisis and what to do about them*. Nueva York: Oxford University Press.

Eichengreen, Barry y Ricardo Hausmann. (1999). "Exchange rates and financial fragility", en Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, *New challenges for monetary policy*, p. 329-368. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Frankel, Jeffrey A. (1999). *No single currency regime is right for all countries or at all times*. Essays in International Finance, No. 215, International Finance Section, Princeton University.

Fischer, Stanley. (2001). "Exchange rates regimes: is the bipolar view correct?", en *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 50, No. 2 (Primavera), pp. 3-24.

Fischer, Stanley *et al*. (1998). *Should the IMF pursue capital-account convertibility?* Essays in International Finance, No. 207, International Finance Section, Princeton University.

FMI. (1998). *Theoretical and practical aspects of capital account liberalization*. IMF Occasional Papers No. 172. Washington: International Monetary Fund.

Ghosh, Swati R. y Atish R. Ghosh. (2003). "Structural Vulnerabilities and currency crises", en *IMF Staff Papers*, Vol. 50, No. 3, pp. 481-506.

Goldstein, Morris. (2002). *Managed floating plus*. Policy Analyses in International Economics No. 66, Institute for International Economics.

Hidalgo Capitán, Luis Antonio. (2003). *Costa Rica en evolución: política económica, desarrollo y cambio estructural del sistema socioeconómico costarricense (1980-2002)*. San José: Editorial de la Universidad de Costa Rica.

Kaminsky, Graciela y Carmen Reinhart. (1999). "The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems", en *American Economic Review*, Vol. 89, p. 473-500.

Kenen, Peter B. (2001). *The international financial architecture. What's new? What's missing?* Washington: Institute for International Economics.

Krueger, Anne O. (2004). "Meant Well, Tried Little, Failed Much: Policy Reforms in Emerging Market Economics", Roundtable Lecture, Economic Honors Society, 23 de marzo de 2004.

Krugman, Paul. (2000). "Crises: the price of globalization?", en *Proceedings*, pp. 75-106, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Lizano, Eduardo. (1999). *Ajuste y crecimiento en la economía de Costa Rica 1982-1994*. Serie Estudios No. 13. San José: Academia de Centroamérica.

Lizano, Eduardo y Silvia Charpantier. (1986). *La condicionalidad cruzada y la deuda externa*. Serie Comentarios sobre Asuntos Económicos No. 59. San José: Banco Central de Costa Rica.

Lizano, Eduardo y Norberto Zúñiga. (1999). *Evolución de la economía de Costa Rica durante el período 1983-1998: ni tan bien, ni tan mal*. Serie Documentos No. 2. San José: Academia de Centroamérica.

Meade, James E. (1951). *The theory of international economic policy*. Vol. I: "The Balance of Payments". Londres: Oxford University Press.

_____. (1978). "The meaning of 'internal balance'", en *The Economic Journal*, Vol. 88. Reimpreso en Susan Howson, editora, 1988, *The Collected Papers of James Meade, Vol. I: Employment and Inflation*. Londres: Unwin Hyman.

Mendoza, Enrique. (2004). "¿Por qué las economías emergentes deberían renunciar a sus monedas nacionales? La dolarización como un caso de la 'sustitución de instituciones'", en *El Trimestre Económico*, enero-marzo de 2004, pp. 7-41.

Mishkin, Frederic y Miguel Savasta. No. (2001). "Monetary policy strategies in Latin America", en *Journal of Development Economics*, Vol. 66, No. 2, pp. 415-444.

Montiel, Peter J. y Jonathan D. Ostry. (1999). "Real exchange rate targeting in developing countries", en *International Economic Policy Review*, Vol. 1, pp. 3-12.

Mussa, Michael *et al*. (2000). *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy*. IMF Occasional Paper 193. Washington: Fondo Monetario Internacional.

Nurkse, Ragnar. (1947). "La política monetaria internacional y el objetivo de la estabilidad económica", en la obra del autor, 1964, *Equilibrio y crecimiento de la economía mundial*, pp. 92-107. Madrid: RIALPH.

The New York Times. (1989). "Costa Rica breaks the mold", 2 de noviembre.

Prasad, Eswar; Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayhan Kose. (2003). *Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence*. Washington: Fondo Monetario Internacional.

Rogoff, Kenneth. (2002). "Managing the World economy", en *The Economist*, 3 de agosto de 2002, pp. 62-64.

Rogoff, Kenneth *et al*. (2004). *Evolution and performance of exchange rates regimes*. IMF Occasional Papers 224. Washington: Fondo Monetario Internacional.

Schinasi, Garry J. (2003). *Responsibility of central banks for stability in financial markets*. IMF Working Paper 03/121. Washington: Fondo Monetario Internacional.

Streeten, Paul. (2001). *Globalisation, threat or opportunity?* Copenhague: Copenhagen Business School Press.

Tokman, Víctor E. (2003). "Hacia una visión integrada para enfrentar la inestabilidad y el riesgo", en *Revista de la CEPAL*, No. 81, pp. 81-101.

Williamson, John. (2001). *Exchange rate policy in Latin America: the costs of the conventional wisdom*. Santiago de Chile: FONDAD.

_____. (2000). *Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option.* Policy Analyses in International Economics 60. Washington: Institute for International Economics.

V

VEINTE AÑOS SIN CRISIS EN COSTA RICA: EL PUNTO DE VISTA DEL FMI

AGUSTÍN CARSTENS

INTRODUCCIÓN

Es un placer para mí participar en este interesante seminario sobre la economía de Costa Rica, país que tuve el honor de representar en el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) en el periodo 1999-2000, y cuyo desarrollo he seguido desde entonces con gran interés. Quisiera agradecer a la Academia Centroamericana, y en particular a don Eduardo Lizano y a don Francisco de Paula Gutiérrez –ambos buenos amigos y banqueros centrales–, por ofrecerme esta oportunidad de comentar los éxitos que ha cosechado Costa Rica a lo largo de los últimos veinte años y evaluar los retos que deberá enfrentar para mantenerse inmune a las crisis por muchos más. En mi exposición trataré de destilar de la experiencia costarricense, los elementos fundamentales que le han permitido al país navegar por aguas turbulentas sin mayores percances durante las últimas dos décadas y, a la vez, identificar los ajustes a la estrategia que podrían ser necesarios para que los resultados favorables que se han obtenido no solo sean perdurables, sino que se acrecienten en el futuro. Para el FMI este ejercicio tiene un incentivo adicional: identificar las lecciones que podrían ser aplicables a otros países de la región que ciertamente han tenido un desarrollo menos favorable que Costa Rica.

Un principio básico que ha hecho suyo Costa Rica es que el fin último de la política económica es lograr el desarrollo humano. En los últimos 20 años, la pobreza se ha reducido del 40 por ciento de la población a menos del 20 por ciento. La pobreza extrema se ha contraído a la mitad del nivel que tenía en 1990, con lo cual Costa

Rica ya ha alcanzado el primero de los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) y están próximos a alcanzarse otros. De hecho, Costa Rica ostenta los mejores indicadores sociales de toda América Latina y, en algunos casos, los niveles de estos indicadores se acercan a los de los países avanzados. Los niveles de educación son altos y prácticamente toda la población se encuentra alfabetizada. Los indicadores sanitarios son sólidos y la esperanza de vida es alta. Hay amplio acceso a los servicios de salud y agua potable. La degradación forestal se ha controlado y, en términos más generales, se ha hecho de la protección del medio ambiente una de las principales prioridades.

Lo más notable es que este éxito se logró en medio de considerables turbulencias regionales. Costa Rica ha tenido una democracia estable desde 1949 y una larga tradición de gobernar por consenso. No sufrió el tipo de disturbios políticos y civiles que trágicamente echaron por tierra los avances de sus países vecinos, ni su progreso se vio obstaculizado por estos conflictos cercanos. En realidad, Costa Rica trabajó activamente por la pacificación, y el mayor testimonio al respecto es el Premio Nóbel otorgado al expresidente Óscar Arias por el éxito con que vio coronada su labor en pro de la paz en la región.

No cabe duda de que es deseable preservar estos logros y seguir avanzando. Pero, ¿cuál es la mejor manera de seguir adelante? Mantenerse en la misma senda es una opción. Sin embargo, la economía mundial está cambiando, factor al cual el país está obligado a responder, sobre todo a medida que se intensifica su inserción al mundo globalizado. Aun así, conviene comenzar por dar una mirada retrospectiva a la formulación de la política macroeconómica en los últimos 20 años para identificar sus fortalezas y las características fundamentales que le han permitido promover el desarrollo humano y prevenir crisis. Como siguiente paso, podemos identificar cuáles son los aspectos que aún pueden mejorarse y evaluar qué ajustes han de hacerse en la formulación de las políticas en el futuro para atenuar los factores de vulnerabilidad y adaptarse a la evolución de las circunstancias externas.

1. FORTALEZAS DE LA POLÍTICA ECONÓMICA EN COSTA RICA

Como ya mencioné, una de las principales razones del éxito de Costa Rica es que la política económica se ha orientado hacia el desarrollo humano y la cohesión social. Se han satisfecho gran parte de las necesidades básicas de la población, y los niveles de vida han mejorado de manera continua. Los niveles de educación y de calificación de la fuerza laboral son relativamente altos. El sistema jurídico es sólido y la incidencia de la corrupción es baja. Se procura forjar un amplio consenso sociopolítico con respecto a las soluciones de los principales problemas y, por lo tanto, las reformas económicas en general se aplican con perseverancia porque cuentan con el amplio respaldo de la sociedad. Todos estos logros se han conjugado para crear los cimientos en que se sustenta la estabilidad económica, política y social de Costa Rica.

El segundo pilar de la estrategia seguida es que se ha procurado mantener un grado razonable de estabilidad macroeconómica. A decir verdad, los últimos veinte años no han sido tan fáciles: la reactivación tras la profunda recesión de 1982 fue lenta, la inflación se mantiene en niveles comparativamente altos y la economía sigue estando sujeta a los ciclos políticos internos. No obstante, el crecimiento económico se ha reactivado considerablemente en la última década y ha alcanzado un promedio anual de 2,5 por ciento en términos per cápita. El régimen cambiario de deslizamiento controlado ha sido un elemento crucial para anclar las expectativas inflacionarias. Y, evidentemente, Costa Rica no ha sufrido ninguna de las crisis financieras que en muchos otros países han borrado los avances obtenidos después de años de prudente gestión macroeconómica.

El tercer cimiento de la política económica de Costa Rica es su orientación hacia el exterior. La liberalización comercial ha avanzado gracias a la reducción unilateral de los aranceles y a la negociación de acuerdos comerciales. Actualmente, las exportaciones representan un 50 por ciento del PIB, frente a un 30 por ciento del PIB en 1980. Se ha instrumentado una política explícita de atracción de inversión extranjera directa (IED), la cual suele representar más de la mitad de las entradas netas de capital. El gran volumen de co-

mercio exterior y la continuidad de la afluencia de capitales a largo plazo han reducido claramente la vulnerabilidad de la economía costarricense a las perturbaciones de la cuenta de capital.

La liberalización del comercio se ha visto acompañada de ajustes estructurales, en particular el desmantelamiento de políticas de industrialización encaminadas a la sustitución de importaciones, lo que ha estimulado la inversión, el crecimiento de la productividad total de los factores y una considerable diversificación económica. Es pertinente resaltar que ahora la producción agrícola representa poco más del 8 por ciento del PIB, mientras que a principios de los ochentas equivalía a más de la cuarta parte del mismo. El banano y el café antes representaban casi el 60 por ciento del total de exportaciones; hoy en día, menos del 20 por ciento. El sector servicios, por su parte, ha aumentado su participación en el PIB un 50 por ciento. Las exportaciones de alta tecnología representan la cuarta parte del total de exportaciones, y el turismo, alentado por el gran respeto del país hacia el medio ambiente, la sexta parte de dicho total. La mayor diversificación ha propiciado estabilidad en los términos de intercambio del país y ha reducido la vulnerabilidad de la economía a las inclemencias del tiempo, las fluctuaciones en los precios de los productos básicos y otras perturbaciones. Este esfuerzo se verá coronado al entrar en operación el Tratado de Libre Comercio entre Centroamérica y los Estados Unidos (CAFTA), el cual profundizará la integración de Costa Rica en la economía mundial al brindar nuevas oportunidades comerciales y catalizar reformas estructurales.

2. LOS DESAFÍOS POR DELANTE

Hacia el futuro, sin duda habrá que mantener estas características positivas para garantizar el éxito, pero también será necesario mejorar y ajustar el enfoque de las políticas con miras a enfrentar los desafíos que plantea una economía mundial en continua evolución, el CAFTA incluido. Más aún, será importante atender en el futuro próximo algunos desequilibrios que han emergido en años recientes, los cuales han hecho que la economía costarricense se haya vuelto más vulnerable a las perturbaciones externas.

Sé bien que ustedes y las autoridades del país son conscientes de todos estos desafíos, tanto así que ya están en marcha varias reformas importantes para abordarlos. A pesar de ello quisiera esbozar las acciones prioritarias de política macroeconómica que considero más decisivas en el futuro cercano.

Primero, es preciso el fortalecimiento de las finanzas públicas, reducir la inflación a los niveles de los principales socios comerciales y revertir la dolarización del sistema financiero. Permítanme comentar brevemente cada uno de estos puntos:

- **Fortalecimiento de las finanzas públicas:** Pese a que la deuda *externa* ha disminuido considerablemente desde principios de la década de 1980, la deuda pública *total* ha aumentado en los últimos años y en estos momentos representa el 55 por ciento del PIB, el cual es un nivel muy alto para Costa Rica. Por tanto, se requiere una situación fiscal más fuerte a fin de asegurar la sostenibilidad fiscal a mediano plazo y crear el margen de maniobra necesario para contar con la opción de aplicar una política fiscal anticíclica para atenuar perturbaciones adversas al crecimiento. Los avances en este sentido son alentadores. El paquete de reformas fiscales que ahora examina el Congreso ampliaría la base impositiva y eliminaría lagunas tributarias, fortaleciendo la recaudación del gobierno. También se están tomando medidas para contener el crecimiento del gasto público mediante la reducción del grado de indexación de los salarios de la burocracia y la adopción de mejores procedimientos de adquisiciones. Habría que complementar estas iniciativas con otras medidas encaminadas a reforzar la administración tributaria, corregir la práctica de afectar los ingresos a fines específicos, reformar los sistemas de pensiones y mejorar el desempeño de las empresas estatales.

- **Reducción sostenida de la inflación:** En Costa Rica, la inflación anual ha fluctuado entre 10 por ciento y 30 por ciento durante las dos últimas décadas. Por lo menos en el extremo superior de esta escala, es claro que la inflación distorsiona las decisiones de los agentes económicos y puede desacelerar el crecimiento. Peor aún, los costos de la inflación recaen mayoritariamente so-

bre los pobres, quienes carecen del patrimonio necesario que les permita adquirir activos que los proteja contra la inflación. El hecho de que el colón no sea plenamente un buen depósito de valor estimula la desintermediación en moneda nacional y acorta los plazos de los créditos denominados en esa moneda, lo cual abate la capacidad del sistema financiero de contribuir al crecimiento económico. En consecuencia, reducir la inflación a niveles bajos de un solo dígito –y mantenerla ahí– podría abonar al bienestar de la población en Costa Rica. Ahora bien, para conseguir el abatimiento de la inflación se requiere de una mayor congruencia entre las políticas fiscal y monetaria. La consolidación de las finanzas públicas apoyaría decisivamente a la política monetaria y permitiría que ésta se centre más en el objetivo de inflación. La intención de las autoridades de recapitalizar el Banco Central también es de importancia decisiva para alcanzar la estabilidad de los precios, puesto que se cancela uno de los factores principales de expansión monetaria de los últimos años.

- **Reducir la dolarización financiera:** Los depósitos en moneda extranjera de los bancos privados han crecido sustancialmente en años recientes y ahora representan la mitad de la totalidad de depósitos bancarios. Esta tendencia ha aumentado drásticamente la vulnerabilidad de la economía a perturbaciones cambiarias. Para revertir esta tendencia se requerirá una estrategia integral, destinada a mejorar la confianza en el colón y asegurar que se internalicen plenamente los riesgos de la intermediación en dólares. Los elementos clave de esta estrategia serían, entre otros, la consolidación fiscal y una reducción sostenida de la inflación. La reforma del sector bancario también es importante. Abordaré este punto más adelante.

Cada una de estas reformas macroeconómicas rendiría frutos específicos por sí sola. Pero como todas ellas están estrechamente vinculadas entre sí, en realidad deben emprenderse en conjunto. Por ejemplo, es imposible reducir la inflación sin la consolidación fiscal. Y para invertir la tendencia a la dolarización se necesita una tasa de inflación estable y mayor confianza en la moneda propia, lo cual, a su vez, requiere que la situación de la deuda pública sea sostenible.

En segundo lugar, la estrategia planteada por las autoridades para reformar el sistema bancario es una prioridad. La desigualdad creada por el marco de regulación ha inhibido la competencia, contribuido a la expansión de la dolarización financiera y fomentado la creación de bancos *offshore*. Los análisis realizados por el FMI indican que los bancos de Costa Rica son especialmente vulnerables al riesgo cambiario y de tasas de interés. Si bien las autoridades han logrado grandes avances para mejorar la reglamentación y supervisión bancarias desde el 2001, han surgido algunos obstáculos en la ejecución de las reformas, y aún es necesario corregir algunas deficiencias. Para fortalecer al sector bancario habrá que proceder a la reforma del sistema prudencial y de supervisión consolidada a un ritmo más ambicioso, mejorar las prácticas de gestión de la liquidez y del riesgo, y fortalecer el marco de solución de crisis.

Tercero, a largo plazo, podría considerarse la transición hacia una mayor flexibilidad cambiaria. Aunque en el pasado Costa Rica se ha beneficiado de su sistema de depreciación diaria, este régimen es vulnerable cuando se presentan perturbaciones externas, sobre todo teniendo en cuenta el elevado nivel de dolarización financiera. Asimismo, una mayor flexibilidad cambiaria podría facilitar el cambio estructural que se prevé vendrá aparejado a la mayor liberalización comercial. Evidentemente, este cambio tendrá que ser gradual. Primero deben sentarse las bases, creando la infraestructura que necesite el mercado cambiario y emprendiendo reformas macroeconómicas complementarias: deben reducirse el desbalance fiscal y la inflación, y la política monetaria debe reorientarse a la consecución de metas explícitas de inflación, convirtiéndose en el ancla nominal de la economía. Una vez más, todas estas reformas están vinculadas entre sí.

Las fuentes de vulnerabilidad –tal como desbalances macroeconómicos, deficiencias del sector financiero y la rigidez del tipo de cambio– han contribuido a las crisis financieras que afectaron a otros países en años recientes. Abordarlos sin demora y de forma coordinada y secuencial ayudará a garantizar que Costa Rica continúe disfrutando de la estabilidad y mejorando los niveles de vida de la población. La búsqueda de consenso es una tradición importan-

te que le permite al país identificarse con los programas y fomentar la cohesión social, pero el proceso debe llevarse a cabo de tal manera que no retrase la adopción de decisiones legislativas o ejecutivas importantes. En muchos otros países, han sido las crisis las que impulsaron a emprender nuevas reformas. Estoy seguro que todos estaríamos de acuerdo en que eso no debe suceder en Costa Rica. Sin duda, ciertas reformas pueden interferir con los intereses de algunos grupos, pero en su conjunto servirán para que a la larga la economía de Costa Rica tenga una mayor capacidad de crecimiento, en beneficio de su población. Lograr la aceptación de un ambicioso programa de reformas integrales y generar el consenso necesario para que avance a buen ritmo es la prioridad más urgente.

3. A MANERA DE CONCLUSIÓN

Para finalizar, quisiera referirme brevemente a la función que el FMI desempeña en Costa Rica. Creo –y espero que coincidan conmigo– que el FMI y Costa Rica han mantenido tradicionalmente un diálogo muy constructivo sobre la evolución económica, las prioridades y la ejecución de las políticas. Durante la última consulta del Artículo IV, que concluyó en el Directorio del FMI el 2 de julio, hubo un notable acuerdo en torno a las fortalezas y desafíos de Costa Rica y un fructífero intercambio de opiniones sobre el alcance y el ritmo de las reformas necesarias. En los últimos años, Costa Rica también ha recibido una variada gama de asistencia técnica. Nuestro objetivo es ser un socio clave en el análisis de las prioridades y en la ejecución de los planes de Costa Rica, a fin de garantizar el crecimiento sostenible, capitalizar el excepcional historial del país en lo que respecta al progreso social y aprovechar al máximo las ventajas de su integración a la economía mundial. Muchas gracias.

VI

COSTA RICA: VOLATILIDAD MACROECONÓMICA Y VULNERABILIDAD

EDUARDO MÉNDEZ QUESADA Y ÁLVARO SOLERA RAMÍREZ*

1. ASPECTOS GENERALES

Las últimas dos décadas del siglo XX se caracterizaron por la ocurrencia de crisis económicas diversas en todo el mundo. Durante los años ochenta destaca la crisis generalizada de la deuda externa en los países latinoamericanos, cuyos efectos hicieron que se acuñara el término de "*década perdida*" del desarrollo para referirse a ese periodo. En los noventas, resalta la falla del Mecanismo Cambiario Europeo entre 1992 y 1993; la gran devaluación del peso mexicano en 1994 y 1995, cuyas consecuencias para América Latina se conocieron como "*efecto tequila*"; y la severa crisis que se extendió a lo largo de muchos países de Asia entre 1997 y 1998, donde después de décadas de un lucido desempeño económico ocurrieron reversiones súbitas de los flujos de capital privado, colapsos financieros y grandes descensos en el valor externo de sus monedas y del PIB. A esos episodios les siguieron las crisis económicas de Rusia y de Brasil en 1998, de Ecuador en 1999, de Turquía y Argentina en 2001 y de Uruguay en 2002.

En sentido general, una crisis puede ser concebida como el resultado –no evitado– de la combinación de un cambio desfavorable (interno o externo, real o supuesto) en alguna variable económica con una situación de vulnerabilidad de la economía. Tales eventos han

* Este documento fue presentado por Luis Mesalles J., Vicepresidente del Banco Central de Costa Rica, en el Seminario "Volatilidad y Vulnerabilidad: El Caso de Costa Rica, veinte años (1984-2004) sin crisis", realizado el 12 de julio de 2004 por la Academia de Centroamérica. Las ideas expresadas en este documento son responsabilidad de los autores y no necesariamente representan la opinión del Banco Central de Costa Rica.

ocurrido tanto en países en desarrollo como desarrollados y han tenido distintos orígenes y consecuencias, pudiéndose distinguir diversos tipos de ellos.

Berg y otros (1999) definen como "*crisis cambiaria*" aquella situación en la que un ataque especulativo contra las reservas monetarias internacionales del banco central obliga a una devaluación importante;[1] en tanto que se denomina "*crisis de balanza de pagos*" a una situación de escasez de reservas para satisfacer las obligaciones externas (problema de liquidez).

Ambos términos se refieren a situaciones en las que un ataque especulativo provoca caídas abruptas de las reservas internacionales, una fuerte devaluación o ambos efectos a la vez, en especial, en presencia de regímenes cambiarios de fijación. Un ataque especulativo "*exitoso*" resultaría en una devaluación importante –o en una depreciación bajo flotación cambiaria obligada–, posiblemente acompañada de una previa pérdida de reservas e incrementos de las tasas de interés. Un ataque "*fallido*" podría resultar en pérdida de reservas o en mayores tasas de interés pero no en devaluación.

Por su parte, una "*crisis bancaria*" ocurre cuando una quiebra o un pánico bancario, ya sea por causas reales o por expectativas, induce a los bancos a suspender la convertibilidad de sus pasivos u obliga al gobierno a intervenir, dando a los bancos asistencia financiera en gran escala. Finalmente, una "*crisis de deuda*" tiene lugar cuando un país no puede hacer frente a sus pagos (problema de solvencia) o cuando los prestamistas creen que existe esa posibilidad y detienen los nuevos préstamos e intentan liquidar los existentes.

Finalmente, se hace notar que las crisis cambiarias y bancarias tienden a ser englobadas bajo el término general de "*crisis financieras*"

1. Algunos autores distinguen entre las crisis cambiarias "clásicas" o "en cámara lenta", que surgen luego de un lapso de gasto excesivo y de apreciación real de la moneda que debilita la cuenta corriente, y las "de nuevo estilo" en las que, en un entorno de liberalización e integración a los mercados financieros externos, surgen dudas en los inversionistas sobre la solidez de algún sector amplio de la economía (público o privado), que desembocan en presiones sobre el tipo de cambio.

dado que implican cambios súbitos y acentuados de los precios o las cantidades de los mercados financieros de bonos, acciones o divisas.

En el plano teórico, según los llamados modelos "*de primera generación*",[2] los ataques especulativos tienden a ocurrir luego de periodos de políticas fiscales y monetarias expansivas que llevan a alta inflación, a la apreciación de la moneda nacional y a grandes desequilibrios externos; en cierto momento, la dirección de los ingresos de capitales se reversa y se inicia una presión de compra de divisas en el mercado cambiario, primero gradualmente y luego en un imprevisto y súbito ataque especulativo final.

Existen también evidencias de que ataques de ese tipo pueden ocurrir aún existiendo niveles altos de reservas, en circunstancias de alto desempleo, un sistema bancario débil y altas razones de deuda pública sobre PIB. Según los modelos "*de segunda generación*" o de "*expectativas auto-cumplidas*", en tales casos puede llegar a ser demasiado costoso para las autoridades implementar las medidas necesarias para defender el tipo de cambio, con base en una política monetaria restrictiva, por los efectos que podrían tener aumentos importantes de las tasas de interés sobre el producto y el empleo y sobre la posición de la banca y las finanzas públicas, optando más bien por abandonar la política cambiaria.

Además, en los eventos más recientes han surgido tres elementos que ayudan a explicar la severidad de la crisis asiática de finales de los noventas y que no están plenamente incorporados en los dos enfoques anteriores: (i) el papel del sector financiero y el de la supervisión bancaria insuficiente en las crisis cambiarias y bancarias simultáneas ("*crisis gemelas*"),[3] (ii) el deterioro de los balances de las

2. Una exposición amplia de esos modelos y de los que se citan adelante se encuentra en Berg, Borensztein, Milesi-Ferretti y Pattillo (1999) y en Pesenti y Tille (2000).

3. Las crisis cambiarias pueden desembocar en crisis bancarias como consecuencia de las contracciones del crédito motivadas por medidas de esterilización monetaria tendentes a mantener la paridad fija o por los efectos de devaluaciones importantes en el deterioro de la posición activa y pasiva de los bancos. Por su parte, las crisis bancarias pueden provocar crisis cambiarias como resultado de financiamientos excesivos del banco central para el rescate de entidades financieras en problemas. Las crisis bancarias tienden a durar más que las cambiarias y tienen efectos más graves sobre la actividad económica.

empresas propiciado por un elevado endeudamiento en moneda extranjera (dolarización financiera) y (iii) la transmisión rápida de los efectos desde un país a otro ("efecto contagio"), generado por un comportamiento de "rebaño" de los inversores en situación de pánico, motivado por expectativas de pérdidas de capital. Las dificultades de explicar la crisis asiática por medio de los enfoques teóricos existentes, han hecho surgir una tercera corriente de modelos explicativos en esa línea.

En el plano empírico, los efectos de las crisis recientes sobre el desempeño y el bienestar de las economías afectadas han renovado el interés de especialistas e instituciones por diseñar sistemas de alerta temprana de crisis, aun cuando, en la mayoría de los casos, tales episodios no han logrado ser pronosticados con suficiente antelación.

El objetivo principal de estos instrumentos ha sido evaluar el grado de fragilidad de la economía a factores detonantes de crisis y prever el momento en que comenzarían a gestarse, con el fin de tomar a tiempo medidas para evitarlos o aminorar sus efectos. No obstante, los métodos propuestos en la literatura internacional no han mostrado aún ser suficientemente exitosos; logran "predecir" las crisis históricas (dentro de la muestra) pero fallan en su objetivo fundamental de alertar sobre crisis futuras (fuera de la muestra), ya que tienden a emitir excesivas señales falsas, tanto de la inminente ocurrencia de situaciones que finalmente no llegan a suceder, como la no advertencia de eventos críticos que sí se concretan.

En general, los sistemas de alerta anticipada se basan en las regularidades sistemáticas que se observan en los datos históricos entre variables asociadas a la formación de crisis, evaluando la capacidad del sistema económico de soportar un choque sin sufrir daños significativos en el producto y el empleo, en la posición del sistema financiero y en la credibilidad en las autoridades económicas o aumentos considerables de los niveles de inflación. Así, usualmente los enfoques dan seguimiento a algún conjunto de variables económicas y financieras que se considera brindan señales anticipadas de una posición de balanza de pagos vulnerable o de un nivel insostenible de tipo de cambio. En otros casos, se aplican métodos estadísticos para predecir la probabilidad de ocurrencia de una crisis cam-

biaria o de balanza de pagos, definida de alguna forma específica y cuantificable, en un horizonte de tiempo relativamente amplio.

Las variables cuya influencia comprueban los distintos modelos son numerosas y diversas y comprenden tanto los fundamentales de la economía como indicadores de desbalances macroeconómicos y elementos que dan visos de fragilidad ante cambios en el entorno o en la percepción sobre el país o la región. Esas variables pueden ser clasificadas en diferentes grupos: (i) mediciones cambiarias, que evalúan la situación del tipo de cambio real con respecto a su tendencia o a su valor promedio en el largo plazo; (ii) medidas diversas de desbalance macroeconómico, tales como el déficit fiscal y el crecimiento del producto; (iii) variables que capturen posiciones externas insostenibles, como son el nivel de reservas, la deuda externa y la magnitud de los déficit en cuenta corriente; (iv) fragilidades del sector financiero (en razón de las dificultades de obtener mediciones se han utilizado los niveles y el crecimiento del crédito interno como indicadores de sobre-apalancamiento); (v) indicadores que reflejan expectativas, como los diferenciales de tasas de interés o el tipo de cambio futuro, y (vi) variables que denotan riesgo de contagio, como puede ser la cantidad de eventos críticos en meses recientes en otros países.[4]

En esa línea, el objetivo de este estudio es identificar las principales áreas de vulnerabilidad de la economía costarricense y proponer, con esa base, un instrumento analítico de detección anticipada de crisis cambiarias. Centrarse en la prevención de ese tipo particular de crisis se fundamenta en la dificultad práctica de elaborar un sistema que contemple toda la diversidad de elementos que podrían desencadenar o agravar una crisis económica y en la premisa de que, bajo un régimen de tipo de cambio controlado, los primeros efectos de una crisis tienden a reflejarse en los resultados del mercado cambiario o en las variables de respuesta del Banco Central (reservas, tipo de cambio o tasa de interés) que definirían una crisis cambiaria. Cambios adversos de gran magnitud en esos parámetros

4. Berg y otros (1999). A manera de ejemplo de esa diversidad de variables, el Cuadro A.1 del Anexo presenta una muestra de los indicadores utilizados en distintos estudios.

serían los detonantes de situaciones críticas más complejas, cuya magnitud final dependería del grado de fragilidad inicial de las áreas más vulnerables, como podrían ser los sectores público y financiero, y de la difusión y retroalimentación de los efectos en las distintas áreas de la economía.

El sistema de alerta de crisis desarrollado siguió la línea de los modelos de elección discreta, tratando de identificar las variables que afectan la probabilidad de que surja una crisis cambiaria en Costa Rica. En razón de la no ocurrencia de situaciones de este tipo en las últimas dos décadas en el país, se definió como "*evento crítico*" el surgimiento de presiones extraordinarias sobre el mercado cambiario reflejadas en caídas de los niveles de reservas internacionales, aumentos de las tasas de interés o de la pauta de ajuste cambiario excesivos, con base en un Índice de Presión del Mercado Cambiario (IPMC). Mediante el empleo de un modelo PROBIT se identificaron las variables que afectarían la probabilidad de ocurrencia de un evento crítico, definido como una presión muy superior al promedio histórico, en un horizonte de doce meses.

Luego de esta introducción, en la segunda sección se exponen las consecuencias generales de la integración comercial y financiera (globalización) sobre economías pequeñas como Costa Rica, especialmente en cuanto a la volatilidad y a la vulnerabilidad ante crisis. En la tercera sección se hace una caracterización breve de la economía costarricense, enfocándose en sus elementos más relevantes y en la cuarta sección se evalúa la evolución de la volatilidad en el mediano plazo con base en el comportamiento de un conjunto de variables macroeconómicas. La quinta sección resalta las áreas donde se concentran los elementos de mayor fragilidad y en la sexta sección se propone y evalúa empíricamente un sistema de alerta temprana de crisis cambiarias, específico para Costa Rica. En la sétima sección se exponen las consideraciones finales del estudio.

2. GLOBALIZACIÓN, VOLATILIDAD MACROECONÓMICA Y VULNERABILIDAD ANTE CRISIS

Existe consenso en que la estabilidad macroeconómica es un determinante importante del crecimiento. Un entorno macroeconómico estable y predecible, con macroprecios correctos, coadyuva a la acumulación de capital físico y humano y al mejoramiento de la productividad, ingredientes básicos del desarrollo en el largo plazo.

En el contexto de las economías emergentes, la estabilidad puede interpretarse como la ausencia de tasas elevadas y variables de inflación y de crisis financieras en el sentido general (incapacidad del sector público de servir sus obligaciones, incapacidad de los bancos de honrar sus obligaciones con los depositantes e incapacidad del banco central para sostener el valor de la moneda). Las políticas más importantes que influencian el comportamiento macroeconómico en cada una de estas áreas son la administración del presupuesto público y de su financiamiento (políticas fiscales y monetarias), las medidas dirigidas al sector financiero y la administración cambiaria. Por su parte, los macroprecios relativos –tasa de interés y tipo de cambio reales– deben guiar correctamente la asignación de la producción y del consumo entre bienes para uso presente y futuro, así como entre bienes transables y no transables, respectivamente.[5]

Un elemento que, se aduce, ha contribuido a la inestabilidad y a la proliferación de las crisis es la complejidad de los efectos de la creciente globalización de los mercados de productos y de capital, por sus implicaciones sobre la volatilidad y el bienestar económico de los países.[6] Aún cuando la relación entre volatilidad y crecimiento

5. Montiel (2003).

6. Desde un punto de vista práctico, la globalización puede ser definida como el proceso de incremento de los flujos de bienes y de capitales entre países, promovido por el desarrollo tecnológico y la desregulación de los mercados internacionales que se ha dado en el mundo desde principios de los años setenta. Las características más relevantes del proceso son: mayor integración comercial, eliminación gradual de los controles de capital, aumento de la inversión de cartera, mayores flujos de capital internacional –especialmente entre países desarrollados–, mercados financieros más desarrollados, tipos de cambio más flexibles y una mayor importancia de los choques petroleros en los ciclos económicos.

no está totalmente clara desde el punto de vista teórico, una mayor volatilidad tiende a incrementar la incertidumbre y reprimir por ello tanto la inversión como el crecimiento.

La globalización tiene claros beneficios. La mayor participación en el comercio y en los mercados financieros internacionales hace que los países tiendan a especializarse en la producción de los bienes en los que tienen ventajas comparativas, promueve una asignación más eficiente del capital y reduce la volatilidad del consumo al permitir que los consumidores se protejan colocando u obteniendo recursos en el exterior.

No obstante, un efecto potencialmente adverso de la integración comercial y financiera para las economías emergentes es la posibilidad de que pueda incrementarse la volatilidad del ciclo económico, por los efectos internos de choques de naturaleza comercial y la exposición a entradas y salidas inestables de capital. Por una parte, la especialización productiva que promueve la apertura comercial puede incrementar la volatilidad económica y la vulnerabilidad ante choques externos que afecten a sectores y actividades importantes ligadas al comercio exterior y, por otra, la mayor integración financiera aumenta las posibilidades de que se magnifiquen las distorsiones del mercado financiero conforme entran y salen los recursos externos, incrementando la volatilidad del producto y de la inversión (además, el grado de vinculación a los mercados financieros influye en los efectos de la política monetaria y fiscal sobre el producto y su variabilidad).

Existe la polémica de si las crisis financieras nacen a lo interno de los países por la situación de los parámetros fundamentales (deficiencias económicas estructurales, políticas o institucionales) o si son los cambios en el desempeño del mercado financiero internacional, que propicia la globalización, los responsables de la aparición de tales crisis.

García y Olivié (2000) sostienen que las causas de la crisis asiática se hallan en una combinación de ambos elementos: si bien los deterioros de los parámetros fundamentales contribuyen a generar eventos críticos, la globalización aumenta la vulnerabilidad financiera, al

elevar la incertidumbre en los mercados financieros internos e incidir negativamente sobre los parámetros financieros de las economías emergentes, en especial, los balances de los bancos. Las autoras concluyen, entonces, que las crisis financieras en las economías emergentes son el resultado tanto de fundamentales no muy sólidos como del desempeño del sistema financiero internacional. Los factores internos y externos hacen a estos países muy susceptibles a cambios en las expectativas sobre la capacidad o la disposición de las autoridades de sostener el tipo de cambio y, con ello, vulnerables a ataques contra la moneda local y crisis financieras. Sostienen que las deficiencias internas son condición necesaria pero no suficiente para que las crisis puedan ser desatadas; junto a las expectativas cambiarias, deben darse ciertas condiciones del entorno financiero internacional para que ocurra el autocumplimiento de esas expectativas. Con base en ello, proponen una liberalización financiera cautelosa, e incluso el control de los ingresos de capital, a fin de evitar el deterioro de los parámetros fundamentales y la entrada en "*zonas de crisis*" pero reconocen que, aún en caso de corregir las vulnerabilidades internas, la economía seguirá expuesta a los fallos de los mercados financieros internacionales.

Con todo, debe tomarse en cuenta que, por sí misma, la situación del sector financiero interno también tiene influencia sobre los ciclos macroeconómicos, puesto que cuanto más desarrollados sean los mercados y las instituciones financieras, más fácilmente la economía puede absorber los choques. Además, la diversificación financiera facilita la reducción de los riesgos y la volatilidad, tanto a nivel micro como macroeconómico.

En ese sentido, Denizer y otros (2000), en un estudio realizado para 70 países durante el periodo 1956-1998 sobre el vínculo entre profundidad y estructura del sector financiero y la severidad de los ciclos económicos, encuentran evidencias que apoyan la hipótesis de que el desarrollo financiero debería reducir la volatilidad macroeconómica. Así, un canal adicional a través del cual el desarrollo financiero puede afectar el crecimiento económico es mediante la reducción de la volatilidad.

Entre los hallazgos más importantes del estudio encuentran que: (i) los países con sectores financieros más desarrollados experimentan menos fluctuaciones en el crecimiento del PIB, el consumo y la inversión; (ii) las características del sector financiero tienen importancia; entre mayor sea la oferta de crédito procedente de bancos con respecto al de otras entidades financieras, menor es la volatilidad del consumo y de la inversión, y (iii) entre mayor sea la oferta de crédito destinada al sector privado, menor es la volatilidad del consumo y del producto per cápita. Ello se atribuye a la mejor administración de riesgos y de manejo de la información que realizan los bancos y al mayor acceso al financiamiento por parte del sector privado.

3. RASGOS SOBRESALIENTES DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE

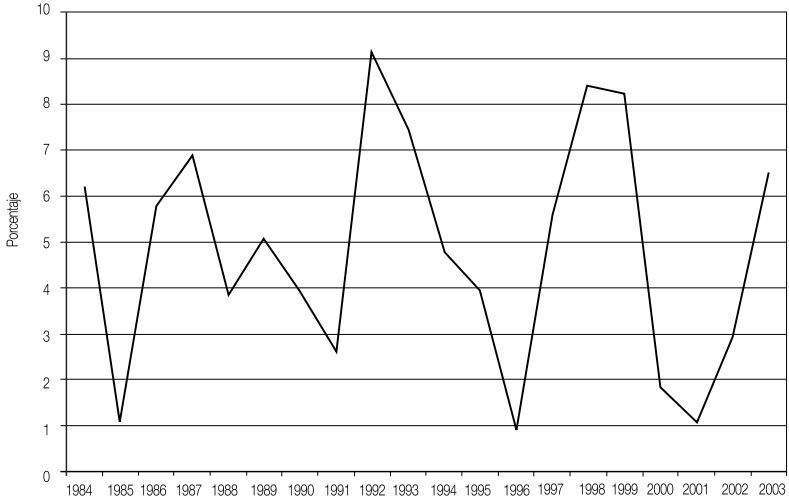
Costa Rica es una típica economía pequeña y abierta. El territorio es de 51.000 kilómetros cuadrados, para el 2003 la población alcanzaba los 4,2 millones de habitantes y su Producto Interno Bruto (PIB) era de US$ 17.500 millones; además, para esa fecha las exportaciones e importaciones de bienes y servicios representaban alrededor del 100 por ciento del PIB. Desde principios de los años noventa abrió su cuenta de capitales.

Las tasas de crecimiento económico han sido moderadas y variables pero positivas desde mediados de los años ochenta y han tenido una tendencia al descenso en años recientes: la variación media ha bajado de 5,5 por ciento en los años noventa a 2,8 por ciento en el lapso 2000 a 2003 (ver Gráfico 6.1).[7]

7. Por su tamaño relativo con respecto a la economía nacional, la entrada en operación de la empresa Intel en 1998 ha añadido variabilidad, principalmente a las tasas de crecimiento del PIB y de las exportaciones.

GRÁFICO 6.1

TASA DE VARIACIÓN DEL PIB ANUAL, BASE 1991
En porcentajes



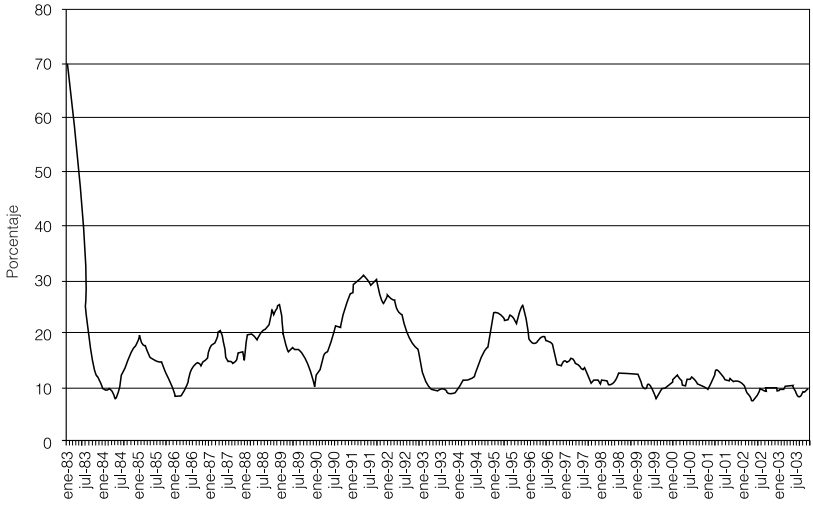
FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica.

Desde el punto de vista de la estabilidad interna, principal objetivo de la Autoridad Monetaria, destaca el proceso de desaceleración de la inflación iniciado desde 1995, año en que la tasa alcanzó el 22,5 por ciento hasta ubicarse en alrededor del 10 por ciento, nivel que parece ser el piso inflacionario de la economía (Gráfico 6.2). A esa desaceleración contribuyeron varios factores: (i) una menor inflación de los principales socios comerciales, (ii) una mayor inserción de economía costarricense en los mercados internacionales, que favoreció una importante entrada de capitales privados principalmente en forma de inversión extranjera directa y de endeudamiento público, lo que alivió las presiones en el mercado de liquidez interno y sobre las tasas de interés, y permitió una acumulación de reservas monetarias internacionales netas, a pesar del persistente déficit de la cuenta corriente, y (iii) una política monetaria que fue generando cada vez más credibilidad, propiciando una mayor convergencia entre las expectativas de los agentes económicos y las metas de la Autoridad Monetaria, componente fundamental del fenómeno inflacionario.[8]

8. Memoria Anual 2003 del Banco Central de Costa Rica.

GRÁFICO 6.2

TASA DE INFLACIÓN MENSUAL INTERANUAL
En porcentajes



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica.

El elevado grado de apertura derivado del proceso de ajuste estructural y de modernización económica que se ha venido implementando desde mediados de la década de los ochentas es un factor que expone a la economía a los choques externos, tanto de naturaleza comercial como financiera. A pesar de ello, la apertura comercial ha ido acompañada de una importante diversificación de las exportaciones, entre las que destacan los ingresos por turismo y otros servicios y los bienes de alta tecnología.[9] Por su parte, las importaciones están relativamente concentradas en las compras de materias primas y de bienes de capital, con un peso relativo cada vez más im-

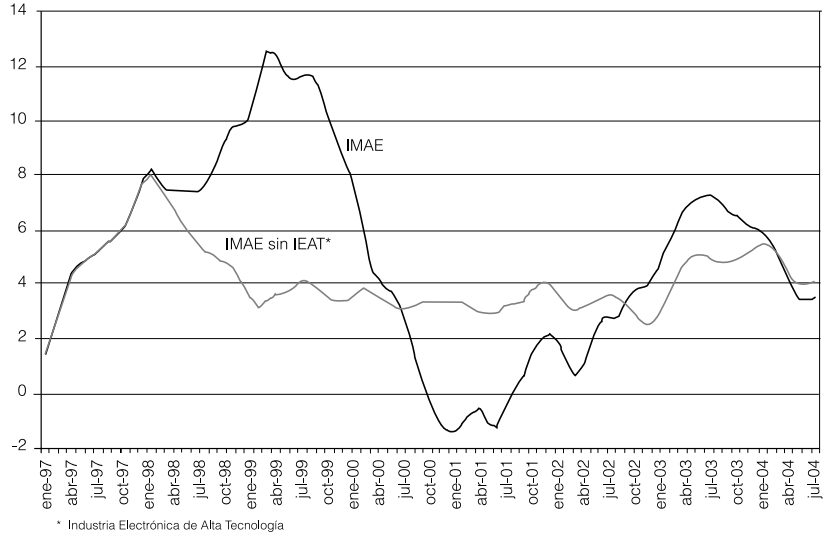
9. El aumento y la diversificación de las ventas externas, tanto en países de destino como en productos, han coadyuvado para reducir la vulnerabilidad del sector externo ante fluctuaciones de demanda externa y de producción doméstica. Bolaños (1999) afirma que esos elementos han reducido la volatilidad de la tasa de crecimiento de las exportaciones reales y del producto y han propiciado que se den menores efectos sobre el ingreso nacional procedentes de choques de términos de intercambio. Además, han disminuido los efectos de las fluctuaciones en la actividad económica de los socios comerciales tradicionales sobre el comercio externo y el producto.

portante de las compras de las zonas francas y la Industria Electrónica de Alta Tecnología (IEAT).

Las zonas francas, y en particular la industria tecnológica, han provocado incrementos en extremo importantes en las ventas y compras externas y han tenido un efecto significativo sobre la inversión y el producto, aunque sin haberse vinculado de manera significativa con el resto del aparato productivo nacional. El Gráfico 6.3 presenta el impacto de la IEAT (valor agregado de Intel) sobre la actividad económica en Costa Rica.

GRÁFICO 6.3

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (IMAE)
Tasa de variación anual de la tendencia ciclo, en porcentajes



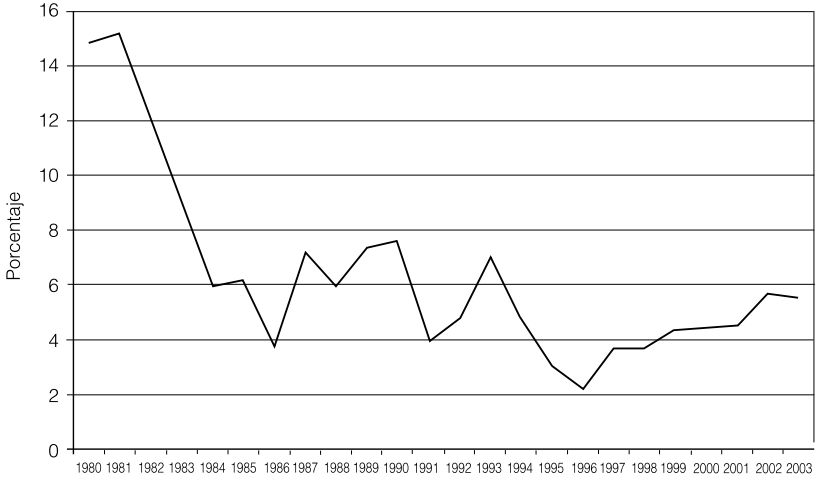
FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica.

Por su parte, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos registró en la década de los noventas una razón media con respecto al PIB de poco más del 4 por ciento, que contrasta con saldos que exceden el 5 por ciento en los últimos años (Gráfico 6.4). A pesar del persistente saldo negativo, se ha logrado una acumulación importante de reservas monetarias internacionales que han fluctuado entre 3, 5 y 4 meses de importaciones (sin tomar en cuenta las realiza-

das por los regímenes especiales) entre 1999 y 2003, como se aprecia en el Gráfico 6.5.

GRÁFICO 6.4

DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS RESPECTO AL PIB
En porcentajes

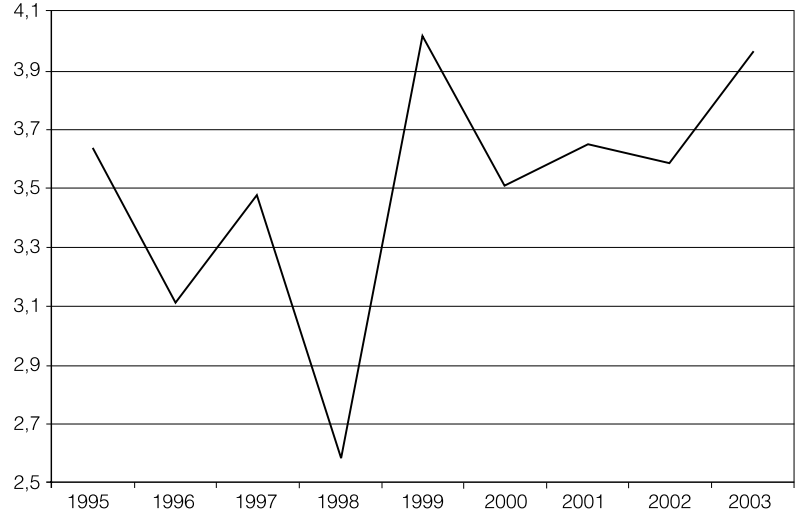


FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica.

En el financiamiento del desbalance ha venido aumentando la participación de los flujos de inversión extranjera directa, en contraste con el predominio de los recursos provenientes de préstamos, como ocurría en la década de los ochentas. A pesar de los descensos registrados luego de los altos niveles del período 1996-1998, la inversión directa financia entre el 60 y el 70 por ciento del desequilibrio. Esa expansión se ha originado principalmente en el establecimiento gradual, desde 1997, de empresas foráneas de relevancia mundial (Intel Corporation, Abbott Laboratories, Procter & Gamble Company). La importancia de la IED en el PIB se presenta en el Gráfico 6.6.

GRÁFICO 6.5

MESES DE IMPORTACIONES FINANCIABLES
CON RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)*

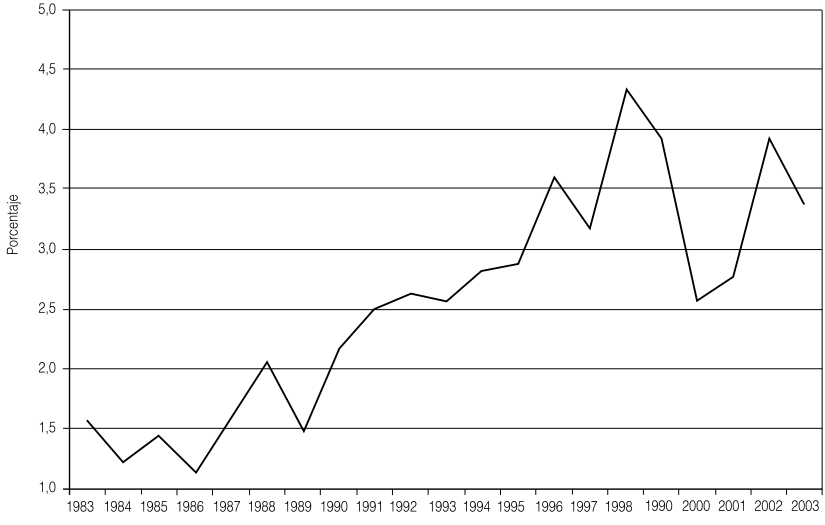


* Excluye las importaciones de materias primas de los regímenes de Perfeccionamiento Activo y de Zonas Francas.

FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica.

GRÁFICO 6.6

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA CON RESPECTO AL PIB
En porcentajes



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica.

Como complemento de las medidas para lograr una mayor apertura comercial y la desregulación económica, a inicios de la década de los noventas se hicieron cambios importantes hacia la liberalización financiera. Desde principios de 1992 se tomaron medidas que buscaban la apertura formal de la cuenta de capitales de la balanza de pagos y se eliminó la centralización de las divisas en el Banco Central, al permitirse la participación de agentes autorizados por el Banco en la comercialización de divisas.

Sin embargo, bajo el régimen de minidevaluaciones, vigente desde principios de los años ochenta, existe un elevado control de las operaciones cambiarias por parte del Banco Central.[10] Tanto las disposiciones reglamentarias en materia cambiaria como el hecho de que las operaciones cambiarias del sector privado sean predominantemente superavitarias, obligan a la Autoridad Monetaria a absorber, al cierre de cada día, los excesos o cubrir los faltantes de divisas, con los consecuentes efectos sobre los medios de pago y las reservas monetarias internacionales. En contraste, las transacciones cambiarias del sector público, predominantemente deficitarias, son atendidas por el Banco Central.

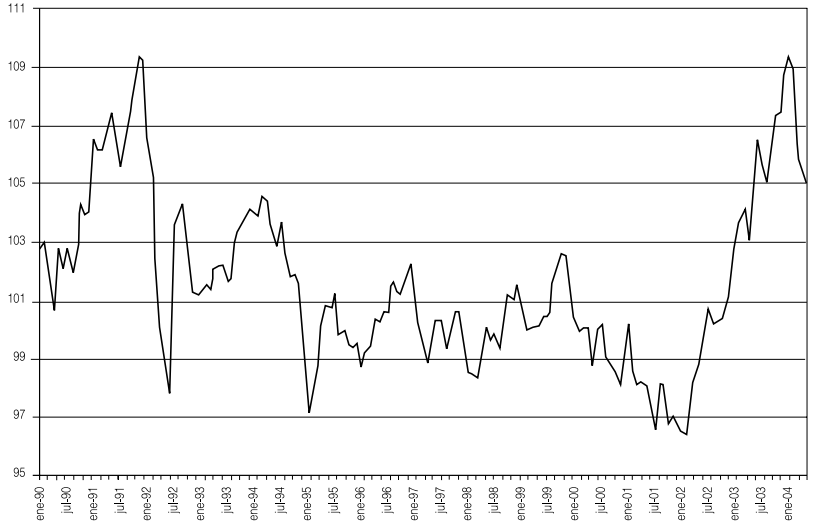
A pesar de las críticas que se hacen usualmente a sistemas cambiarios intermedios de fijación suave, como el utilizado por el Banco Central de Costa Rica desde hace dos décadas, el desempeño de la economía durante este periodo da pie para afirmar que el balance neto de las acciones llevadas a cabo por el Banco Central en materia cambiaria ha sido positivo. Aunque no haya consistencia entre la

10. Hasta finales de la década de los setentas prevaleció en Costa Rica un régimen de tipo de cambio fijo, caracterizado por esporádicas devaluaciones y en algunas ocasiones por la aplicación de tipos de cambio múltiples. El sistema de minidevaluaciones vigente desde principios de los años ochentas se basó en sus inicios en la fijación cambiaria y en la centralización de las divisas en el Banco Central. A partir de marzo de 1992, se estableció un mecanismo que da mayor participación a los agentes privados, aunque siempre bajo el control de la Autoridad Monetaria. El Banco influye de manera directa e indirecta en el valor de la divisa con el objetivo de que mantenga un nivel real relativamente constante fundamentalmente con base en el criterio de paridad del poder de compra; en la valoración de otros fundamentales económicos para fijar la pauta de devaluación, distintos a los diferenciales de inflación con otros países, existe un alto grado de discrecionalidad.

gestión cambiaria y otras políticas económicas, especialmente la fiscal, el régimen de minidevaluaciones ha sido congruente con los objetivos de estabilidad externa e interna de la moneda nacional. Si bien existe influencia del ajuste cambiario sobre la tasa de variación de los precios (*pass-through*), el sistema parece haber cumplido un papel importante como ancla nominal, limitando la discrecionalidad de la política monetaria, a pesar de las presiones ejercidas por los elevados y recurrentes desbalances fiscales que han caracterizado a la economía durante la vigencia del régimen.[11] Además, la política cambiaria ha logrado sus objetivos de mantener la competitividad de los sectores ligados al sector externo, evitando apreciaciones reales importantes de la moneda nacional (ver Gráfico 6.7).

GRÁFICO 6.7

ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL MULTILATERAL
1997=100



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica.

11. El régimen ha subordinado a la política monetaria de manera que el Banco Central de Costa Rica ha debido de hacer esfuerzos para diseñar y aplicar medidas monetarias más cuidadosas en concordancia con el mantenimiento del tipo de cambio como ancla nominal.

En cuanto al sector financiero, éste se caracteriza por una estructura oligopólica, poco integrada a los mercados financieros internacionales y con marcada fragmentación, debido a la presencia de una gran diversidad de instituciones financieras, las cuales se rigen bajo distintos marcos institucionales y legales. Paralelamente, coexiste un sistema financiero informal o no regulado, que desempeña alguna labor de intermediación financiera, y en el que sobresale la banca *offshore*, empresas de arrendamiento y factoreo.

El mercado financiero es dominado por entidades bancarias de propiedad estatal; no obstante, es notorio el rápido crecimiento de la banca comercial privada[12] y la creciente participación de capital extranjero en las instituciones bancarias. Los márgenes de intermediación con que operan los bancos son elevados en comparación con los estándares internacionales, como reflejo de la reducida competencia internacional e incluso nacional, dado el liderazgo que impone en la industria el peso de la banca estatal.

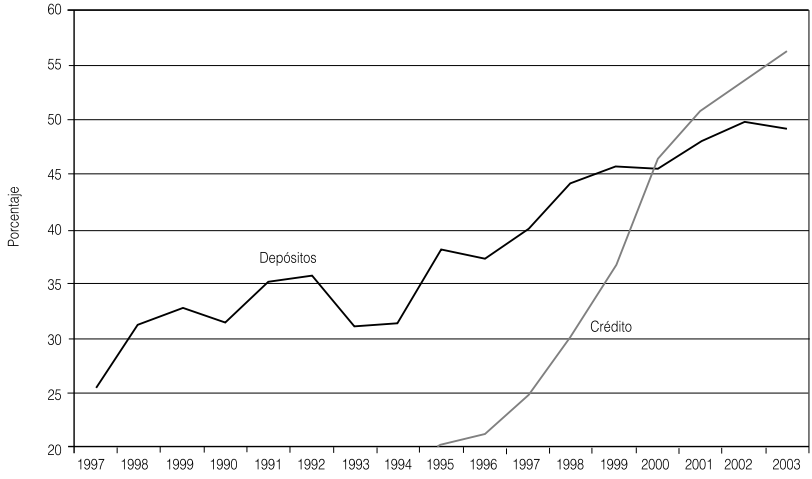
Resalta además la notable expansión de operaciones financieras, tanto activas como pasivas, en moneda extranjera (Gráfico 6.8). Esa importante sustitución monetaria (más del 50 por ciento del total de las operaciones del sistema bancario) imprime una importante vulnerabilidad al sector ante ajustes cambiarios de alguna magnitud, en especial por la proporción de créditos en moneda extranjera otorgados a agentes no generadores de divisas.

En el mercado bursátil, por su parte, más del 90 por ciento del volumen transado corresponde a títulos públicos, con una elevada concentración de operaciones en el corto plazo y un muy bajo porcentaje de transacciones accionarias. Ello se une a las características de negociación en el mercado cambiario, donde se realizan transacciones únicamente de contado, con un número relativamente importante de intermediarios pero con un grado de competencia reducido puesto que el volumen de negociación de divisas está concentrado en unos pocos agentes autorizados.

12. Los bancos estatales cuentan con la garantía gubernamental de los depósitos, lo cual forma parte de los pasivos contingentes del gobierno, en tanto que la mayor parte de los bancos privados cuenta con acceso al redescuento del Banco Central, siempre y cuando cumplan algunos requisitos.

GRÁFICO 6.8

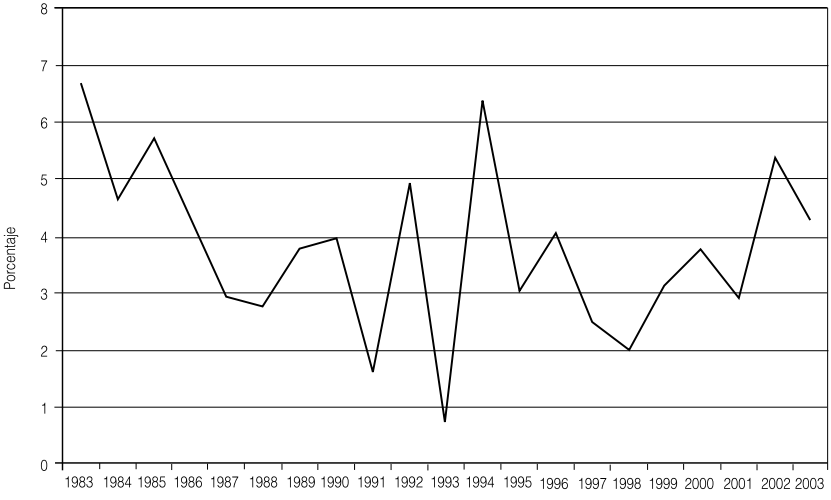
SBN: PARTICIPACIÓN DEL SALDO DE DEPÓSITOS
Y DEL CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA CON RESPECTO DEL TOTAL
En porcentajes



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica.

GRÁFICO 6.9

DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO GLOBAL RESPECTO AL PIB
En porcentajes



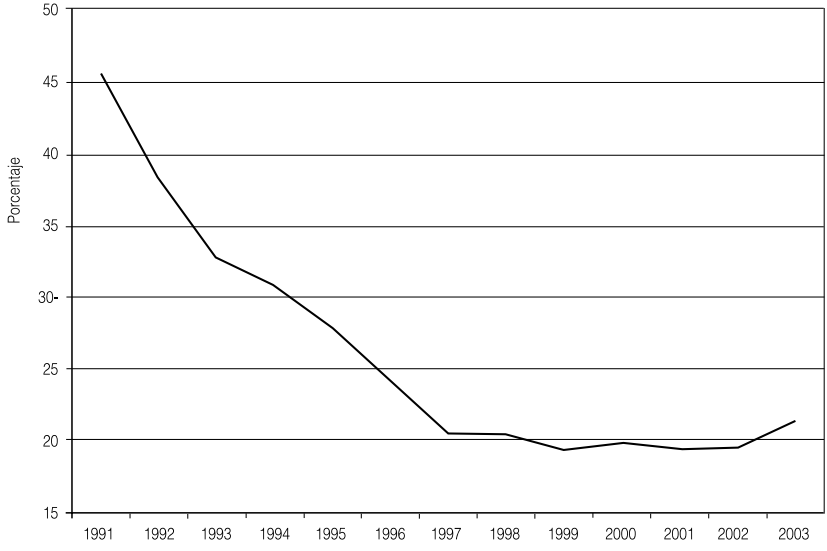
FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica.

Finalmente, en cuanto al sector público, los resultados financieros muestran déficit persistentes, relativamente elevados, como se aprecia en el Gráfico 6.9, que han sido financiados tanto con fuentes internas como externas, lo que ha dado lugar a un crecimiento importante de la deuda nominal del Gobierno; la razón deuda a PIB ha venido en aumento en los últimos años, y ronda en la actualidad el 50 por ciento. Además, el Banco Central de Costa Rica genera anualmente un déficit, de naturaleza cuasifiscal en su origen, del orden del 1,5 por ciento del producto.

Las características estructurales de los gastos e ingresos del gobierno impiden a las autoridades ejecutar políticas anticíclicas. Por el lado de los ingresos, destaca la concentración de la recaudación en impuestos indirectos y la existencia de sistemas de administración tributaria poco eficientes que propician la evasión; además, la evolución de los ingresos fiscales es procíclica con respecto a la actividad económica. A ello se une la inflexibilidad del gasto en la mayoría de los renglones y el peso de los intereses sobre la deuda pública, principalmente la interna. Los esfuerzos realizados en los últimos años para afrontar la elevada deuda interna han puesto énfasis en medidas financieras que disminuyan el costo en el corto plazo y permitan trasladarlo al mediano y largo plazo, incluida la "dolarización" parcial de los pasivos gubernamentales con residentes y no residentes. Pero, aun cuando el Gobierno ha colocado deuda soberana neta en el exterior por US$ 1.750 millones desde 1998, las razones de deuda pública externa con respecto al producto y a las reservas siguen siendo relativamente bajas (ver Gráficos 6.10 y 6.11). La deuda pública externa alcanza en la actualidad algo menos del 40 por ciento de la deuda total del sector público.

GRÁFICO 6.10

DEUDA PÚBLICA EXTERNA CON RESPECTO AL PIB
En porcentajes



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica.

GRÁFICO 6.11

RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS
COMO PROPORCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA
En porcentajes

FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica.

4. VOLATILIDAD MACROECONÓMICA DE COSTA RICA

Los desbalances macroeconómicos fiscales y del sector externo, en un entorno de creciente apertura comercial y financiera, hacen a la economía costarricense vulnerable a variaciones adversas de los términos de intercambio, de la tasa de interés internacional y de la disponibilidad de financiamiento externo, factores que, junto a los efectos de la política económica interna, pueden haber propiciado una mayor volatilidad macroeconómica en el sistema.

Con el fin de determinar cómo ha evolucionado la volatilidad macroeconómica en los últimos años, se realizó una cuantificación estadística de la variabilidad del producto y de algunos componentes de la demanda agregada con datos de periodicidad anual para el lapso 1984-2003, únicos disponibles con año base 1991. El análisis se hizo incluyendo y excluyendo a la Industria Electrónica de Alta Tecnología desde 1998 (IEAT, que representa básicamente el efecto de la empresa Intel), en razón de su importante influencia sobre el producto y el comercio exterior pero su reducida vinculación con el resto de la actividad económica interna. Un ejercicio similar se realizó también para la inflación, la tasa de interés, el tipo de cambio (real y nominal) y las reservas monetarias internacionales pero con periodicidad mensual.

El contraste se hizo para los subperiodos 1984-1995 y 1996-2003, por considerar que desde mediados de la década de los noventas han ocurrido cambios significativos en la economía costarricense con respecto a los años previos, entre ellos, una modificación importante en la legislación bancaria –con la promulgación de la nueva la *Ley Orgánica del Banco Central*–, la aceleración de la dolarización financiera, una importante expansión de la inversión extranjera directa, la incorporación de importantes empresas multinacionales a la economía nacional, la firma de varios acuerdos comerciales (México, Chile, Canadá) y la reanudación de la colocación activa de deuda soberana por parte del sector público.

CUADRO 6.1

COSTA RICA: ESTADÍSTICAS DESCRIPTIVAS DE LAS TASAS DE VARIACIÓN ANUALES DEL PIB Y DE VARIOS COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA EN TÉRMINOS REALES, INCLUYENDO O NO LA IEAT*
Año base 1991, en porcentajes

VARIABLE	MEDIA** (A)		DESVIACIÓN ESTÁNDAR (B)		COEFICIENTE DE VARIACIÓN (B/A)*100	
	1984-1995	1996-2003	1984-1995	1996-2003	1984-1995	1996-2003
PIB real	5,0	4,3	2,2	3,1	44	71
PIB real (sin IEAT)		***3,8***		***1,8***		***49***
Consumo hogares	5,4	2,9	2,5	1,6	47	57
FBKF***	9,1	6,0	10,8	11,0	118	182
Exportaciones	9,3	8,5	6,9	11,6	74	136
Exportaciones (sin IEAT)		***5,2***		***4,3***		***81***
Importaciones	11,1	6,3	7,3	9,3	65	148
Importaciones (sin IEAT)		***4,7***		***7,9***		***167***

* Industria Electrónica de Alta Tecnología. El ajuste se realiza a partir de 1998.

** Promedio simple de las tasas de variación anual.

*** Formación bruta de capital fijo. No se dispone de información ajustada por la IEAT.

FUENTE: Banco Central de Costa Rica.

El Cuadro 6.1 presenta la cuantificación de la volatilidad de los principales agregados macroeconómicos reales con y sin la Industria Electrónica de Alta Tecnología, contrastando la desviación estándar y el coeficiente de variación[13] de los periodos 1984-1995 y 1996-2003, con datos anuales. El Cuadro 6.2 presenta los resultados del ejercicio realizado para algunas variables nominales, el tipo de cambio real y las reservas monetarias internacionales netas, con periodicidad mensual.

13. En el caso de grandes cambios en los promedios de los subperiodos muestrales, la desviación estándar pierde relevancia como indicador de variabilidad debido a la distinta importancia relativa de las desviaciones medias con respecto al promedio. Ello se subsana con el coeficiente de variación definido como la razón de la desviación estándar con respecto al promedio.

Cuadro 6.2

COSTA RICA: ESTADÍSTICAS DESCRIPTIVAS DE LAS VARIACIONES MENSUALES DE ALGUNAS VARIABLES MACROECONÓMICAS

Porcentajes

VARIABLE	MEDIA** (A)		DESVIACIÓN ESTÁNDAR (B)		COEFICIENTE DE VARIACIÓN (B/A)*100	
	1984-1995	1996-2003	1984-1995	1996-2003	1984-1995	1996-2003
Tasa de inflación	1,38	0,87	0,89	0,51	64	59
Tasa básica pasiva **	23,30	18,95	4,92	3,43	21	18
Tipo de cambio nominal	1,05	0,80	1,02	0,16	97	20
Tipo de cambio real	0,12	0,09	1,34	0,81	1.116	840
Reservas internacionales netas	2,68	0,92	15,76	8,03	588	873

* Promedio simple de las tasas de variación mensuales.
** Los estadísticos se calculan sobre el nivel de la tasa de interés.

FUENTE: Banco Central de Costa Rica.

De la información presentada destaca lo siguiente:

i. Los promedios de las tasas de variación de las variables reales y nominales descendieron significativamente en el lapso 1996-2003 con respecto al periodo 1984-1995. Esa disminución es aún más acentuada al sustraer el efecto de la IEAT, dado el impacto positivo sobre la producción y el comercio exterior de la incorporación de la empresa Intel desde 1998 (y sobre la inversión nacional, particularmente en el periodo de instalación).

ii. La volatilidad macroeconómica real ha aumentado de manera importante en los últimos años, en especial en el caso del PIB, la formación de capital fijo y las ventas y compras externas.[14]

14. A pesar de las diferencias metodológicas y cuantitativas, ese resultado es similar al expuesto por Bolaños (1999). Este autor evalúa la volatilidad de Costa Rica para el lapso 1967-1998 con datos anuales, considerando los subperiodos 1967-1980, 1981-1989 y 1990-1998, aunque con la limitación de utilizar datos de la contabilidad nacional que tenían el año 1966 como base. Sostiene que la volatilidad real de Costa Rica en los noventas debe considerarse elevada tanto si se la compara con la registrada durante la década de los años sesentas y setentas como al contrastarla con la de los países desarrollados; asimismo, la volatilidad del PIB no se aparta mucho de la media latinoamericana aun cuando Costa Rica no ha tenido los grandes descensos del producto y el empleo que caracterizaron a las más grandes economías de la región en los noventas. Del

iii. Ese resultado general se mantiene luego de excluir a la IEAT, si bien el incremento de la variabilidad es considerablemente menor (aún cuando la desviación estándar del producto y de las exportaciones desciende, el coeficiente de variación aumenta y; en el caso de las importaciones, ambas mediciones suben).

iv. En contraste, la volatilidad nominal de la economía, evaluada con base en el comportamiento de la variabilidad de la tasa de inflación, la tasa de ajuste cambiario (y del tipo de cambio real) y las tasas de interés, ha disminuido. En ese comportamiento destaca la reducción de la variabilidad cambiaria nominal y real.

v. Sin embargo, los cambios de las reservas monetarias internacionales muestran una mayor volatilidad. Si bien la desviación estándar se reduce, al contrastarla con la reducida tasa media de crecimiento de los años recientes, la importancia relativa de esos desvíos es cada vez más importante, lo que se refleja en un mayor coeficiente de variación. La mayor estabilidad cambiaria parece brindar menor volatilidad nominal a costa de una mayor volatilidad real y un mayor empleo de las reservas internacionales para responder a perturbaciones de la economía.

La literatura reporta resultados en ese mismo sentido para países latinoamericanos aunque no así para naciones desarrolladas.

Por ejemplo, Caballero (2001) sostiene que en las economías más representativas de la región (Argentina, Chile y México) persisten fuentes estructurales de volatilidad a pesar de los esfuerzos realizados por reducir los desbalances fiscales y la indisciplina monetaria, procurar una mayor participación del sector privado y mejorar los marcos regulatorios y de supervisión.

---

análisis de las fuentes de los choques sobre el crecimiento del PIB y de la inversión privada, el autor concluye que la elevada volatilidad del PIB y del crecimiento de la inversión fija del sector privado en los años noventas es el resultado del estrujamiento del sector público sobre el sector privado en los mercados financieros internos, que se dio, en alguna medida, a causa la restricción auto-impuesta por el gobierno, durante gran parte de los años noventas, de no endeudarse en el exterior aun después de haber puesto en orden la situación de su alta deuda externa.

Las reformas no parecen reflejarse plenamente en menores fluctuaciones económicas al menos en el mediano plazo. Según el autor, los dos factores explicativos de esa volatilidad estructural son, por una parte, la existencia de vínculos financieros débiles con el exterior y, por otra, un desarrollo insuficiente de los mercados financieros internos, principalmente para atender a las empresas pequeñas y medianas. Tales elementos refuerzan sus efectos y hacen a las economías poco tolerantes a errores de política, en especial en presencia de otras debilidades que también son usuales en este tipo de países, como son una baja credibilidad en el sistema cambiario y monetario, la existencia de desbalances fiscales, sistemas bancarios frágiles, rigideces en el mercado laboral y un reducido poder del banco central.

En cuanto a los países desarrollados, Buch (2002) reporta que la volatilidad del ciclo económico en la OECD ha tendido a disminuir en las últimas décadas y que esa tendencia ha sido relativamente uniforme para todos los agregados macroeconómicos reales, hallazgo que contrasta con el aumento de la volatilidad de los mercados financieros y cambiarios registrado como resultado de la mayor integración financiera. Los elementos explicativos de la menor volatilidad del ciclo económico que la autora propone son: (i) el mayor desarrollo de los mercados financieros y la reducción de las fricciones financieras y (ii) la mayor efectividad de las políticas macroeconómicas, en especial la monetaria, tras la eliminación de los controles de capitales y la adopción de regímenes cambiarios más flexibles.

Por otra parte, Edwards y Levy (2003), en un estudio sobre flexibilidad cambiaria y capacidad de la economía para absorber choques comerciales, realizado para 183 países con datos anuales de 1974 a 2000, reportan que los países con tipos flexibles se ajustan mejor a choques de términos de intercambio mientras que, en países con regímenes cambiarios más rígidos, los efectos se amplifican y la respuesta de la producción es asimétrica (mayor ante choques negativos que positivos debido a que las rigideces nominales de los precios lleva a ajustes mayores de las cantidades). Además, encuentran apoyo empírico a la hipótesis de que los países con sistemas más flexibles crecen más rápidamente que los de tipo de cambio fijo.

5. ÁREAS DE MAYOR VULNERABILIDAD DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE

Aunque Costa Rica no ha sufrido crisis económicas desde principios de los años ochenta, presenta elementos estructurales e institucionales que han sido propuestos de una u otra forma en la literatura internacional como fuentes de crisis cambiarias y bancarias en otros países. Entre ellas destaca el régimen de fijación cambiaria vigente desde principios de los ochentas, el importante grado de apertura comercial, la creciente integración financiera, la frágil situación financiera del sector público y los riesgos para el sector bancario del elevado nivel de dolarización financiera de la economía.

Esas áreas son especialmente vulnerables a reducciones importantes de las reservas internacionales, elevaciones significativas de las tasas de interés o depreciaciones cambiarias de gran magnitud, los cuales serían reflejo de crisis cambiarias de diversa magnitud ya sea realmente registradas o abortadas por las autoridades. Así, factores que provoquen deterioros en esas variables pueden minar la confianza ganada en los últimos años por las autoridades económicas y desencadenar fuerzas que desestabilicen los sectores que se detectan como más frágiles y, como ha sucedido en otras economías, magnifiquen sus efectos por la vía del contagio al resto de la economía.

Precisamente con el fin de identificar los elementos que puedan suscitar el surgimiento de fuerzas excesivas sobre el mercado cambiario con consecuencias adversas sobre el tipo de cambio, la tasa de interés y las reservas, se diseñó el modelo de alerta de crisis que se presenta en la sexta sección.[15] Seguidamente se exponen los elementos que determinan la vulnerabilidad en las áreas antes mencionadas.

15. Como se verá, se desarrolló un modelo PROBIT para estimar la probabilidad de ocurrencia de situaciones de presión excesiva sobre el mercado cambiario en un futuro cercano, dado el comportamiento de un conjunto de variables que se identificaron como indicadores adelantados de crisis por su influencia en ese mercado.

Un tipo de cambio fijado bajo la modalidad de minidevaluaciones desde 1983

Las crisis económicas que caracterizaron a la década de los años noventa estuvieron relacionadas con la existencia de algún tipo de régimen cambiario fijo o muy controlado. Con esa base, ha surgido el argumento de que las fijaciones suaves o administradas no son sostenibles en periodos largos, en especial en economías muy abiertas a los flujos de capital internacional. Bajo este enfoque "bipolar" se afirma que existe una tendencia en el mundo –y en especial entre los países con una cuenta de capitales abierta– al abandono de tales regímenes intermedios (fijo, minidevaluaciones, banda horizontal o deslizante) hacia los extremos del espectro cambiario, ya sea de fijación dura (dolarización oficial, caja de conversión, unión monetaria) o de flotación (libre o administrada).[16]

Como razón principal de esa preferencia se aduce que las fijaciones suaves son proclives a las crisis y que no son viables a largo plazo, debido principalmente a la llamada "trinidad imposible", esto es, a la situación de recurrente desequilibrio que genera procurar, simultáneamente, (i) una política monetaria activa e independiente –sea con metas monetarias o de tasas de interés–, (ii) libertad de movimiento de capitales –que afecta las tasas de interés internas–, y (iii) un tipo de cambio rígido.

En contraposición a esos argumentos, se sostiene que el movimiento hacia los extremos que parece estarse dando es una falacia, puesto que muchos países que anuncian la flotación de su moneda ejercen en la realidad controles cambiarios importantes ("miedo a flo-

16. La teoría parece aconsejar que ante una elevada movilidad de capitales, rigideces en el mercado laboral, falta de flexibilidad o de sostenibilidad fiscal, poca diversificación económica y alta incidencia de perturbaciones reales se debe aplicar un tipo de cambio relativamente flexible puesto que ello permitiría soportar mejor perturbaciones comerciales o financieras que un sistema muy controlado. Por otra parte, los beneficios de renunciar a la autonomía monetaria por regímenes al estilo de la dolarización plena se centran en la reducción de los costos de transacción, de la inflación y en la eliminación del riesgo cambiario que permiten reducir las tasas de interés y la incertidumbre, fomentar la inversión y el crecimiento.

tar") y que los sistemas extremos también están sujetos a presiones de mercado, como lo demostró el colapso de la caja de conversión en Argentina de fines de 2001, o los movimientos que se dieron en el mercado cambiario brasileño –donde funciona un régimen de flotación– ese mismo año. Además, aún es muy corta la experiencia de países en desarrollo que han sido dolarizados recientemente, como Ecuador o El Salvador, para evaluar su desempeño, en especial ante choques de magnitud importante.

En toda la polémica que gira en torno al complejo tema de cuál es el régimen cambiario más apropiado para cada economía, debe tenerse presente que históricamente el abandono de la paridad cambiaria ha ocurrido en muchos países de manera violenta y sólo ante presiones insostenibles en el mercado cambiario, en cuyo caso la moneda se deprecia abruptamente con costos económicos y sociales elevados. Las graves consecuencias de las salidas de los regímenes de fijación obligadas por el surgimiento de crisis hacen deseable realizar la transición a un régimen menos vulnerable en una forma ordenada y en un periodo de relativa calma.

Una importante integración comercial con el exterior

A pesar de sus efectos benéficos, la apertura comercial y la existencia de déficit de cuenta corriente persistentes hacen susceptible a la economía a lo que suceda en los mercados de exportación y de importación, en particular a la evolución de los términos de intercambio y a la actividad económica mundial. Los efectos dependerían de la duración y magnitud de permanencia de esos eventos y de las condiciones particulares de la economía al momento del choque.

Sin embargo, un elemento que ha tendido a reducir los efectos de cambios en el entorno internacional sobre la economía es la importante diversificación de las exportaciones, tanto en productos como en destinos. Las características de la apertura económica seguida por la economía costarricense desde inicios de la década de los noventas, ha propiciado una significativa expansión del comercio internacional de servicios que estimuló el dinamismo de las ventas al exterior y aumentó la importancia del balance neto positivo del sec-

tor de intangibles de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Los principales rubros que han contribuido a ello han sido el turismo y la actividad asociada con el sector informático (*software*), el procesamiento de información y los servicios empresariales, profesionales y técnicos.

De esta forma, eventos como los problemas de mercado y las significativas bajas de precios de productos otrora importantes, como el café y el banano, e incluso las recientes elevaciones de los precios del petróleo y materias primas, no han tenido consecuencias desestabilizadoras sobre la posición del sector externo.

Una importante integración financiera con el exterior

En los años cincuenta y sesenta apenas se produjeron crisis bancarias en el mundo, debido a la existencia de controles financieros y de capitales. Sin embargo, desde los años setenta, esos eventos se han convertido en fenómenos cada vez más comunes, siendo a menudo acompañados por crisis cambiarias. Las crisis de deuda pueden asociarse tanto a la deuda comercial (privada) como a la soberana (pública), pero generalmente ambas nacen de la percepción del riesgo de que el gobierno pueda incumplir sus obligaciones de pagos, lo que puede dar lugar a una reversión importante de las entradas de capital privado y a una crisis cambiaria.

Esa vulnerabilidad de la economía costarricense ha sido destacada en algunas ocasiones; por ejemplo, Méndez y otros (2001) indican:

> *"Aun cuando el actual sistema de minidevaluaciones ha mostrado ser relativamente exitoso, puede constituirse en un elemento que aumente la vulnerabilidad de la economía ante ataques cambiarios. Acumulaciones importantes de pérdidas por parte del Banco para mantener el compromiso cambiario ante eventuales ingresos de capitales (que el actual régimen de minidevaluaciones promueve) o el alto grado de endeudamiento público y privado en moneda extranjera (que el sistema estimula) pueden erosionar eventualmente la confianza del público en la política y en las instituciones nacionales y provocar presiones cambiarias insostenibles."*

Durante los años noventa, la inversión extranjera directa significó una afluencia importante de recursos para el financiamiento de la economía costarricense, tanto como proporción del PIB como del déficit en cuenta corriente. Ello contribuyó a mantener una posición del sector externo más holgada, permitiendo financiar parte importante del exceso de gasto de la economía. Además, el país pasó de una situación de flujos netos negativos por concepto del endeudamiento público externo en la primera mitad de la década de los noventas y hasta 1996 (incluidos incumplimientos de los compromisos con acreedores externos miembros del Club de París), a flujos positivos y de más largo plazo con las emisiones de bonos soberanos por montos importantes en los mercados financieros internacionales.[17]

Sin embargo, la integración financiera de la economía hace cada vez más difícil separar la deuda interna y la externa para evaluar la vulnerabilidad financiera o la probabilidad de crisis, debido a que cada vez una mayor cantidad de inversionistas extranjeros adquieren títulos de deuda interna y una mayor cantidad de residentes mantiene en sus portafolios bonos de deuda soberana costarricense. Bajo estas condiciones, una crisis de deuda interna puede llevar a una crisis de deuda externa, debido a razones de reputación, y porque los efectos inducidos en el producto, en el tipo de cambio y en el sistema financiero pueden afectar la capacidad para atender el servicio de la deuda (Rojas, 2004).

La mayor integración financiera y la creciente movilidad de capitales aumentan la posibilidad de reversiones súbitas de los flujos en el tanto en que inversionistas internos y foráneos poseedores de deuda del país lleguen a considerar que el riesgo de esos activos es elevado y tiendan a liquidarlos. Los factores que usualmente conllevan movimientos adversos de este tipo están ligados a dudas sobre la solvencia fiscal, percepciones de que el sistema financiero interno es frágil y sobrevaluación cambiaria. Sin embargo, el elemento que hace a la economía más propensa a crisis es la iliquidez del sector

17. Desde el año 1998, la Asamblea Legislativa autorizó al Gobierno a colocar títulos en el exterior por un total de US$ 1.750 millones; pero, a pesar de la intención de obtener recursos frescos, una proporción importante de esas colocaciones quedó en poder de inversionistas residentes en Costa Rica.

público: si en esos casos los acreedores esperan que ocurra una crisis, no estarían dispuestos a renovar sus activos, lo cual llevaría al autocumplimiento de sus expectativas, haciendo que el sector público caiga en un problema de insolvencia. Si no existe esa percepción, la crisis no ocurriría.

Un déficit fiscal recurrente

El deterioro de la situación fiscal derivada del déficit recurrente y de la creciente deuda pública es un problema de difícil solución en Costa Rica.[18] Además de sus efectos sobre el estrujamiento financiero, el costo del dinero, la inversión y el crecimiento, la situación financiera del sector público afecta la percepción del país ante los inversionistas extranjeros y, con ello, la calificación internacional del riesgo y el costo del financiamiento externo, aún cuando no se llegue a una situación de insolvencia de la deuda.

Reinhart, Rogoff y Savastano (2003) en un estudio sobre intolerancia de la deuda externa ante los acreedores internacionales[19] para un conjunto amplio de países desarrollados y economías emergentes, señalan que los países más propensos al incumplimiento de su deuda externa tienden a presentar debilidades institucionales, problemas fiscales recurrentes y sistemas financieros débiles. Asimismo, apuntan que las mismas crisis, si ocurren, tienden a exacerbar esos problemas y exponen aún más a estos países a crisis futuras. A pesar de ello, reconocen la dificultad de precisar umbrales de deuda seguros para las economías emergentes, en razón de su alta variabilidad (deuda pública y privada de entre el 15 y el 35 por ciento del ingreso nacional disponible –INB–) y por depender de manera importante del historial de inflación y de crisis de deuda del país.

Recientemente, Rojas (2004) realizó un ejercicio en ese mismo sentido para Costa Rica, en el que concluye que el país ha venido mos-

18. Al momento de escribirse este documento era incierta aún la aprobación, por parte del Congreso, de un proyecto de ley con medidas fiscales de carácter estructural.

19. La intolerancia puede interpretarse como probabilidad de caer en crisis de deuda.

trando una reducción importante y sostenida en el grado de intolerancia de deuda externa durante el período 1984-2004 que se relaciona con una reducción importante en la razón deuda externa a INB y la evolución estable de sus variables macroeconómicas, financieras y políticas.

Sin embargo, el autor llama la atención en que, aunque el grado de intolerancia no es crítico, el país se encuentra en una posición vulnerable en caso de darse un deterioro incluso moderado del riesgo país o de la relación de deuda externa pública y privada al ingreso (actualmente en un 31 por ciento), lo que podría significar un aumento significativo en el premio país de la tasa de interés.

Un deterioro de ese tipo podría ser provocado no solo por políticas internas que lleven a aumentos importantes en la deuda, sino también por alzas significativas de las tasas de interés internacionales. El estudio identifica como principales elementos internos que hacen al país vulnerable –a pesar de la mejora en los indicadores de deuda externa que ha venido mostrando– el nivel creciente de la deuda pública interna, la creciente dolarización financiera y la fuerte integración financiera con el resto del mundo.

Por otra parte, en circunstancias en las que la política fiscal adolece de importantes rigideces, tanto por el lado de los ingresos como de los gastos, y existe un gran condicionamiento provocado por la elevada deuda pública, el Banco Central enfrenta limitaciones en sus potestades en el ámbito de la política monetaria. Se requieren grados de libertad en política macroeconómica para combatir choques de origen interno y externo que el régimen cambiario adoptado no permite tener; en ese sentido, una mayor flexibilidad cambiaria permitiría llevar a cabo alguna política monetaria para el logro de objetivos macro al tiempo que tendería a reducir la probabilidad de ataques especulativos y el excesivo endeudamiento en moneda extranjera, al disminuir la certidumbre en el comportamiento futuro del tipo de cambio.

Un grado elevado de dolarización financiera

Una elevada dolarización de depósitos complica el manejo de la política monetaria al afectar la estabilidad de los agregados monetarios, modificar los mecanismos de transmisión de la política e incluso ejercer presiones sobre el banco central, que podría verse frenado a realizar ajustes cambiarios por el efecto que esto tendría sobre las carteras de los bancos.

Además, la sustitución monetaria genera pérdidas de ingresos por señoreaje, al disminuir la demanda por moneda local; reduce la capacidad del banco central de actuar de manera efectiva como prestamista de última instancia y, en general, aumenta la vulnerabilidad del sistema financiero ante el riesgo cambiario y ante corridas bancarias y salidas repentinas de capitales.

Tales corridas son difíciles de predecir y pueden desatarse por muy distintas causas: deterioro de las condiciones macroeconómicas, rápido crecimiento del déficit fiscal y de la deuda pública, administración confusa del régimen monetario y cambiario, rumores incluso infundados de confiscación o congelamiento de depósitos, turbulencia política, contagio. La literatura sugiere que los sistemas dolarizados son usualmente más propensos a corridas bancarias que aquellos concentrados en moneda local, aun en ausencia de ajustes cambiarios, por la carencia de instrumentos de manejo monetario en dólares.

En tal situación puede requerirse un mayor control y supervisión del sistema financiero, elevar los niveles exigidos de reservas sobre obligaciones bancarias en moneda externa e incluso que el banco central cuente con reservas internacionales superiores a las requeridas en otras circunstancias o que cuente con líneas de crédito contingente con el exterior.

Existen evidencias de que la política cambiaria de ajuste permanente del tipo de cambio –siempre en sentido alcista– que ha llevado a cabo Costa Rica es un factor que ha estimulado la búsqueda de protección de la riqueza financiera en activos denominados en dólares. Además, la obligación de los bancos, bajo el régimen cambiario vi-

gente, de mantener cierta posición propia en moneda extranjera, hace que los nuevos pasivos (depósitos) deban tener como contrapartida nuevos activos (crédito), estimulando el otorgamiento de financiamiento en moneda extranjera y la expansión de los medios de pago por la vía del proceso de creación de dinero secundario (Méndez y Kikut, 2003).

Si todos los riesgos fueran apropiadamente incorporados en las tasas de interés y en los niveles de provisiones y patrimonio, no debería haber una preocupación muy alta por el grado de dolarización, pues éste no sería demasiado elevado. Sin embargo, por lo general, la percepción y la medición de riesgos es inadecuada y éstos no son totalmente internalizados por los agentes económicos, con lo que ocurre una dolarización "excesiva".[20]

Los riesgos financieros específicos que surgen con la dolarización parcial son el de liquidez y el de solvencia. El primero nace por el limitado respaldo en dólares de las obligaciones en moneda extranjera de los bancos y la incertidumbre ante corridas sobre los depósitos en dólares. Por su parte, el principal riesgo de solvencia que enfrentan los sistemas financieros dolarizados resulta de los descalces de moneda en caso de depreciaciones cambiarias importantes, por el efecto directo –sobre las hojas de balance de los bancos– o indirecto –al socavar la capacidad de pago de los prestatarios (en especial de clientes del sector no transable de la economía cuyos ingresos son en moneda local). Con ello, la calidad de la cartera de préstamos se deteriora.

Ante un colapso cambiario, el impacto sobre la solvencia de los bancos puede ser sumamente grave. Entre mayor sea el compromiso de

20. No solo estudios realizados por el Banco Central o la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) han llamado la atención sobre este problema, sino organismos internacionales también lo han hecho. El Fondo Monetario Internacional indica, en su informe sobre la situación de la economía costarricense de marzo de 2003, entre otras cosas, que "*se necesitarán medidas también para minimizar los riesgos que se derivan del alto grado de dolarización en los depósitos y el crédito…*". En el mismo sentido se han pronunciado algunas calificadoras internacionales de riesgo, las cuales bajo este argumento han bajado incluso la calificación de la deuda soberana del país.

las autoridades monetarias con la fijación cambiaria, existirán mayores expectativas de rescate gubernamental por parte de depositantes, prestatarios y bancos ante una depreciación abrupta, lo cual genera problemas de riesgo moral y estimula niveles de dolarización financiera superiores a los socialmente deseables.

Además, las fijaciones prolongadas del tipo de cambio tienden a hacer que se crea innecesario establecer regulaciones prudenciales de manejo de riesgo cambiario, aumentan los incentivos para endeudarse en moneda extranjera, no promueven el surgimiento de instrumentos financieros de cobertura cambiaria y estimulan la dolarización de la deuda pública, la cual puede ser otra fuente importante de fragilidad financiera cuando los bancos mantienen grandes tenencias de títulos gubernamentales, por los efectos de depreciaciones grandes sobre la sostenibilidad de la deuda pública y, con ello, sobre la solvencia de los bancos.

Se puede concluir que la dolarización financiera aumenta el riesgo de los prestatarios que se endeudan en dólares y no generan ingresos en esta moneda, el de los propios bancos afectados por el mayor riesgo de crédito de esos deudores o por problemas de descalce en moneda extranjera, el del Banco Central –que se vería muy limitado para atender dificultades de liquidez en dólares y ve limitado el margen de acción de su política cambiaria– y el del Gobierno que, para afrontar posibles corridas bancarias (que son más factibles en sistemas dolarizados), tendría que asumir costos eventualmente elevados (hoy obligaciones contingentes).

En resumen, las incompatibilidades que genera un sistema monetario basado en el control de agregados monetarios y un sistema cambiario de fijación, en un entorno de apertura de la cuenta de capitales, atentan contra la estabilidad de la economía, al tiempo que limitan la gestión del Banco Central para perseguir su objetivo fundamental de estabilidad interna.

6. VULNERABILIDAD DE COSTA RICA A CRISIS CAMBIARIAS: DISEÑO DE UN SISTEMA DE ALERTA TEMPRANA

Generalidades

Las dificultades financieras que atravesaron muchos países durante los años setenta, ochenta y nuevamente en los noventas, reflejadas tanto en crisis de balanza de pagos como bancarias, han estimulado gran cantidad de trabajo teórico y empírico tendente a explicar las crisis. Con estos trabajos, se ha pretendido, además, ayudar a predecir tales eventos y así coadyuvar con las autoridades para evitar el surgimiento de estos fenómenos. A continuación se presenta una reseña de los modelos teóricos y de las aproximaciones empíricas.

Modelos teóricos

En 1979, Paul Krugman presentó uno de los primeros enfoques para el análisis de las crisis cambiarias. Este especialista sostenía que el abandono de un régimen de tipo de cambio fijo debido a un ataque especulativo era provocado fundamentalmente por una expansión crediticia insostenible y por "fundamentales" económicos poco sólidos. A los modelos basados en este enfoque se les llamó "*modelos de primera generación*".

Sin embargo, la crisis del Mecanismo Cambiario Europeo de 1992 y 1993 sugirió que otros factores podrían llevar a crisis cambiarias, lo que condujo al surgimiento de los llamados "*modelos de segunda generación*". Estos hacen énfasis en que algunas políticas económicas podrían llevar a equilibrios múltiples: bajo un equilibrio el régimen cambiario vigente sería sostenible, pero bajo otro equilibrio no, dependiendo de las expectativas del sector privado en cuanto al beneficio-costo para el gobierno de defender el régimen. Si los agentes económicos estiman que el costo para el gobierno sería excesivo (en términos de producción y empleo, por ejemplo), se lanzan a un ataque especulativo que provoca el abandono del sistema, con lo que las expectativas se autocumplen.

El debate continuó hasta 1997 con la crisis asiática. Este fenómeno fue sorpresivo para muchos analistas debido al excepcional crecimiento de esos países durante los años ochentas y principios de los noventas y al ambiente macroeconómico aparentemente sólido previo a la crisis, caracterizado por bajo desempleo y grandes superávit en cuenta corriente.

Los elementos esenciales que caracterizaban a los primeros modelos teóricos (fundamentales débiles, excesiva expansión monetaria y objetivos de política conflictivos) parecían no existir en el caso de estos países. Sin embargo, el papel del sector financiero en la crisis y la velocidad con la que ésta se extendió de un país a otro hicieron surgir interrogantes sobre qué tan predecibles y contagiosos son esos eventos. Para mejorar la comprensión de estas crisis, se empezó a desarrollar una nueva generación de modelos, llamados "*de tercera generación*".

En resumen, según los modelos de primera generación, un país con fundamentales económicos débiles es más vulnerable a un ataque especulativo, especialmente cuando los déficit fiscales recurrentes son financiados a través de emisión monetaria, política incompatible con una fijación cambiaria. En los modelos de segunda generación, la principal causa de crisis es el surgimiento de ataques especulativos autocumplidos originados en políticas públicas inconsistentes, lo cual ocurrirá más probablemente cuando los fundamentales son débiles. Bajo ambos tipos de modelo puede ser útil dar seguimiento a la evolución de varios fundamentales económicos que podrían ser indicadores clave de una crisis inminente, aún cuando el momento de ocurrencia sigue siendo difícil de predecir. Los modelos post-crisis asiática han identificado como causas potenciales al riesgo moral y a las debilidades de los sectores financieros y corporativos, unido siempre a fundamentales económicos débiles. El contagio implica que también juegan papeles importantes los vínculos comerciales y financieros, así como las percepciones de los mercados sobre las economías.

Aproximación empírica[21]

Los modelos teóricos han servido de base para desarrollar pruebas empíricas de indicadores adelantados de crisis. El énfasis se ha puesto en desarrollar instrumentos analíticos que ayuden a ordenar a los países según su grado de vulnerabilidad y/o a predecir crisis futuras mediante un marco estadístico bien definido. Existen en general tres enfoques prácticos para analizar las crisis cambiarias:

i. **Método de señales (*signalling approach*).** En estos modelos se evalúa de manera separada un conjunto de variables individuales, como el tipo de cambio real o la razón deuda/PIB, contra ciertos niveles "umbral" obtenidos de experiencias críticas de distintos países. Si esas variables sobrepasan el umbral, se interpreta como señal de una crisis potencial. El umbral "óptimo" es seleccionado mediante un análisis que se lleva cabo indicador por indicador, evaluando el balance entre los riesgos de emitir señales falsas: por un lado, fallar en predecir una crisis y, por otro, no alertar sobre una crisis inminente.

ii. **Probabilidad de ocurrencia de crisis o elección discreta (*discret-choice approach*).** La idea básica es explorar lo ocurrido con un grupo de variables en diferentes países y periodos durante dos tipos de episodios discretos: lapsos de crisis y de tranquilidad. Con base en ello, se evalúa la posibilidad de que surja una crisis cambiaria asociando un conjunto de indicadores anticipados de esos eventos (seleccionado con base en la teoría económica o la evidencia empírica) con alguna función de distribución de probabilidad conocida.

iii. **Método descriptivo (*structural approach*).** Se basa en el estudio de casos específicos o conjuntos de países con un enfoque altamente descriptivo. La preocupación más importante de esos estudios es establecer relaciones estructurales entre variables particulares y crisis cambiarias.

Los modelos comparten características comunes: (i) utilizan alguna medida de presión cambiaria para identificar un evento como críti-

21. Basado en Chui (2002).

co, (ii) son estimados con un panel de datos multi-país que cubre un lapso anterior a una crisis importante y (iii) consideran algún conjunto de variables que, se estime, anticipan crisis.[22]

La precisión de las predicciones de la mayor parte de esos modelos se deteriora generalmente fuera de la muestra en razón de: (i) las dificultades para definir la variable dependiente (o sea, qué se considera una crisis), (ii) los cambios que ocurren en las relaciones estructurales de la economía, (iii) problemas de orden técnico (como la disponibilidad y calidad de información) y (iv) el hecho deseable de que las autoridades reaccionen oportunamente para evitar la consolidación de crisis precisamente por aplicar los sistemas de alerta.

Pero, independientemente del método, surge de manera persistente un conjunto particular de indicadores como predictores de crisis inminentes, tales como sobrevaluación cambiaria, problemas de liquidez, expansiones de crédito y contagio. Es claro, sin embargo, que cualquiera de esos instrumentos debe ser considerado como un complemento adicional, junto con otras variables e indicadores y el juicio de los entendidos. "*No es probable que un solo índice-resumen de variables macroeconómicas y financieras capture toda la complejidad de los desarrollos que desembocan en una crisis. Los sistemas de alerta temprana, tales como el Damocles, requieren ser suplementados con otros insumos como el ambiente internacional y con consideraciones políticas e institucionales a fin de evaluar la vulnerabilidad de un país a crisis financieras*", Subbaraman y otros (2003).

Sistema de alerta de crisis para Costa Rica

Metodología general

Luego de evaluar los distintos enfoques empíricos, se decidió utilizar como marco metodológico general un enfoque de elección discreta. Se descartó utilizar un enfoque de señales, evaluando indicadores individuales, por la dificultad de determinar su bondad aislada en predecir situaciones críticas para el caso particular de Costa

22. Ver Cuadro A.1 del Anexo.

Rica. También se descartaron enfoques de tipo descriptivo o estructural por la intención de elaborar un instrumento específico para Costa Rica y no emplear uno basado en un panel de países con muy distintas experiencias críticas y con umbrales afectados por los efectos de grandes crisis económicas.[23]

A manera de posibilidad, se evaluó utilizar el modelo de señales denominado "Damocles", diseñado por Lehman Brothers.[24] Sin embargo, se descartó su uso en razón de algunas deficiencias para su empleo en el caso de Costa Rica: (i) la definición de "*crisis*" contempla solo variaciones del tipo de cambio nominal por lo que no detectaría como críticos casos de ataques especulativos "fallidos" pero que provocan descensos en las reservas internacionales o aumentos de tasas de interés como medidas de defensa del régimen por parte de la autoridad monetaria; (ii) la muestra de países escogida no es aleatoria sino que corresponde a economías que han sufrido crisis importantes; (iii) si bien la escogencia de los umbrales críticos se basa en la teoría y en las experiencias de un conjunto amplio de países, en el tanto en que esos niveles sean elevados con respecto a las características propias de un país que no ha tenido crisis importantes como Costa Rica, tenderían a no detectar como críticas situaciones que, para las condiciones particulares del país, sí son significativas (señales "perdidas" o error Tipo 1); (iv) la reindexación o conversión de los valores del índice a probabilidad de ocurrencia de crisis no se hace explícita y sólo se apunta para valores puntuales del indicador.

El propósito consistió entonces en construir un sistema de alerta del surgimiento de situaciones consideradas críticas para Costa Rica, con base en la identificación de variables macroeconómicas y financieras que afecten la probabilidad de ocurrencia de eventos críticos, definidos como aumentos importantes en las presiones en el mercado cambiario. Dado el régimen cambiario controlado vigente en el país, esas presiones provocarían respuestas del Banco Central que

23. El Cuadro A.2 del Anexo presenta las características de algunos modelos importantes, como son: la definición de crisis, el horizonte de previsión, el método y las variables explicativas evaluadas.

24. Ver Subbaraman y otros (2003).

se reflejarían en disminuciones importantes en las reservas monetarias internacionales, en aumentos en las tasas de interés o de la pauta de ajuste cambiario, o de alguna combinación de ellas.

Como se indicó, en tanto que los sistemas de señales tratan de extraer signos de crisis de cada indicador individual, el enfoque de elección discreta evalúa directamente la probabilidad condicional de una crisis dado un conjunto de indicadores. Las diferencias más importantes entre los estudios que utilizan este método están en: (a) la definición de crisis, (b) la selección de la muestra (frecuencia de los datos y conjunto de países) y (c) los indicadores utilizados.

En cuanto a la definición de crisis, y al igual que los modelos de señales, la mayor parte de modelos de elección discreta define una crisis con base en alguna especificación de presión cambiaria y su relación con algún umbral. Se hace notar que el indicador de crisis escogido varía desde la simple depreciación cambiaria nominal (como el caso del Damocles) hasta índices compuestos usando cambios de reservas y depreciación e incluso cambios en las tasas de interés. Asimismo, el nivel umbral escogido también cambia entre los estudios.

Los indicadores que prueban los estudios también varían significativamente: según reporta Chui (2002), el modelo que examina más variables (32) las clasifica en doce categorías: (1) producto e inflación, (2) dinero y crédito, (3) variables fiscales, (4) mercado financiero interno, (5) cuenta corriente y balanza comercial, (6) flujos de capital y deuda, (7) reservas y tipo de cambio real, (8) ambiente político, (9) producto, inflación y liquidez global, (10) mercados financieros globales, (11) precios internacionales de bienes y (12) efectos regionales. Sin embargo, la selección final dependería tanto de la disponibilidad adecuada de datos como de la deseable parsimonia en el número de variables que incluya un modelo de este tipo.

El modelo

El ejercicio abarcó el periodo 1986–2003 con datos mensuales. Este es un período en el cual Costa Rica no ha sufrido episodios de crisis según las definiciones internacionales. Como alternativa a la falta de eventos críticos, se trató de identificar periodos en los que se de-

tectaran tensiones de cierta magnitud en la economía que pudieran interpretarse como señal de crisis según los estándares del país.

Con ese fin, se computó un Índice de Presión del Mercado Cambiario (IPMC)[25] como un promedio ponderado de las variaciones del tipo de cambio, las reservas internacionales (con signo negativo) y las tasas de interés, bajo la premisa teórica de que los excesos de oferta monetaria debidos a choques internos y externos se reflejarían en cambios en esas variables, según haya sido la respuesta de política del Banco Central. Las ponderaciones se obtuvieron con base en la técnica de componentes principales.

A partir de la identificación de un conjunto de indicadores de crisis, ampliamente reconocidos en la literatura sobre el tema como posibles predictores del surgimiento de crisis de balanza de pagos y disponibles con la longitud y periodicidad requeridas, se aplicó un modelo de variable dependiente discreta (PROBIT) para determinar la probabilidad de que la evolución de esas variables aumente la probabilidad de que el IPMC supere en un periodo futuro un nivel preestablecido, considerado con base en algún criterio como crítico.

En general, el Índice de Presión del Mercado Cambiario (IPMC) parte de la idea de que al enfrentar un choque negativo, los bancos centrales deben escoger entre tres tipos de respuesta de política (o mezclas de ellos) con consecuencias no deseables:

- En caso de permitir una depreciación de la moneda, deben de aceptar una mayor inflación y los efectos adversos del tipo de cambio sobre las hojas de balance de los agentes económicos según sea la magnitud de sus obligaciones financieras en moneda extranjera.

- En caso de elevar la tasa de interés para defender el tipo de cambio, deben de aceptarse consecuencias negativas sobre la actividad económica y en los balances del sector público y financiero.

25. En la línea iniciada por Girton y Roper en 1977, el indicador contemplaría solamente las variaciones en el tipo de cambio nominal y en las reservas. La incorporación de los cambios en la tasa de interés en el índice fue propuesta por Eichengreen y otros (1997).

- En caso de decidir defender el tipo de cambio y mantener las tasas de interés, deben permitirse descensos de las reservas monetarias internacionales y afrontar sus consecuencias sobre la confianza de los agentes internos y externos en las posibilidades de las autoridades económicas de sostener el régimen.

En gran medida, la decisión de cuáles costos aceptar dependerá del sistema cambiario vigente y del grado de compromiso de la autoridad monetaria con ese arreglo cambiario. El régimen cambiario –o en sentido más general, el sistema monetario–, refleja en última instancia la preferencia del banco central sobre la forma en que permitirá que los choques se transmitan hacia la economía interna: ajustes de precios (tipo de cambio o tasas de interés) o el ajuste de los agregados monetarios (reservas internacionales y crédito interno).

Muchos bancos centrales no consideran deseables la flexibilidad cambiaria ni de tasas de interés. Así, a pesar de que puede no ser una política sostenible en el mediano plazo, los bancos centrales, en un afán de aislar a la economía de los choques, limitan generalmente tanto la flexibilidad cambiaria como de las tasas de interés, con lo que el impacto es absorbido fundamentalmente por cambios en las reservas. A su vez, los efectos de las variaciones de divisas pueden ser compensados total o parcialmente por la creación de crédito, sea que se esterilice la intervención o no por parte del banco central.

El modelo de presión en el mercado cambiario, desarrollado por Girton y Roper en 1977, ayuda a examinar la reacción del Banco Central ante los desequilibrios monetarios. Precisamente, el concepto de "presión" hace referencia a la magnitud de los desequilibrios en el mercado monetario que debe ser removida por variaciones de reservas internacionales y/o la modificación del tipo de cambio. Esa respuesta es función del régimen cambiario existente y ayuda a explicar la conducta de intervención del Banco Central en el mercado de cambios.[26]

26. Absalón y Alvarado (2000) exponen ese modelo monetario. Este parte de una demanda monetaria nominal para transacciones (Md = kPY) y la oferta monetaria expresada como el producto del multiplicador monetario por la base monetaria, compuesta por la suma de los activos externos en poder del Banco Central y el crédito interno (Ms = A[R+D]); además, se supone que rige la pa-

Posteriormente, la medida de presión de Girton y Roper se amplió para incluir las intervenciones directas sobre el mercado monetario a través de operaciones en el mercado abierto y, más recientemente, Eichengreen y otros (1997) propusieron una medida empírica que combina la variación del tipo de cambio, de las reservas internacionales y de la tasa de interés doméstica.[27]

El Índice de Presión del Mercado Cambiario (IPMC) se define como:

$$IPMC = \alpha\Delta\%e - \beta\%\Delta r + \gamma\Delta i$$

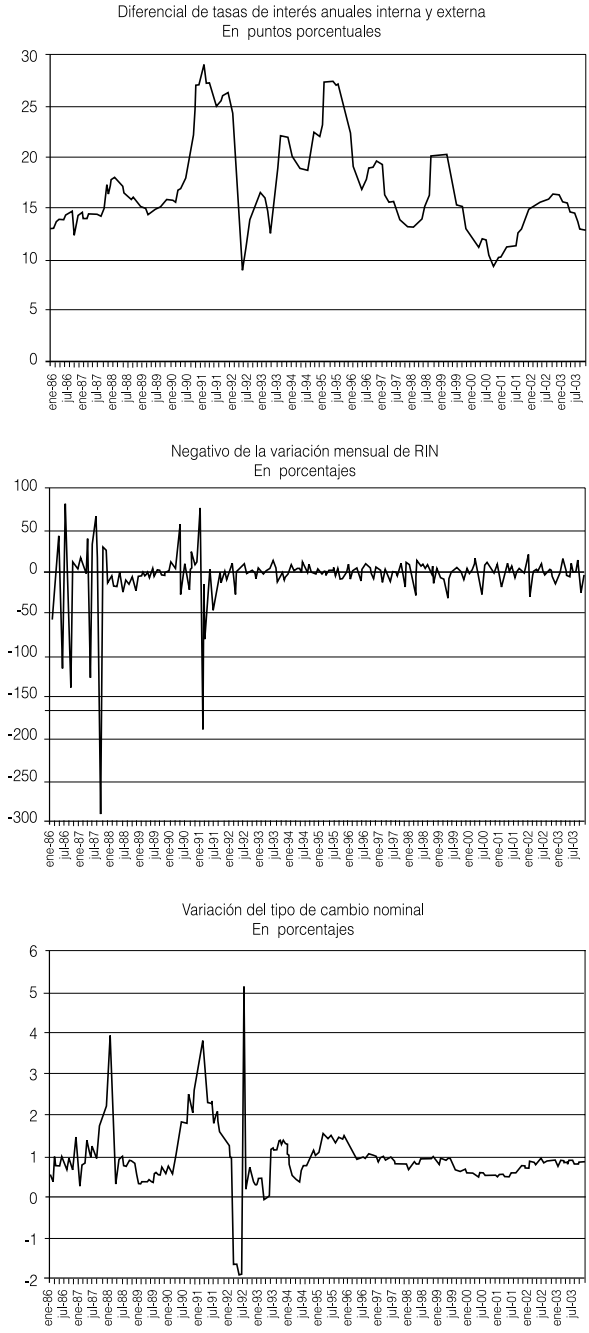
Donde, e denota el tipo de cambio nominal de la moneda extranjera en términos de la moneda nacional, r es la razón de reservas internacionales (algunas veces escalada con respecto a algún agregado monetario) e i es la tasa de interés; α, β y γ son las ponderacio-

ridad del poder de compra (P = EP*) y la condición de equilibrio del mercado monetario (Md = Ms). Diferenciando logarítmicamente las variables y expresándolas en cambios porcentuales (en letras minúsculas), la ecuación que mide la "presión en el mercado de cambios" sería $r + e = -d + p^* + y - a$ que indica que una depreciación del tipo de cambio o una disminución en las reservas internacionales (escaladas por la base monetaria) son el resultado directo de un aumento en el crédito, de una caída en el ingreso real, una disminución en el nivel de precios internacionales o de un incremento en el multiplicador monetario. Ello sugiere que los desequilibrios externos podrían ser resueltos más fácilmente por políticas que involucren tanto variaciones en las reservas como en el tipo de cambio que por el cambio en uno solo de esos conceptos. Bajo un sistema de flotación $r = 0$; bajo un tipo de cambio fijo, $e = 0$ y bajo un sistema de flotación controlada o administrada, e variaría entre los límites superior e inferior de la banda establecida por las autoridades monetarias.

27. Los autores argumentaron que los modelos empíricos que relacionan variables macroeconómicas con el tipo de cambio tienen poco poder explicativo a corto y mediano plazos. En ausencia de modelos macro válidos, sugieren un enfoque *ad hoc*, bajo la intuición implícita en el modelo de Girton y Roper de que un exceso de demanda por moneda extranjera puede ser satisfecha a través de varios canales (no mutuamente excluyentes): si el ataque es exitoso, ocurre una depreciación o una devaluación; pero las autoridades monetarias pueden también resistir la presión perdiendo reservas o disuadiendo el ataque mediante un incremento en las tasas de interés. Con esa base, proponen medir la presión especulativa como un promedio ponderado de las variaciones en el tipo de cambio, en las reservas y en las tasas de interés.

GRÁFICO 6.12

VARIABLES QUE INTEGRAN EL IPMC



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica.

nes.[28] La reducida magnitud y la apertura de la economía costarricense posibilitan realizar este análisis, dado que las condiciones monetarias mundiales y los precios internacionales de los bienes y el capital pueden considerarse exógenos.

Resultados

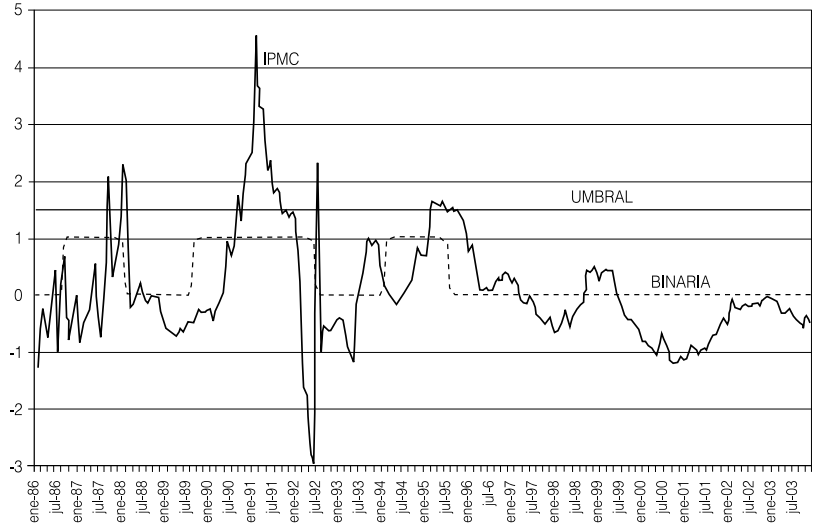
El Gráfico 6.13 presenta el IPMC computado para Costa Rica (medido en unidades de desviación estándar) con base en las siguientes variables: (a) la variación mensual del tipo de cambio nominal, (b) el diferencial de tasas interés (tasa básica pasiva menos el rendimiento sobre las Letras del Tesoro de los Estados Unidos a 90 días) y (c) el cambio mensual (negativo) de las reservas internacionales netas. Las ponderaciones fueron obtenidas con base en el método de componentes principales.

Además, el Gráfico 6.13 presenta el umbral seleccionado para definir la ocurrencia de crisis de 1,5 desviaciones estándar por encima del promedio histórico. Debe indicarse que, para efectos de aplicar modelos y técnicas, la escogencia del umbral es en gran medida arbitraria; la literatura reporta niveles superiores a 1,5 –y hasta 3 desviaciones estándar– sobre el promedio como señal de crisis. En la escogencia señalada se tomó en cuenta que: (a) aunque el umbral es bajo, muy pocos eventos lo superan y (b) si se utiliza un nivel más reducido pueden obtenerse muchas señales falsas de crisis y si es muy elevado podría no detectar muchas de ellas.

28. Eichengreen y otros (1997) destacan el problema de definir las ponderaciones. A pesar de su simplicidad, elaborar un promedio sin ponderar no consideraría la distinta volatilidad de las variables, por lo que optaron por ponderar los componentes del índice de manera que se igualaran las volatilidades –a fin de evitar que alguno de ellos domine el indicador– con lo que las ponderaciones corresponderían únicamente a las propiedades de las series de tiempo observadas de estas variables.

GRÁFICO 6.13

COSTA RICA: IPMC, VARIABLE BINARIA Y UMBRAL
En unidades de desviación estándar



Los periodos en los que el indicador superó el nivel de 1,5 desviaciones estándar fueron: de setiembre de 1987 a febrero de 1998, de setiembre de 1990 a octubre de 1991 y de mayo a agosto de 1995, incluyendo los extremos de cada intervalo. Obviamente, en torno a cada uno de esos periodos se dieron hechos importantes que explican esas presiones:[29]

- *Setiembre de 1987 a febrero de 1988*. En general, la política monetaria tendió en 1987 a facilitar la firma de un nuevo programa con el Fondo Monetario Internacional, lo que se reflejó en mayores colocaciones de Bonos de Estabilización Monetaria y en aumentos de la tasa de interés real, especialmente durante el segundo semestre del año. Además, la escasez de divisas motivada por un mayor nivel de importaciones y atrasos en la entrada de ciertos capitales externos provocó que el Banco Central aumentara la tasa de ajuste cambiario de 9 por ciento en 1986 al 15 por ciento en ese año. Finalmente, durante el último trimestre

29. Basado en las Memorias del Banco Central de Costa Rica de esos años.

de 1986, el sistema financiero registró la quiebra de un conjunto importante de empresas financieras no reguladas, lo que generó un clima de desconfianza en esas entidades privadas.

- *Setiembre de 1990 a octubre de 1991*. Durante el segundo semestre de 1990, la política cambiaria pretendió reducir el marcado desequilibrio de la balanza de pagos que provocó una caída de RIN de US$ 283 millones en ese año; no obstante, al final de 1990 el país enfrentaba grandes déficit de balanza de pagos y en las finanzas del sector público, así como una aceleración del ritmo de crecimiento de los precios. El programa económico de 1991 pretendió revertir esas tendencias desfavorables mediante una política monetaria y crediticia altamente restrictiva y una importante devaluación real, que alcanzó el 9,4 por ciento.

- *Mayo a agosto de 1995*. La política monetaria aplicada por el Banco Central en 1995 se caracterizó por ser altamente restrictiva, como parte de los esfuerzos de las autoridades por contrarrestar las presiones inflacionarias presentes en la economía con motivo de la elevada expansión monetaria que se dio a fines de 1994 a raíz del cierre y la liquidación del Banco Anglo Costarricense (entidad de propiedad estatal).

Los periodos de crisis cambiaria se definieron entonces como aquellos en los que el IPMC alcanzó valores extremos, superiores al umbral escogido. Así, bajo el enfoque de elección discreta, restaría definir la variable dependiente, esto es, la variable binaria que en los periodos críticos toma el valor de 1 y de 0 en ausencia del evento.

Se hace notar sin embargo que, debido a la imposibilidad de predecir con exactitud cuándo va a ocurrir una crisis, se optó por definir la variable dependiente como "*la existencia de crisis en los siguientes 12 meses respecto al actual*". Bajo ese criterio, se utilizó como variable dependiente una variable binaria que toma el valor de 1 en el periodo *t* si entre *t+1* y *t+12* ocurre una crisis bajo la definición indicada;[30] por conveniencia, ésta se representa en el mismo Gráfico 6.13 anterior, junto con el IPMC aún cuando no corresponden a las mismas

30. Una consideración similar siguen Díez y Ortiz (2001).

unidades de medida (la primera denota ocurrencia o no ocurrencia crisis y la segunda se mide en unidades de desviación estándar).

Los periodos definidos entonces como "*ocurrencia del evento crítico*" (variable binaria = 1), fueron: de setiembre de 1986 a enero de 1988; de setiembre de 1989 a junio de 1992 y de febrero de 1994 a julio de 1995, considerando los extremos. En el resto de los meses, la variable binaria toma el valor de cero.

Para determinar la probabilidad de ocurrencia de un evento crítico en los siguientes doce meses, se aplicó un modelo PROBIT considerando las siguientes variables explicativas:[31] (i) la razón M2/RMI netas con un signo esperado positivo, (ii) el desalineamiento del tipo de cambio real (valor observado del ITCER con respecto a su tendencia) con un signo esperado negativo, (iii) el logaritmo del precio del petróleo (Brent) con un signo esperado positivo y (iv) el diferencial de tasas de interés (tasa básica pasiva menos la tasa a 90 días de las Letras del Tesoro de Estados Unidos), con un signo esperado positivo debido a que su aumento puede asociarse a mayores expectativas de devaluación o a aumentos en el riesgo país. Un signo positivo indicaría posibilidad de un deterioro futuro del indicador.

Algunas otras variables probadas en otros estudios, como por ejemplo las indicativas de la situación del desempeño comercial (exportaciones, importaciones), el premio, el crédito al sector privado o el déficit fiscal, no mostraron ser significativas.

Sin embargo, las variables contempladas en el modelo son ciertamente indicadores relevantes, incluidos en muy diversos modelos; según las evidencias empíricas, políticas monetarias y crediticias expansivas con respecto a los niveles de reservas, retrasos en el ajuste cambiario que tienden a apreciar la moneda local en términos reales, choques de precios del petróleo o la necesidad de reconstituir reservas por la vía de mayores diferenciales de tasas de interés con el exterior son factores que tienden a generar presiones en el mercado cambiario y deterioros de las reservas, la tasa de interés o el tipo de

31. En el Cuadro A.3 y en el Gráfico A.1 del Anexo, se presentan gráficamente las variables explicativas y los resultados estadísticos del ejercicio.

cambio, que pueden a su vez desencadenar crisis más complejas y difundidas, al afectar a sectores ya vulnerables de la economía.

El resultado de la estimación del modelo PROBIT por máxima verosimilitud se presenta en el Cuadro 6.3.[32] Los coeficientes son todos significativos y tienen los signos esperados. El signo negativo del término independiente puede interpretarse en el sentido de que existe un sesgo hacia una presión reducida en el mercado cambiario en ausencia de la influencia de los determinantes del modelo. La probabilidad de que surjan excesos de presión cambiaria superiores en 50 por ciento al desvío histórico en el lapso de un año, está entonces directamente relacionada con las variables M2/RIN, precio del petróleo y diferencial de tasas de interés con el exterior e inversamente relacionada con la depreciación cambiaria real.

CUADRO 6.3

ESTIMACIÓN DEL MODELO

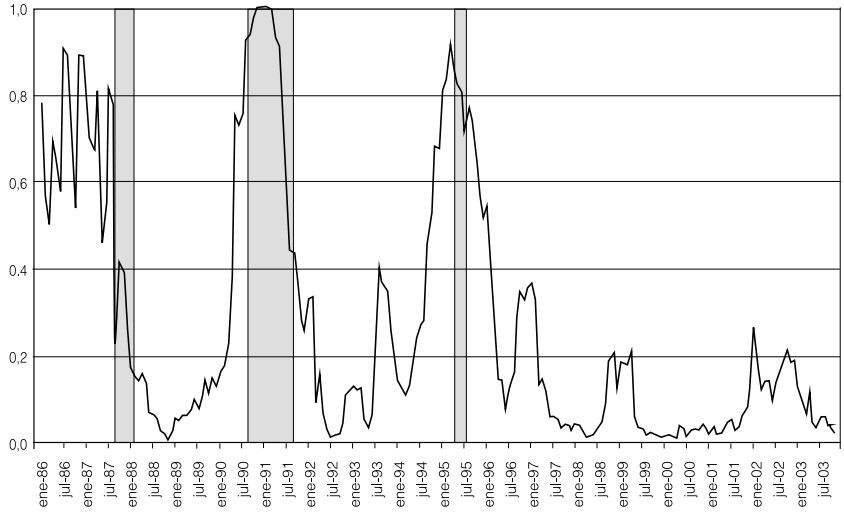
VARIABLE	MODELO PROBIT		
	Coeficiente	Z-ratio	*P*-value
Constante	-9,909	-4,542	0,000
Cociente M2/RIN	0,010	6,671	0,000
Desalineamiento del ITCER	-0,175	-3,164	0,001
Precio del petróleo Brent (log)	1,104	1,927	0,053
Diferencial de tasas de interés	0,192	6,039	0,000

El Gráfico 6.14 presenta la probabilidad de ocurrencia de una crisis, definida de la manera indicada, en los siguientes doce meses. Se destacan los periodos durante los cuales el IPMC superó efectivamente el umbral.

32. En la interpretación de los coeficientes debe tenerse presente que, si bien el signo indica la dirección del efecto de la variable sobre la posibilidad de ocurrencia del evento "exceso de presión cambiaria en los próximos 12 meses", el valor no corresponde directamente al efecto marginal de la variable sobre la probabilidad. Ello debido a que la influencia de cada variable explicativa no es constante sino que depende del valor de la función de densidad de la curva normal estándar para cada conjunto de variables y del coeficiente estimado de la variable de interés con su signo.

GRÁFICO 6.14

COSTA RICA: PROBABILIDAD DE CRISIS



Como puede apreciarse, antes de que ocurran episodios de elevado aumento en la presión cambiaria, el indicador parece predecir con bastante anticipación y de manera correcta el evento. Tomando el umbral de probabilidad usual de 50 por ciento, el modelo da señales correctas de presión excesiva en algún momento de los próximos doce meses, luego de superar ese nivel de probabilidad. Además, luego de ocurrido el "evento crítico" de mediados de 1995 y hasta finales del 2003, el modelo no denota probabilidad importante de ocurrencia de una presión cambiaria elevada a un año vista.

A pesar de la relativa bondad de estos resultados, debe tenerse en cuenta que, en última instancia, la interrogante de si las crisis son predecibles o no, solo puede ser dilucidada en la práctica. Los modelos aparentemente exitosos han sido probados casi exclusivamente con base en predicciones "dentro de la muestra", esto es, juzgando su éxito por la bondad de los parámetros estimados y por la "predicción" de crisis históricas. Sin embargo, la prueba clave no consiste en la capacidad de ajustar un conjunto de observaciones después de ocurrido el hecho, sino la predicción de crisis futuras.

Con todo, se considera que el sistema propuesto en este estudio puede aportar elementos complementarios a otras señales e indicadores existentes, en la previsión de presiones futuras sobre la gestión del Banco Central y permitir tomar medidas correctivas de manera oportuna a fin de evitar efectos nocivos sobre sectores vulnerables y sobre la economía costarricense.

7. CONSIDERACIONES FINALES

La literatura especializada coincide en que la predicción de crisis, en especial en caso de países particulares, es una tarea compleja, dada la dificultad de precisar los tipos de choques más nocivos y las áreas de vulnerabilidad más importantes, así como el orden de magnitud final del evento, debido a que la interrelación de los distintos sectores y su susceptibilidad a los mismos choques hacen prever que los efectos tiendan a retroalimentarse y magnificarse. Esa complejidad afecta las posibilidades de predecir adecuadamente el momento, la índole y la magnitud de una crisis.

Sin embargo, se considera que, a pesar del limitado éxito de los distintos sistemas de predicción existentes, son evidentes las ventajas de contar con algún mecanismo objetivo y fundamentado en elementos técnicos, que emita, de manera oportuna, señales acerca del surgimiento de tendencias hacia el deterioro de algún conjunto de variables asociadas teórica y empíricamente con crisis cambiarias, que pueda alertar, con alguna anticipación, sobre aumentos del riesgo de ocurrencia de una crisis cambiaria y permita con ello tomar a tiempo medidas correctivas de política.

En el caso específico de Costa Rica, aunque no ha registrado en la historia reciente episodios críticos de las proporciones que han experimentado otros países en el mundo, el identificar las áreas de vulnerabilidad y el dar seguimiento a variables e indicadores que se identifiquen como factores eventualmente desestabilizadores de la economía, por sus efectos sobre sectores vulnerables, debe ser objeto de un esfuerzo permanente de las autoridades económicas.

En este estudio destacan los siguientes elementos:

- La pequeñez económica y la elevada apertura comercial y financiera de la economía costarricense la hacen propensa a los efectos de choques externos. Sin embargo, el favorable desempeño de las exportaciones, así como la transformación cualitativa de la base exportable, tanto en productos como en destinos, tiende a reducir la influencia negativa de cambios desfavorables en los términos de intercambio y de descensos en el ritmo de crecimiento de la actividad económica de los socios comerciales más importantes. Por su parte, la integración financiera de la economía ha permitido recurrir permanentemente a fuentes de financiamiento internacionales privadas, tanto la proveniente de inversión extranjera directa –de la cual se ha convertido en un receptor relativamente importante– como la obtenida mediante colocación de deuda soberana en el exterior –con premios reducidos.

- En la economía costarricense ha aumentado, sin embargo, la volatilidad relativa de los agregados macroeconómicos reales (especialmente el PIB, las ventas y compras externas) y de las reservas monetarias internacionales, desde mediados de los años noventas (incluso, aunque en menor medida, al suprimir el efecto de la IEAT). A pesar de ello, se detectan reducciones en la volatilidad de variables nominales, como la inflación, el tipo de cambio nominal (y real) y las tasas de interés. La mayor estabilidad cambiaria parece proveer menor volatilidad nominal a la economía, a cambio de una mayor volatilidad real, pero un mayor empleo de las reservas internacionales para responder a perturbaciones de la economía.

- Las áreas en las que se concentra la mayor vulnerabilidad son: el sector público –en razón de su situación deficitaria, la acumulación de deuda interna y externa y las pérdidas del Banco Central– y el sector financiero –con motivo de la elevada dolarización de sus activos y pasivos ante una escasa internalización de los riesgos y una limitada supervisión.

- Las incompatibilidades que genera un sistema monetario basado en el control de los agregados monetarios y un régimen cambiario de fijación en un entorno de apertura de la cuenta de capitales, atentan contra la estabilidad de la economía, al tiempo que limitan la gestión del Banco Central para perseguir su objetivo fundamental de estabilidad interna. Factores que provoquen descensos importantes de las reservas internacionales, elevaciones significativas de las tasas de interés o depreciaciones cambiarias de gran magnitud, pueden minar la confianza ganada en los últimos años por las autoridades económicas, y desencadenar fuerzas que desestabilicen los sectores más frágiles y, como ha sucedido en otras economías, magnifiquen sus efectos por la vía del contagio al resto de la economía.

- A fin de identificar tales factores, se elaboró un Índice de Presión del Mercado Cambiario como un promedio ponderado de las variaciones de reservas, la tasa de interés y el tipo de cambio y se definió un umbral a partir del cual la presión podría considerarse crítica según el desempeño histórico del indicador. Con base en los eventos extraordinarios detectados durante el lapso 1986-2003, se desarrolló un modelo PROBIT para identificar los determinantes de la probabilidad de ocurrencia de una situación crítica en un horizonte de doce meses al futuro.

- Con sus limitaciones, el modelo desarrollado en este estudio apoya empíricamente para Costa Rica la influencia de factores que, según se ha logrado comprobar, han sido detonantes de crisis cambiarias en estudios similares para otros países. A la par de elementos no controlables, como choques de precios del petróleo, existen evidencias de que políticas económicas que tiendan a deteriorar la posición de reservas internacionales o que promuevan apreciaciones reales de la moneda nacional, incrementan la probabilidad de que surjan presiones sobre el Banco Central, las cuales pueden llegar a provocar ajustes de magnitud importante en las variables fundamentales del mercado cambiario en un plazo corto. El impacto directo e indirecto de esos movimientos sobre sectores de por sí vulnerables, como el público y

el financiero, puede llevar a situaciones críticas más complejas y de mayores consecuencias para la economía nacional.

- Aparte de procurar disciplina monetaria y fiscal y evitar rezagos en el ajuste cambiario para reducir la probabilidad de ocurrencia de presiones elevadas en el mercado cambiario, se estima importante también tomar medidas de carácter más estructural e institucional. En este campo, juega un papel fundamental el combatir los desbalances financieros del sector público de forma más integral y permanente por sus efectos positivos en el largo plazo sobre la inflación y las tasas de interés y, con ello, sobre la estabilidad económica y el crecimiento. Debe mejorarse, además, la supervisión bancaria y propiciar una mejor internalización y cobertura de los riesgos cambiarios que lleve la dolarización a niveles más razonables, con el fin de aumentar la solidez del sistema financiero y reducir así su fragilidad. Finalmente, por la relevancia de sus efectos sobre la volatilidad y la vulnerabilidad de la economía, debe evaluarse la conveniencia de mantener para los próximos años los sistema monetario y cambiario vigentes hoy en Costa Rica.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Absalón, C. y C. Alvarado. (2000). *La presión sobre el mercado de cambios en México: 1988-2000*. Puebla, México: Benemérita Universidad Autónoma de Puebla (BUAP).

Berg, A., E.Borensztein, G. Milesi-Ferreti y C. Pattillo. (1999). *Anticipating Balance of Payments Crises. The Role of Early Warning Systems*. IMF Occasional Paper No. 186. Washington: Fondo Monetario Internacional.

Berg, A., E. Borensztein y C. Pattillo. (2004). *Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice*. IMF Working Paper WP/04/52. Washington: Fondo Monetario Internacional.

Buch, C. (2002). *Business cycle volatility and Globalization: A survey*. Kiel Working Paper No. 1107. Kiel, Alemania: Kiel Institute of World Economics.

Caballero, R. (2001). "Macroeconomic volatility in Latin America: A view and three case studies", en *Estudios de Economía*, Vol. 28, No. 1.

Chui, M. (2002). *Leading indicators of balance-of-payments crises: a partial review*. Londres: Bank of England.

Denizer, C., M. Iyigun y A. Owen. (2000). *Finance and macroeconomic volatility*. International Financial Working Paper No. 670. Washington: Banco Mundial.

Díez de los Ríos, A. y A. Ortiz. (2001). "Crisis cambiarias en Latinoamérica: factores específicos e internacionales", en *La Nueva Agenda de América Latina*, No. 790.

Edwards, S. y E. Levy (2003). *Flexible exchange rates as shock absorbers*. NBER Working Paper No. 9867. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Eichengreen, B., A. Rose y C. Wyplosz. (1997). *Contagious currency crises*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

García, C. e I. Olivié. (2000). "Causas de las crisis cambiarias en las economías emergentes", en Comercio Exterior, junio de 2000.

Méndez, E. y A. Kikut. (2003). *La dolarización parcial en Costa Rica*. San José: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica.

Montiel, P. (2003). *Macroeconomics in emerging markets*. Cambridge: Cambridge University Press.

Pesenti, P. y C. Tille. (2000). "The economics of currency crises and contagious: an introduction", en *Economic Policy Review*. Nueva York: Federal Reserve Bank of New York.

Reinhart, C. K. Rogoff y M. Savastano. (2003). *Debt intolerance*. NBER Working Paper No. 9908. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Rojas, M. (2004). *Análisis de la intolerancia de la deuda externa costarricense*. San José: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica.

Subbaraman, R., R. Jones, y H.Shiraishi. (2003). *Financial crises: an early warning system*. Nueva York: Lehman Brothers.

ANEXO

CUADRO A.1

INDICADORES POTENCIALES DE CRISIS CAMBIARIAS

CATEGORÍA	VARIABLES	COMENTARIOS
Perfil de capital de la balanza de pagos	Reservas internacionales, flujos de capital, flujos de capital de corto plazo, inversión extranjera directa, diferenciales de tasa de interés.	Variables relacionadas principalmente con los modelos de primera generación.
Perfil de la deuda externa	Deuda pública, deuda privada, deuda de corto plazo, servicio de la deuda y ayuda externa.	El perfil de la deuda brinda un panorama de la carga del servicio de la deuda, de los riesgos de liquidez y de la robustez de la situación de reservas monetarias del país.
Cuenta corriente de la balanza de pagos	Tipo de cambio real, balance de cuenta corriente, balance comercial, exportaciones, importaciones, términos de intercambio, precio de las exportaciones, ahorro, inversión y los vínculos comerciales regionales.	La cuenta corriente se asocia con los fundamentales económicos. Los vínculos comerciales con la región pueden ser usados como variables *proxy* del contagio.
Variables internacionales	Crecimiento del PIB real, tasa de interés y nivel de precios del exterior relevantes para el país.	Interesan especialmente en los modelos de enfoque estructural, que explican las causas de crisis en términos de elementos que aumentan la vulnerabilidad a ataques especulativos.
Liberalización financiera	Crecimiento del crédito, cambio en el multiplicador monetario, tasa de interés real y margen de intermediación financiera.	Se aduce que la liberalización financiera incompleta y sin controles es una de las causas del riesgo moral.
Otras variables financieras	Crédito del banco central al sistema bancario, crecimiento monetario, rendimiento de los bonos, premio de intereses en el mercado paralelo.	Son de menor importancia que las anteriores.

continúa...

	VARIABLES	COMENTARIOS
Sector real	Crecimiento del PIB real, producto, brecha del producto, empleo, salarios y cambios en los precios de las acciones.	Fundamentados principalmente en los modelos de primera generación.
Variables fiscales	Déficit fiscal, consumo del gobierno y crédito al sector público.	Fundamentados principalmente en los modelos de primera generación.
Variables políticas	Índice de estabilidad política.	Afecta las expectativas de los agentes económicos.
Factores institucionales	Apertura, controles cambiarios, duración de las fijaciones cambiarias.	Pueden relacionarse con cualquier tipo de modelo.

FUENTE: Chui (2002).

CUADRO A.2

ESPECIFICACIÓN DE LOS MODELOS DE ALERTA TEMPRANA

	DCSD	KLR	GS-WATCH	EMRI	DB ALARM CLOCK
Definición de crisis	Promedio ponderado de los cambios mensuales del tipo de cambio y las reservas más 3 desviaciones estándar sobre el promedio del país.	Ídem DCSD.	Promedio ponderado de los cambios trimestrales del tipo de cambio y de las reservas sobre el umbral específico de cada país.	Depreciación cambiaria mayor del 5 por ciento y al menos el doble de la registrada durante el mes anterior.	Varios "puntos disparadores". Depreciación mayor del 10 por ciento e incremento de la tasa de interés mayor del 25 por ciento.
Horizonte	2 años.	2 años.	3 meses.	1 mes.	1 mes.
Método	Regresión PROBIT con las variables rhs medidas en términos porcentuales de cada país.	Promedio de los indicadores, ponderado por la frecuencia de las predicciones correctas. Las variables son medidas como indicadores 0 ó 1 de acuerdo al umbral escogido para minimizar la razón ruido/señal.	Regresión LOGIT con la mayor parte de las variables rhs medidas como indicadores 0 ó 1 con base en los umbrales encontrados en una autorregresión con una *dummy*.	Regresión LOGIT con variables rhs medidas en logaritmos. Luego toman la desviación con respecto a la media y se estandarizan.	Sistemas de dos ecuaciones simultáneas LOGIT.
Variables	Sobrevaluación, cuenta corriente, pérdida de reservas, crecimiento de las exportaciones, deuda/reservas.	Sobrevaluación, cuenta corriente, pérdida de reservas, crecimiento de las exportaciones, reservas/M2 (nivel), reservas/M2 (crecimiento), crecimiento del crédito interno, cambio en el multiplicador monetario, tasa de interés real, exceso de saldos, M1.	Sobrevaluación, crecimiento de las exportaciones, reservas/M2 (nivel), requerimiento de financiamiento, mercado accionario, eventos políticos, liquidez global, contagio.	Sobrevaluación, deuda/exportaciones, crecimiento del crédito al sector privado, reservas/importaciones (nivel), precios del petróleo, crecimiento en el precio de acciones, crecimiento del PIB, contagio regional.	Sobrevaluación, producción industrial, crecimiento del crédito interno, mercado accionario, contagio de devaluación, contagio de presión del mercado, *dummies* regionales, tasa de interés.

Siglas: DCSD: Developing Country Studies Division; Berg, Borensztein, Milesi-Ferreti y Patillo (1999), FMI. KLR: Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998). GS-Watch: Goldman, Sachs (1998), EMRI: Credit Suisse First Boston (2000). DB Alarm Clock: Deutche Bank (2000).

FUENTE: Berg y otros (2004).

CUADRO A.3

INDICADORES POTENCIALES DE CRISIS CAMBIARIAS. CÁLCULO DE LA REGRESIÓN

Variable dependiente: BINARIA1

Método: ML - Binario PROBIT (Quadratic hill climbing)

Muestra: 1986:01 2003:12

Observaciones incluidas: 216

Convergencia lograda luego de 6 iteraciones

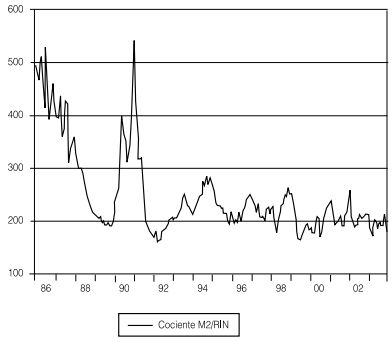
Matriz de covarianzas calculada usando segundas derivadas

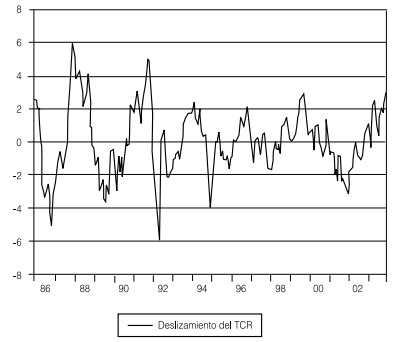
Variable	Coeficiente	Error est.	z-Statistic	Prob.
C	-9,909835	2,181494	-4,542683	0,0000
M2RMINIC	0,010349	0,001551	6,671723	0,0000
DESA_ITCER	-0,175557	0,055478	-3,164441	0,0016
LOGBRENT	1,104940	0,573199	1,927673	0,0539
DIFTASAS	0,192500	0,031875	6,039144	0,0000

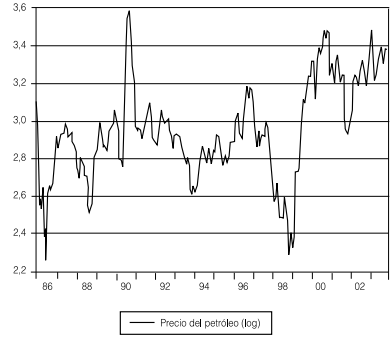
Mean dependent var	0,277778	S.D. dependent var	0,448944
S.E. of regression	0,347316	Akaike info criterion	0,773237
Sum squared resid	25,45266	Schwarz criterion	0,851368
Log likelihood	-78,50955	Hannan-Quinn criter.	0,804802
Restr. log likelihood	-127,6219	Avg. log likelihood	-0,363470
LR statistic (4 df)	98,22475	McFadden R-squared	0,384827
Probability(LR stat)	0,000000		
Obs with Dep=0	156	Total observaciones	216
Obs with Dep=1	60		

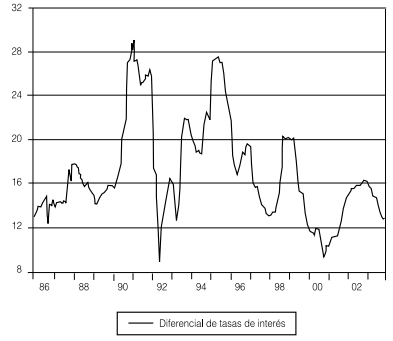
GRÁFICO A.1

VARIABLES EXPLICATIVAS DE LA PROBABILIDAD DE CRISIS (MODELO PROBIT)









VII

ÁREAS PRIORITARIAS DE ACCIÓN

FRANCISCO DE PAULA GUTIÉRREZ*

INTRODUCCIÓN

Agradezco a la Academia de Centroamérica por la invitación a participar en este foro y los felicito por la iniciativa de organizarlo. Costa Rica necesita la apertura de ambientes para pensar y compartir pensamiento y la Academia ha jugado y juega esta tarea con mucho éxito. En momentos cuando las discusiones se centran en temas de corto plazo, es oportuno el espacio para reflexionar con una visión más de largo plazo, como medio para avanzar en la formación de consensos y en la definición de criterios para la acción.

Don Eduardo Lizano, al final de su exposición, planteó de manera muy clara los retos que enfrentan el Banco Central y el país en materia de política económica. Por eso voy a tomar su ponencia como base para mi presentación y a profundizar en aquellas áreas en las que, en mi criterio, debemos concentrar los esfuerzos durante los próximos 18 ó 20 meses. No me cabe duda que el reto más importante que enfrentamos es crear las condiciones para extender en el horizonte este período de veinte años sin crisis y avanzar hacia una etapa se crecimiento sostenido con estabilidad. En el análisis económico es relativamente conocido cómo comienzan las crisis; pero ese conocimiento no es tan claro respecto a la forma cómo evolucionan y terminan o a la valoración de su costo en una sociedad. Por ello debemos hacer lo necesario para evitarlas.

* Esta es una transcripción editada de la exposición presentada en el seminario.

Los costarricenses tenemos dificultad para adoptar decisiones importantes. Preferimos, como ha dicho reiteradamente don Eduardo, seguir con el "nadadito de perro". Para algunos es tentador pensar que solo en una situación de crisis es posible resolver los problemas y lograr acuerdos para tomar acciones, las cuales serían difíciles o casi imposibles de adoptar en circunstancias normales. Yo difiero de esa visión. Prefiero seguir sin crisis y con lentitud en la adopción de las decisiones, a enfrentar una situación como la vivida por Costa Rica a principios de los años ochenta, cuyas consecuencias todavía las sienten algunos sectores, especialmente aquellos que se vieron forzados a salir del sistema educativo formal. Por eso nuestra principal tarea es identificar y corregir las vulnerabilidades existentes, antes que ellas lo hagan con nosotros.

1. TRES FUENTES DE VULNERABILIDAD

Si bien durante los últimos veinte años no hemos enfrentado una crisis financiera, la evolución de algunos de los indicadores de nuestra economía nos señala un aumento en el grado de vulnerabilidad. Quisiera concentrarme en tres fuentes de vulnerabilidad, las cuales han ido agravándose en los últimos años.

La primera fuente de vulnerabilidad es la relacionada con las finanzas públicas; aquí el tema más importante es la posibilidad de mantener y financiar un desequilibrio fiscal sin provocar presiones inflacionarias en el sistema. Para responder esa duda es necesario analizar el comportamiento de la deuda pública, tanto interna como externa, y su dinámica futura. La crisis de principios de los años ochenta fue, inicialmente, una crisis de deuda externa. A partir de ese momento y durante los años ochenta, la deuda consolidada del sector público descendió hasta culminar con la renegociación de la deuda externa en 1990. Pero en los últimos años la relación de la deuda respecto al producto interno bruto ha aumentado: en el año 2000 esa relación era 46,2 por ciento; en el 2002 subió a 50,6 por ciento y en el 2003, a 50,7 por ciento.

Este crecimiento en la relación de la deuda respecto al PIB se ha presentado a pesar de la reducción en los niveles de tasa de interés, tan-

to en los mercados externos como, en algún grado, en el mercado doméstico. Sin embargo, esta situación no se va a mantener pues ya se inició el proceso de incremento en las tasas internacionales y, consecuentemente, en las locales. Ante esta nueva realidad cabe preguntarnos, ¿hasta cuándo podremos financiar el déficit fiscal global sin tener que pagar tasas de interés prohibitivas? ¿Cuán rápido va a aumentar la relación de la deuda respecto al PIB si no hacemos la tarea que nos corresponde?

Algunos pueden creer que siempre será posible conseguir el financiamiento para el déficit fiscal si se está dispuesto a pagar un poco más en la tasa de interés. Pero la función de oferta de fondos no es continua respecto a la tasa de interés y a niveles altos de la tasa los prestamistas cierran la llave de los recursos, al hacerse evidente la insostenibilidad de la deuda. Las experiencias observadas en varios países latinoamericanos son suficientemente claras al respecto. Este es un primer tema sobre vulnerabilidad que debemos enfrentar.

La segunda fuente de vulnerabilidad se relaciona con la sostenibilidad del déficit externo. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ha venido aumentando en los últimos años y ya supera el equivalente del 5 por ciento del PIB. Parte del crecimiento de este déficit ha ocurrido a consecuencia de mayores influjos de inversión extranjera directa. Esta parte no me preocupa, pues, en el fondo, una situación de este tipo implica la existencia de una decisión de invertir conjuntamente con una decisión de importar o de retener las utilidades en el país. Así, aunque la decisión de incrementar las importaciones aumenta el déficit de la cuenta corriente, ese incremento se encuentra autofinanciado. Por otra parte, el déficit podría estar sobreestimado si hubiera un problema de registro en los ingresos por exportaciones de bienes y servicios, debido a los cambios tan marcados en la estructura económica del país. En depurar y mejorar esas cifras trabaja permanentemente la División Económica del Banco Central.

Sin embargo, cuando hablamos de un déficit en la cuenta corriente del orden de 5,5 por ciento del PIB, estamos hablando de un desequilibrio importante, aún y cuando pueda estar sobreestimado. Ello nos hace vulnerables porque estamos en condiciones menos favora-

bles para enfrentar perturbaciones externas que deterioren significativamente los términos de intercambio o eleven las tasas de interés de manera pronunciada. Por ejemplo, si se presentara un deterioro de los términos de intercambio y un nivel de tasas de interés internacionales como los prevalecientes durante el período 1979-1980, podríamos encontrar dificultades muy serias para mantener la estabilidad.

Debemos entonces preguntarnos si el país puede financiar permanentemente un desequilibrio externo de la magnitud del que estamos enfrentando y, caso contrario, cuál sería la forma como se comportaría el proceso de ajuste de la economía. Estos procesos de ajuste del sector externo son muy complicados y dolorosos, sobre todo cuando existe un nivel de dolarización financiera relativamente alto. Esto me lleva a la tercera fuente de vulnerabilidad de la economía, la cual está relacionada con el sector financiero.

El proceso creciente de dolarización de las carteras financieras no sólo le quita espacio al Banco Central para actuar en cuanto a su política monetaria, pues reduce la demanda de base monetaria, sino que también le limita las opciones para corregir el desequilibrio externo, al añadirle efectos secundarios no deseados al uso de la política cambiaria. Una variación significativa en el tipo de cambio repercutiría inmediatamente en los balances de los bancos del sistema, no tanto porque tengan problemas de descalce de monedas en sus activos y pasivos, sino porque los activos de moneda extranjera de los bancos están parcialmente constituidos por préstamos a agentes económicos no generadores de recursos externos, quienes podrían enfrentar dificultades si hubiera una modificación importante en el precio de la divisa.

Ante este tema cabe preguntarse si es posible revertir el proceso de dolarización sin afectar el desarrollo del sistema financiero, –esto es, sin tratar de "des-dolarizar" introduciendo restricciones a las tenencias o a los préstamos en moneda extranjera–, pues una decisión de esa naturaleza –una variación del tipo de cambio– podría provocar un traslado de recursos al exterior. Hacerlo de esa forma no soluciona ningún problema sino "esconde la basura debajo de la alfombra". Un proceso de "des-dolarización" requiere de un cambio en las con-

diciones básicas de la economía, empezando por el logro de una mayor estabilidad. Sólo así se puede inducir a una mayor demanda de instrumentos financieros denominados en colones.

2. UN CAMBIO DE ESTRATEGIA

Estas tres fuentes de vulnerabilidad sugieren la dificultad de continuar con la misma estrategia seguida hasta este momento. En una conversación que tuvimos –también organizada por la Academia de Centroamérica– en abril de 1990, don Arnold Harberger decía que los costarricenses habíamos tenido una habilidad pasmosa para ir encontrando "parqueos" en donde ubicar el déficit fiscal. Pero ya desde entonces nos advertía que no iba a ser posible continuar con esa estrategia, porque esos "parqueos" estaban llenos. Sin embargo, desde entonces hemos tenido la habilidad para añadirle pisos, comprar manzanas adyacentes y duplicar su tamaño. Pero no veo como continuar haciéndolo, pues el "grado de ocupación" es ya muy elevado y hay dificultad para encontrar nuevos terrenos donde construirlos.

La sostenibilidad de la estrategia seguida se pone en duda cuando tenemos una relación de la deuda pública con respecto al PIB del 50 por ciento –y creciente–, un grado de dolarización financiera ligeramente mayor al 50 por ciento –y creciente– y un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos superior al 5 por ciento del PIB durante los últimos tres años. Porque en una economía como la costarricense, dependiente de los ingresos de capital provenientes de los mercados financieros, este tipo de comportamiento envía un mensaje nada favorable al resto del mundo, el cual, además, nos está observando con mucha mayor atención que hace catorce años, cuando estábamos en un proceso de reducción del nivel de la deuda externa a través de su renegociación.

En otras palabras, si queremos seguir sin crisis debemos atacar a fondo los problemas estructurales. Esta situación, lamentablemente, no está clara en el país. Quienes tenemos o hemos tenido la responsabilidad por el manejo de la política económica no hemos sido lo suficientemente claros para explicar la necesidad de hacer los cambios requeridos con el propósito de continuar con la estabilidad

relativa disfrutada en los últimos veinte años. Para avanzar sobre esta línea, voy a dedicar el resto de mi exposición a comentar algunas de las iniciativas de política económica que estamos tratando de impulsar para incidir sobre esas tres fuentes de vulnerabilidad.

Sostenibilidad de la deuda consolidada del sector público

Todos conocemos los elementos centrales de la dinámica de la relación deuda/PIB. Sabemos que, en ausencia de un superávit primario, dicha relación aumenta si la tasa de interés real de la deuda supera la tasa de crecimiento real de la economía. Esa ha sido la realidad de la economía de Costa Rica en los últimos años. Hacemos grandes esfuerzos para alcanzar una tasa de crecimiento real del orden del 5 por ciento, pero tenemos dificultades para mantenerla por varios años. Es como si fuera un techo del cual no podemos pasar. El año pasado, por ejemplo, el crecimiento real del PIB fue 6,5 por ciento, pero, para este año, la estimación ronda el 4,0 por ciento. Mientras esto sucede con el crecimiento, la situación con la tasa de interés real es la contraria: cuando nos va muy bien, la tasa se ubica en el orden del 5 por ciento, pero muy a menudo alcanza niveles del 6 o del 7 por ciento. Es como si el 5 por ciento fuera un piso del cual no podemos bajar.

En otras palabras, estas dos variables clave de la dinámica de la deuda se cruzan de vez en cuando, pero la situación normal es una tasa de interés real mayor a la tasa de crecimiento real de la economía. Consecuentemente, si queremos tener una deuda sostenible en el tiempo –valga decir, donde la relación deuda/PIB no aumente– necesitamos generar un superávit primario mucho mayor al generado en los últimos años.

En el año 2002 el sector público global presentó un déficit primario equivalente al 0,6 por ciento del PIB. En el 2003, gracias a contar con la *Ley de Contingencia Fiscal* y debido a un esfuerzo importante de reducción de gastos por parte del Ministerio de Hacienda, el sector público global mostró un superávit primario de 0,6 por ciento y el del Gobierno Central alcanzó 1,4 por ciento del PIB. Pero esos niveles no son suficientes, se tiene, pues, una tarea muy clara en el cam-

po fiscal, la cual se resume en la necesidad de aumentar el superávit primario del sector público, principalmente el del Gobierno Central. ¿Cómo hacerlo?, ¿cómo incrementar de manera permanente el resultado primario a niveles que nos hagan sostenible la deuda?, ¿se trata sólo un asunto de reducir el gasto?

La discusión central en materia de la sostenibilidad fiscal es buscar la forma de aumentar el resultado primario, particularmente el del Gobierno Central, para llevar el resultado del sector público global a un nivel cercano al 2,5 por ciento del PIB, sin sacrificar los programas básicos del Estado. Con ello se lograría una dinámica positiva de la deuda. Pero un incremento del resultado primario sólo puede lograrse de dos formas: reduciendo los gastos diferentes a los intereses o aumentando los ingresos.

Al analizar esta opción me parece que la posibilidad de reducir los gastos no es esa la vía para lograr de manera sostenida el objetivo. El problema no es un exceso de gastos, pues hay una serie de necesidades sociales mal atendidas; el problema es su calidad. Debemos hacer ingentes esfuerzos para mejorar la calidad del gasto, no para ahorrarnos esos recursos y tener un superávit primario mayor por esa vía, sino fundamentalmente para poder hacer los gastos que deberíamos estar haciendo sin ponerle una presión mayor a las finanzas públicas.

No hay duda de lo importante que es redoblar esfuerzos para corregir ineficiencias, evitar duplicaciones y eliminar despilfarros. Tampoco de la conveniencia de buscar formas alternativas para propiciar la participación privada en servicios brindados por el Estado. Pero aunque debemos buscar formas de reacomodar el gasto, no vamos a poder rebajar significativamente su relación con respecto al PIB, pues hay áreas de gasto muy importantes para el desarrollo de nuestra economía las cuales no las estamos pudiendo financiar adecuadamente. Por eso, desde mi perspectiva, necesitamos incrementar los ingresos.

Para determinar la magnitud del esfuerzo a acometer en el campo fiscal es conveniente efectuar algunas proyecciones sobre la deuda y su dinámica. Manrique Sáenz, investigador del Banco Central, ha

estado haciendo algunos ejercicios de simulación sobre este tema, cuyos resultados generales quisiera compartir.

Un primer ejercicio consiste en mantener la situación actual sin efectuar cambios significativos en las variables clave. Este ejercicio considera un resultado primario del sector público global de 0,8 por ciento del PIB durante el período 2005-2010 y una tasa de crecimiento promedio anual de la economía de 3,5 por ciento. La tasa real de interés, sin embargo, no puede mantenerse a los niveles observados en el 2004, pues la tasa internacional va a aumentar en los próximos meses y años. Así, se supone un crecimiento de la tasa LIBOR desde el 2,0 por ciento previsto para el 2004 a 5,5 por ciento en el período 2008-2010, o sea, un aumento de 350 puntos base; este nivel no parece descabellado pues era el nivel prevaleciente hace 3 ó 4 años. Pero el costo del financiamiento también se incrementa por una mayor prima de riesgo-país como consecuencia de la ausencia de la reforma fiscal.

Con estos supuestos, la relación de la deuda consolidada del sector público respecto al PIB pasaría de 50,7 por ciento en el año 2003 a 58,3 por ciento en el año 2010 (Ver Cuadro 7.1). A su vez, el déficit financiero del sector público global alcanzaría 6,8 por ciento del PIB en ese último año. Esos niveles, a los cuales se llegaría de una forma paulatina, no necesariamente serían financiables. En otras palabras, sería difícil llegar a 26 años sin crisis en ausencia de acciones fiscales importantes.

Desde luego que es posible hacer ajustes fiscales y aumentar el resultado primario reduciendo los gastos y deteriorando la calidad o la cantidad de los servicios sociales básicos. Eso lo hicimos a raíz de la crisis de principios de los años ochenta, con consecuencias muy desfavorables para los grupos sociales de menores ingresos. De hecho, las consecuencias del deterioro en los servicios de educación pública todavía las estamos enfrentando y constituyen uno de los frenos para reducir los niveles de pobreza. Esa solución, para mí, es inaceptable. Por ello considero necesario hacer los esfuerzos requeridos para aumentar el superávit primario por la vía de allegar mayores ingresos a las arcas fiscales. De ahí la importancia de la Reforma Tributaria que se encuentra actualmente en discusión en la Asamblea Legislativa.

CUADRO 7.1

EJERCICIO DE SIMULACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA SIN REFORMA FISCAL
2004-2010
Porcentajes

	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2010
					SUPUESTOS				
Resultado primario / PIB	0,6	-0,6	0,6	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Crecimiento real PIB	1,8	3,0	6,5	3,9	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Tasa real de interés	10,6	7,0	7,9	4,8	8,7	10,2	9,3	9,1	9,0
Inflación (deflator PIB)	7,1	9,1	7,8	10,6	10,0	9,4	9,0	9,0	9,0
Tasa LIBOR (6 meses)	6,7	1,9	1,2	2,0	3,7	4,7	5,0	5,5	5,5
					RESULTADOS				
Deuda S. Público / PIB	46,2	50,6	50,7	48,2	48,9	50,9	52,7	54,5	58,3
Déficit financiero / PIB	3,8	5,4	4,3	3,9	5,2	5,9	6,1	6,3	6,8

El Ministerio de Hacienda calcula una recaudación adicional con esta reforma de un monto equivalente a 2,54 por ciento del PIB. Suponiendo que una parte de esa recaudación –alrededor de 0,75 por ciento del PIB– se destine a incrementar los gastos, y otra parte compense la pérdida de los ingresos de la ley de contingencia fiscal vigente únicamente durante el 2003 –alrededor del 0,6 por ciento del PIB–, tendríamos, para efectos de proyección, un remanente de 1,2 por ciento del PIB para incrementar el resultado primario del Gobierno Central. Así, esta variable pasaría de 1,4 por ciento en el 2003, a 2,6 por ciento del PIB en el período 2005-2010 y, en el sector público global alcanzaría 2,4 por ciento del PIB.

Si se analizan los diferentes informes sobre la economía de Costa Rica efectuados por las calificadoras de crédito, resulta evidente que una de las debilidades principales que es señalada a nuestro país es la presencia del problema fiscal y la incapacidad interna para resolverlo. Una acción que realmente solucione ese problema nos permitiría entonces mejorar la percepción de riesgo de crédito y reducir la prima de riesgo-país, por lo cual la tasa de interés real podría ser menor. Tasas reales de interés más bajas ayudarían a estimular un mayor crecimiento de la economía, lo cual nos permitiría entrar en un círculo virtuoso de sostenibilidad de la deuda, al tener un mayor

crecimiento real, una menor tasa de interés y un mayor superávit primario.

Los ejercicios de simulación muestran que con un resultado primario del sector público global equivalente al 2,4 por ciento del PIB durante el período 2005-2010, un crecimiento del PIB real de 4,0 por ciento en el período 2007-2010 y un premio en la tasa de interés inferior en 80 puntos base al utilizado en la simulación anterior, la relación deuda/PIB disminuiría sistemáticamente. Es decir, que un esfuerzo sostenido para aumentar el resultado primario permitiría iniciar un proceso de reducción del peso de la deuda en el PIB y mitigar así la vulnerabilidad asociada a esta variable en la economía.

Estas consideraciones sobre la vulnerabilidad fiscal también se encuentran en los análisis efectuados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) durante el ejercicio de revisión anual de la economía costarricense. El FMI supuso que, con la aprobación de la reforma fiscal, el resultado primario llegaría al equivalente del 2,0 por ciento del PIB a partir del 2006, lo cual provocaría que la relación deuda/PIB disminuyera en 4,3 puntos porcentuales entre el 2003 y el 2008. Pareciera, pues, que la forma de romper el círculo vicioso de la deuda es incrementar el resultado primario del sector público. Sin hacer ese esfuerzo fiscal sería muy difícil avanzar en esa dirección, pues no se reduciría la tasa de interés real y, consecuentemente, se dificultaría alcanzar tasas de crecimiento económico elevadas y sostenidas.

Las pérdidas del Banco Central

Hay un segundo punto respecto a la búsqueda de una menor vulnerabilidad fiscal. Costa Rica tiene un déficit financiero del sector público consolidado relativamente alto, en el orden del 4,5 por ciento del PIB. Este desequilibrio financiero refleja la presencia de un componente inflacionario de magnitud no despreciable en la estructura de las tasas de interés. El efecto de ese componente sobre le déficit financiero es significativo: dada una relación de la deuda respecto al PIB del 50 por ciento, un componente inflacionario del 10 por ciento aplicado a la totalidad de la deuda, causaría un desequilibrio

financiero del 5 por ciento del PIB. Esa es básicamente la situación que vivimos en estos momentos.

Si bien los diferentes niveles de inflación no afectan la relación de la deuda respecto al PIB, pues la inflación aparece tanto en su numerador como en su denominador, un déficit financiero alto, aunque sea causado por la inflación, sí afecta la percepción de riesgo-país y la vulnerabilidad del financiamiento, pues introduce una nueva dimensión de riesgo al ser necesario refinanciar ese componente inflacionario. Ello nos lleva a considerar las limitaciones que enfrentamos para bajar la tasa de inflación las cuales, en gran parte, pasan por el problema de la estructura del balance del Banco Central de Costa Rica.

Rodrigo Bolaños ha señalado en forma muy clara que el problema del Banco Central es un problema de "desbalance en su balance". En efecto, el Banco Central tiene pasivos con costo mucho mayores a los activos con rendimiento, y, además, el costo de esos pasivos es mayor que la rentabilidad de los activos, pues la tasa pasiva debe incorporar las características del riesgo-país, mientras la rentabilidad de los activos, dada la forma como el Banco Central debe manejar las inversiones de las reservas internacionales, es casi la tasa libre de riesgo.

En estas circunstancias, con un Banco Central con patrimonio negativo y pérdidas financieras del orden del 1,5 por ciento del PIB, el uso del impuesto inflacionario se convierte en una necesidad. Mientras no se solucione el problema patrimonial del Banco Central, la decisión sobre la política monetaria casi se limita a una decisión de cuánto impuesto inflacionario utilizar hoy y cuánto en el futuro.

Si se decidiera usar excesivamente el impuesto inflacionario –valga decir, si se aceptan inflaciones del 15 o del 20 por ciento– y esto no trajera ninguna otra consecuencia, se lograría acortar el período en el cual el Banco Central lo usa como instrumento de política. Como hemos decidido buscar inflaciones menores a esos niveles, estamos alargando el período en el cual el Banco Central necesita utilizar el impuesto inflacionario. Pero además, al seguir dependiendo en esa modalidad de financiamiento, estamos erosionando la base sobre la

cual cobramos ese impuesto inflacionario. De esta forma, estamos viendo que, año con año, la gente se está "saliendo" de la base monetaria en colones y se está moviendo a dolarizar sus carteras, con lo cual cada vez tenemos una menor base sobre la cual recaudar el impuesto.

Desde luego, existen otras formas de financiar las pérdidas del Banco Central. Una sería perder las reservas internacionales e ir liquidando los activos del Banco Central, los cuales tienen un rendimiento inferior al de los pasivos, y pagar con esos recursos los pasivos relativamente caros. Pero eso no es viable, pues hay un exceso de pasivos con costo respecto a los activos rentables. Si tratáramos de reducir las pérdidas por esta vía, las reservas internacionales se nos agotarían antes de cancelar los pasivos con costo y sólo lograríamos aumentar radicalmente la vulnerabilidad y precipitar el advenimiento de una crisis financiera.

Algunos analistas, más bien, nos llaman la atención pues consideran relativamente bajo nuestro nivel de reservas. Este tipo de análisis se enfoca más a la cobertura de las reservas internacionales respecto a los agregados monetarios y no respecto a las importaciones, como era la medición tradicional de suficiencia de reservas, cuando las cuentas de capital de la balanza de pagos se mantenían relativamente cerradas. Así, no pareciera que la solución de las pérdidas pueda provenir de una pérdida de reservas monetarias.

El Banco Central podría también financiarse mediante el encaje legal. En el Banco reconocemos que esta vía, si bien nos ayuda a reducir nuestras pérdidas, tiene efectos desfavorables sobre la economía, al aumentar el margen de intermediación y al crear incentivos para efectuar ciertas operaciones financieras fuera de los intermediarios regulados. Además, el Banco Central debería usar el encaje con criterio de política monetaria y no para financiar su déficit cuasi-fiscal.

Por ello, el peso principal de la política de absorción monetaria ha descansado en las operaciones de mercado abierto. Pero este tipo de operaciones nos generan un efecto de "bola de nieve", pues solo permite posponer, pero no elimina, el problema del financiamiento

inflacionario del déficit del Banco Central. Ante este panorama, si se quiere reducir la presión inflacionaria de manera permanente, es necesario reconocer que los instrumentos a disposición del Banco Central son insuficientes, por lo cual es indispensable buscar una solución alternativa al problema de las finanzas del Ente Emisor.

Un aspecto adicional sobre el problema de la inflación. En varios de los estudios que hemos hecho en el Banco Central sobre el nivel y la tendencia de la inflación, surge el tema del componente inercial provocado por la política de minidevaluaciones. Ello podría inducirnos a la tentación de detener o reducir el ritmo del ajuste cambiario. Pero, ¿sería posible hacerlo dado el proceso de emisión monetaria provocada por las pérdidas del Banco Central? Nuestra respuesta es negativa, pues si buscamos reducir las vulnerabilidades, una decisión de anclar el tipo de cambio nominal o reducir drásticamente la pauta de deslizamiento cambiario, afectando el nivel del tipo de cambio real, nos conduciría a una sobrevaluación de la moneda.

En estas circunstancias, si no existe una razón de peso por la cual poder tener esa sobrevaluación, la gente muy rápidamente podría empezar a apostar en contra de la moneda, reduciendo entonces la capacidad de conservar la estabilidad relativa, pues se atacaría la posición de reservas monetarias internacionales. Por ello, si buscamos romper los factores de inercia asociados al esquema cambiario, necesitamos algo más que una simple decisión sobre la pauta; requerimos de un cambio en las expectativas y en las condiciones generales de la economía.

Los recursos de la reforma fiscal son una fuente importante para enfrentar el problema de las pérdidas del Banco Central. Con la reforma fiscal el país está tomando la decisión de reducir el déficit fiscal. Ese ha sido el argumento central para promover y defender el proyecto. La decisión, pues, no es si gastar los nuevos recursos fiscales en una actividad u otra, sino en financiar parcialmente el servicio de la deuda. La reforma tiene sentido en el tanto nos ayude a reducir la vulnerabilidad fiscal y eso pasa por aumentar el resultado primario.

Ahora bien, si ya se tiene la decisión de aumentar el resultado primario, la siguiente pregunta es ¿dónde reducir el déficit financiero?

¿En el Gobierno Central o en el Banco Central? Y me parece que poniendo la reducción de la parte financiera en el Banco Central, estamos rompiendo con la capacidad del sector público, aún vigente, de financiar su déficit con emisión monetaria pues, aunque en la reforma a su Ley Orgánica se le prohibió al Banco Central financiar al Gobierno Central, precisamente para evitar el impuesto inflacionario, no se le prohibió financiarse a sí mismo con emisión.

Trasladar las pérdidas del Banco Central al Gobierno implica reafirmar que no va a haber financiamiento monetario al déficit fiscal global. Eso, desde luego, tendría un impacto en la tasa de interés real de corto plazo, porque el financiamiento de todo el déficit fiscal debería lograrse sin utilizar un solo peso de impuesto inflacionario. No obstante, eso permitiría empezar a modificar la percepción inflacionaria de largo plazo, reducir la emisión monetaria y abrir la discusión sobre el esquema cambiario. La capitalización del Banco Central nos permitiría, entonces, tener un elemento de credibilidad para actuar sobre la pauta de minidevaluaciones, para actuar sobre el sistema cambiario y hacer creíble la reducción en la tasa de inflación. Ello, a su vez, permitiría avanzar en la reducción de la tasa nominal de interés, acrecentando el efecto favorable del aumento en el superávit primario sobre el déficit financiero del sector público.

Si se incorpora en el ejercicio de simulación de la deuda no sólo el incremento en el resultado primario, para llevarlo al equivalente del 2,6 por ciento del PIB, sino una reducción en la tasa de inflación, hasta llegar a niveles del 4 por ciento anual en el 2007, la relación deuda/PIB disminuiría a 42,7 por ciento en el 2010. Además, el déficit financiero del sector público global disminuiría del 4,3 por ciento del PIB observado en el 2003 a 1,9 por ciento del PIB en el 2010. Ahí tendríamos, pues, la mezcla de dos efectos que nos generarían una reducción importante en la vulnerabilidad fiscal: menor déficit y menor deuda. Los supuestos y resultados principales de este ejercicio se presentan en el Cuadro 7.2.

CUADRO 7.2

EJERCICIO DE SIMULACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA CON REFORMA FISCAL Y CAPITALIZACIÓN DEL BANCO CENTRAL POR PARTE DEL GOBIERNO, 2004-2010

Porcentajes

	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2010
					SUPUESTOS				
Resultado primario / PIB	0,6	-0,6	0,6	1,1	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Crecimiento real PIB	1,8	3,0	6,5	3,9	3,9	4,3	4,0	4,0	4,0
Tasa real de interés	10,6	7,0	7,9	4,8	7,5	7,6	8,0	8,4	8,1
Inflación (deflator PIB)	7,1	9,1	7,8	10,6	8,9	7,5	5,5	4,0	4,0
Tasa LIBOR (6 meses)	6,7	1,9	1,2	2,0	3,7	4,7	5,0	5,5	5,5
					RESULTADOS				
Deuda S. Público / PIB	46,2	50,6	50,7	48,2	46,7	45,5	44,7	44,1	42,7
Déficit financiero / PIB	3,8	5,4	4,3	3,9	3,0	2,9	2,5	2,2	1,9

Es posible, por tanto, enfrentar la vulnerabilidad fiscal. Pero para hacerlo requerimos de acciones claras y oportunas sobre el superávit primario y sobre la deuda del Banco Central, las cuales nos ayudarían a entrar en un círculo virtuoso, donde los tres elementos de la ecuación de la dinámica de la deuda –el resultado primario, la tasa de interés real y la tasa de crecimiento real– se modificarían para hacer que la relación deuda/PIB disminuya en el tiempo.

Sostenibilidad del déficit externo

La segunda fuente de vulnerabilidad se relaciona con la sostenibilidad del déficit externo. En los últimos años el país ha estado dependiendo cada vez más del ahorro externo para cubrir su brecha de ahorro e inversión doméstica. Parte de ese faltante ha tomado la forma de inversión extranjera directa; pero otra se ha financiado mediante movimientos de capital, tanto público como privado. Uno de los puntos que más preocupa respecto de la sostenibilidad de este tipo de desequilibrio es la reducción paulatina en la posición financiera del sector privado con el exterior, lo cual quiere decir que hay menos fondos de costarricenses en el exterior de lo que había en el pasado.

Esta situación afecta la estrategia de financiamiento del desequilibrio externo, pues no resulta tan sencillo provocar un incremento en los ingresos de capital con sólo aumentar levemente la tasa de interés. Cuanto menor sea la posición financiera de los costarricenses en el exterior, que son los que más fácilmente arbitran entre tasas de interés en colones y en dólares, más difícil puede ser financiar el desequilibrio. Como parte de los recursos que se podrían haber traído, ya han ingresado al país y como esos fondos son limitados, la tasa de interés debería aumentar cada vez más para compensar la percepción de riesgo adicional de los agentes no costarricenses.

Esa posibilidad de financiamiento se detiene en algún momento, pues la oferta de recursos no es una función continua de la tasa de interés, en el sentido de que al subir la tasa siempre será posible lograr cantidades incrementales de fondos. Llega un momento en el cual hay un nivel suficientemente alto de la tasa de interés donde los inversionistas prefieren no invertir en una economía. En Costa Rica todavía estamos lejos de ese nivel de riesgo y de tasa, pero no podemos ignorar la restricción, no sólo por la incertidumbre que puede presentarse sobre la capacidad de financiamiento, sino por el impacto de una política de tasas crecientes sobre el déficit fiscal y la sostenibilidad de la deuda.

¿Cómo podemos avanzar para reducir esa vulnerabilidad del sector externo? No quiero sonar monotemático, pero, desde luego, reducir el déficit fiscal es un paso importante. Hay una relación directa entre el déficit fiscal y el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Los estudios efectuados en el Banco sugieren que esa relación no es de uno a uno, es decir, no son exactamente "déficit gemelos", pero la relación es positiva y mucho mayor que cero. En esas circunstancias, una reducción del desequilibrio de las finanzas públicas nos permitiría, sin duda, avanzar en una reducción del desequilibrio externo en bienes y servicios y además, por la mejora en la posición de riesgo país, permitiría un alivio adicional en la cuenta corriente de la balanza de pagos por la vía de una reducción de la tasa de interés real.

Pero además, para disminuir la vulnerabilidad externa es muy importante avanzar en el proceso de apertura económica y en la con-

solidación de los mercados externos. En ese sentido, el Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos de América juega un papel primordial, al facilitarnos continuar con un crecimiento acelerado en las exportaciones y permitirnos seguir atrayendo inversiones orientadas, no a la producción de bienes para el consumo doméstico, sino a los mercados de exportación.

El otro instrumento que contribuye a reducir la vulnerabilidad externa, al incidir en el desequilibrio de la cuenta corriente y afectar las expectativas, es el comportamiento del tipo de cambio real. Según cálculos del Fondo Monetario Internacional, durante los años 2002 y 2003 la política cambiaria propició una depreciación del tipo de cambio real del orden del 15 por ciento. Esa depreciación real compensó con exceso la apreciación acumulada durante el período 2000-2001, la cual fue alrededor de un 8,5 por ciento.

En el Banco Central estamos claros que mientras mantengamos la política de minidevaluaciones con su consecuencia sobre la inercia inflacionaria, no podemos provocar una depreciación real en forma intensa todos los años mediante incrementos en el ritmo de la pauta cambiaria. El año pasado alcanzamos una depreciación real y en este año aspiramos a mantener el nivel de tipo de cambio real. Para ello seguimos una pauta orientada a tener una depreciación nominal del orden del 9,5 por ciento, la cual, dada la tasa de inflación internacional del 2 ó 2,5 por ciento, estimamos que será suficiente para cubrir la mayor inflación interna del año.

La política monetaria también debe orientarse a evitar un crecimiento fuerte de la demanda interna. Eso lo estamos observando en este momento. Las importaciones regulares acumuladas al mes de mayo crecieron apenas 2,1 por ciento; el valor de las importaciones totales, incluyendo aquellas destinadas a las zonas francas, aumentó 4,9 por ciento respecto a los primeros cinco meses del 2003, a pesar de los aumentos en los precios del petróleo y de ciertas materias primas. En otras palabras, la política monetaria no está incentivando las importaciones.

Sin embargo, tratar de reducir significativamente el desequilibrio externo utilizando sólo las políticas monetaria y cambiaria, requeri-

ría de modificaciones muy fuertes en la intensidad de los instrumentos, las cuales, además, tienen efectos no deseables. Por ejemplo, una política monetaria muy restrictiva causaría incrementos sustanciales en la tasa de interés interna, los cuales a su vez provocarían un ingreso de capitales que neutralizaría la restricción de los agregados monetarios. Un incremento en la pauta de depreciación, dados los mecanismos de traspaso a los precios domésticos, podría motivar una aceleración de la inflación y, consecuentemente, reduciría el efecto buscado sobre el tipo de cambio real.

Por ello sería mucho más efectivo –y generaría menos costos y distorsiones en la economía– si el esfuerzo de ajuste en las cuentas externas se hiciera con una mezcla más amplia de políticas, incluyendo a la política fiscal. No obstante, si esta política no se ejerce, el Banco Central utilizará los instrumentos a su alcance con el propósito de mantener los equilibrios financieros, aunque estamos conscientes que esa no es la mejor solución para el desarrollo y la sostenibilidad económica de largo plazo.

Una reducción del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos debería descansar principalmente en un incremento de las exportaciones, para lo cual es fundamental avanzar con políticas que garanticen un acceso adecuado a los principales mercados mundiales. Por ello es clave la aprobación y ratificación del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos de América.

El objetivo de buscar una reducción en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos debe balancearse con la importancia de continuar utilizando recursos de ahorro externo para financiar la inversión doméstica. En otras palabras, es importante reducir el déficit pero no eliminarlo, pues el país debe seguir utilizando ahorro externo. Lo importante es tener un desequilibrio cuyo financiamiento sea sostenible en el tiempo. De ahí la necesidad de crear condiciones favorables para la atracción de inversión extranjera y de mantener precios relativos que favorezcan la inversión en actividades relacionadas con los bienes y servicios sujetos al comercio internacional.

La vulnerabilidad financiera

La tercera fuente de vulnerabilidad es la relacionada con el sector financiero. Como mencioné, nos preocupa el proceso de dolarización, tanto de las carteras activas como pasivas de los bancos. Sabemos que el proceso responde a situaciones de diversa índole, las cuales, por una parte, son consecuencia del grado de apertura de la economía costarricense pero, por otra, reflejan tanto una falta de credibilidad en la política económica, en cuanto al cumplimiento de las promesas de estabilidad interna, como a imperfecciones en el mercado de crédito y en la estructura del sector financiero, las cuales permiten márgenes de intermediación muy distintos entre monedas.

En relación al mercado de depósitos, los costarricenses hemos ido prefiriendo poco a poco los activos denominados en moneda extranjera y prácticamente la mitad de la riqueza financiera del sector privado está denominada en ese tipo de moneda. Esto refleja una falta de confianza en la política económica, sobre todo en la monetaria, para eliminar la inflación, lo cual nos preocupa en el Banco Central. Además, conforme aumenta la demanda de moneda extranjera en detrimento de la moneda local, el ámbito de acción de la política monetaria se reduce, pues las medidas del Banco Central cada vez afectan un porcentaje menor de los activos financieros de la economía. Adicionalmente, la efectividad de la política cambiaria para reducir la demanda potencial de divisas se hace menor, pues ya buena parte de los activos financieros del público se convirtieron a moneda extranjera.

Por otro lado, la estructura del sistema bancario muestra imperfecciones y muchos agentes económicos consideran más favorable pedir préstamos en dólares que en colones, sin tener necesariamente fuentes de repago en moneda extranjera. Este aspecto es interesante, pues en cierta forma refleja confianza sobre la capacidad del Banco Central de mantener estabilidad en el mercado cambiario. Pero también refleja el efecto de una discrepancia importante en los márgenes de intermediación financiera entre colones y dólares, consecuencia en parte de mercados menos competitivos para los préstamos en moneda nacional. Este proceso de dolarización de las carte-

ras bancarias provoca una mayor vulnerabilidad en el sector financiero ante eventuales modificaciones en el tipo de cambio.

¿Debemos tratar a toda costa de reducir la dolarización de la economía? ¿Es posible hacerlo? En primer lugar, dado el alto grado de apertura de la economía, donde la relación de la suma de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios respecto al PIB nominal es cercana a la unidad, no debe ser motivo de preocupación la presencia de una proporción de activos y pasivos bancarios denominados en moneda extranjera. Al fin y al cabo, eso reflejaría una decisión de no especular por parte de los agentes económicos y de evitar el riesgo cambiario en sus balances de situación o sus estados de resultados. Sin embargo, la dolarización no se limita a esos sectores sino que abarca otras actividades no generadoras de divisas, las cuales demandan préstamos y depósitos en moneda extranjera. Es ese tipo de dolarización el que preocupa.

En segundo lugar, no hay duda que la persistencia de la tasa de inflación y la estabilidad relativa del tipo de cambio real –la ventaja que nos dan las minidevaluaciones– genera un incentivo para hacer transacciones en dólares. Tampoco hay duda que la estructura competitiva del sistema financiero provoca un margen de intermediación mayor en colones que en dólares, lo cual induce a tomar préstamos en la divisa estadounidense, aun y cuando la actividad a financiar no sea generadora de divisas. Adicionalmente, la alta tasa de inflación reduce la "edad promedio" de los préstamos en moneda nacional y hace mucho más atractivo endeudarse en moneda extranjera para quienes tienen proyectos de inversión de largo plazo, como es el caso de los préstamos para construcción y vivienda.

Por supuesto, la estabilidad relativa observada en el mercado cambiario genera un tipo de riesgo moral en los agentes económicos, pues existe la creencia que el Banco Central hará lo posible por mantener el tipo de cambio, la cual se refuerza al considerarse la dolarización de las carteras activas de los bancos.

Entonces, hay un conjunto de elementos que motivan la dolarización, pero muchos de ellos están relacionados con la tasa de inflación. Ello me lleva a concluir que una condición necesaria para re-

ducir la dolarización, dada la apertura de la economía, es el combate y abatimiento del proceso inflacionario. Con esto vuelvo nuevamente a insistir en la importancia de reducir el déficit fiscal y eliminar las pérdidas del Banco Central.

Si avanzamos hacia una menor inflación y una mayor capacidad para hacer política monetaria por parte del Banco Central, podríamos pensar eventualmente en sistemas cambiarios distintos al de las minidevaluaciones. Menores tasas de inflación, al incidir sobre una disminución de las tasas nominales de interés, también ayuda a reducir el diferencial en el margen financiero entre colones y dólares, en parte por su efecto en el costo de los encajes y, desde luego, permite ampliar los horizontes de análisis, pues los agentes económicos pueden pensar en depositar en colones a 5 ó 10 años o en pedir préstamos a 5 ó 10 años, sin verse obligados a prepagar el préstamo de una forma muy rápida, cargándole el componente inflacionario de los intereses.

Actuar sobre estos aspectos del sector financiero es muy importante para reducir la vulnerabilidad existente en este sector. Pero no es suficiente. Necesitamos, además, fortalecer la capacidad y efectividad de la supervisión financiera, lo cual pasa por avanzar hacia la supervisión consolidada de los grupos financieros. El grado de sofisticación de los agentes económicos es mucho mayor al que teníamos en el pasado y su capacidad para adoptar decisiones que afecten al sector es alta, como lo evidenció el episodio de turbulencia en el mercado de fondos de inversión y pensiones vivido durante abril y mayo de este año. Así que los temas de suficiencia patrimonial de los bancos y grupos financieros, medición, análisis y gestión de riesgo, calce de monedas y coberturas cambiarias son temas centrales para el fortalecimiento del sector.

CONCLUSIÓN

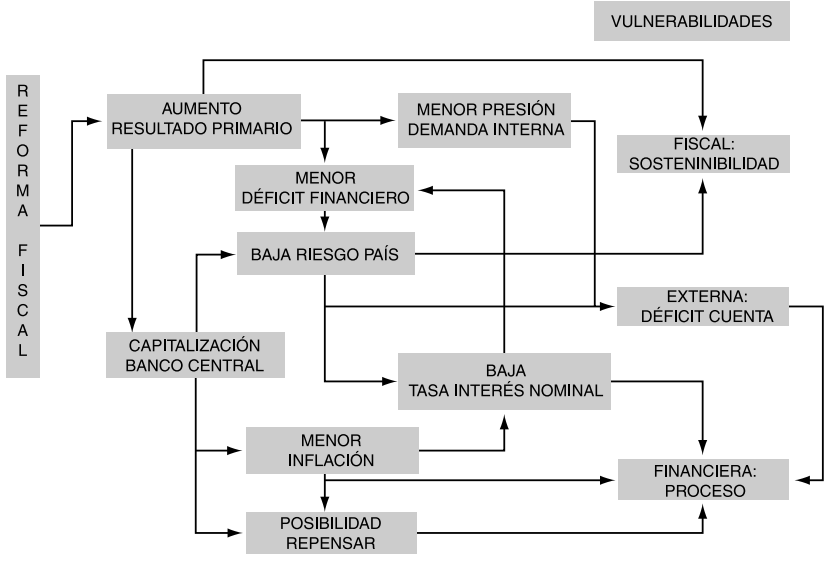
El análisis de las vulnerabilidades permite concluir que si queremos extender el período sin crisis por muchos años más, necesitamos tomar acciones estructurales fuertes y no simplemente seguir manejando las cosas como lo hemos estado haciendo, al administrar, pe-

ro no solucionar, los desequilibrios existentes. Si no hacemos transformaciones mayores en la parte fiscal y en la parte financiera, será difícil evitar la crisis por muchos años más.

Sin duda, la reforma fiscal es el primer elemento para hacer creíble las transformaciones y la reducción de la vulnerabilidad, tal como se representa en la Figura 7.1. La reducción del déficit fiscal, por la vía de un incremento en el resultado primario, no sólo permitiría aminorar la vulnerabilidad fiscal, al afectar la dinámica de la relación de la deuda pública respecto al PIB, sino que haría financieramente viable el traslado de las pérdidas del Banco Central al Gobierno Central, con lo cual el país estaría en capacidad de aspirar a niveles inflacionarios más bajos de manera sostenida. Estos aspectos coadyuvarían también a reducir la percepción de riesgo país y a disminuir la presión sobre el desequilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos. El logro de menores niveles inflacionarios es, como se señaló, un elemento importante para buscar una reducción del grado de dolarización en la economía nacional.

FIGURA 7.1

REFORMA FISCAL Y REDUCCIÓN DE VULNERABILIDADES



Me parece –y con esto termino– que si bien es clara la dirección a seguir en el campo de la política económica, el tiempo de acción se nos está agotando, al menos en lo referente a la modificación de la legislación fiscal. Conforme pasa el tiempo, se acerca más el proceso electoral, el cual, por su naturaleza, dificulta la adopción de este tipo de acciones. Posponer esta reforma por dos años, hasta la nueva administración, agravaría los desequilibrios y, sobre todo, enviaría un mensaje negativo a la comunidad internacional: la incapacidad nacional de adoptar decisiones difíciles de política económica. Y ese mensaje en los mercados internacionales nos podría crear problemas mucho más intensos y en plazos mucho más cortos de lo que mostraría la proyección simple de un modelo de sostenibilidad de la deuda. Por ello, aunque hay razones para sentirnos satisfechos con el logro de veinte años sin crisis financieras, no debemos bajar la guardia y creer que la estabilidad ya está consolidada.

TERCERA PARTE

REFLEXIONES FINALES

THELMO VARGAS

El primer tema que quiero destacar es que al hablar de "crisis" financiera usualmente nos referimos a una situación que se asocia con estampidas, con pánico, con soluciones emotivas de los agentes económicos en el cortísimo plazo. Obviamente, las economías de los países casi siempre viven en desequilibrios, lo que pasa es que son desequilibrios ordenados. Haciendo un símil con la conducción de un vehículo, la regla de oro en economía debiera ser evitar los virajes y aceleramientos bruscos, pero no impedir ni los virajes ni los aceleramientos *per se*. En el tema de las crisis, a lo que hay que ponerle atención es a los cambios violentos, porque una economía podría ser muy ineficaz, con un gobierno que permanentemente tenga un déficit del 4 por ciento del PIB y que tiene muy mal asignado su gasto lo que llevaría a que no haya crecimiento, pero ello no debería significar que se encuentra en una crisis en el sentido que indiqué antes.

La anterior es una definición intuitiva de crisis. Formalmente hay varias definiciones. Una de ellas dice que se está en presencia de una crisis cuando el tipo de cambio nominal –en nuestro caso, el del colón respecto al dólar– de un mes a otro cambia en más de tres veces la desviación estándar de los últimos tres años. Esa es una definición muy objetiva de lo que es una crisis, y facilita la construcción de modelos que la anticipen.

La empresa Lehmann Brothers, utilizando una definición de este tipo, desarrolló un modelo de diez variables que, debidamente ponderadas por su capacidad predictiva histórica, permiten anticipar razonablemente bien la aparición de crisis en los próximos doce meses. En ese modelo, que se conoce con el nombre de Damocles, todas las definiciones de las variables utilizadas se expresan como tasas de cambio; por ejemplo, cuando la relación deuda/PIB crece más de un determinado porcentaje, ya hay una razón para esperar una crisis; cuando la emisión monetaria respecto al año pasado crece a más de cierta velocidad también eso augura que podría darse una crisis en el futuro cercano.

Ninguna de las variables que ese modelo utiliza hace referencia directa al déficit fiscal; sin embargo, esa variable aparece recogida indirectamente por la relación déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos respecto al PIB y por la relación deuda pública respecto al PIB. Esas dos variables son importantes en sí mismas y están claramente influidas por el déficit fiscal.

Lo que ese modelo muestra, y que es de interés destacar en este seminario, es que, para reducir la posibilidad de crisis, lo que las autoridades deben hacer es mantener las "variables fundamentales" de la economía bien manejadas, especialmente la variable fiscal. Sobre esto se ha hablado bastante en esta actividad. Sin embargo, eso *no* basta para evitar las crisis. Se ha visto, después de los años ochentas y noventas sobre todo, que aún países que tienen todos los "fundamentales" más o menos bien controlados son afectados por crisis. En muchos casos esto es debido al efecto "contagio". El contagio ocurre cuando un cambio en una variable común a muchos países afecta algunos que presentaban debilidades en sus variables fundamentales y eso también afecta incluso a los que no tenían ese problema. Por ejemplo, un cambio en los precios del petróleo o en las tasas de interés internacionales toca a muchos países a la vez y la pérdida de confianza internacional en el País A puede pasarse al País B aun cuando éste tuviera mejores fundamentales. En otros casos, cuando el País A mantiene una relación comercial estrecha con el País B, un problema de éste puede afectar al primero. Recientemente, vimos cómo una fuerte devaluación en Brasil afectó de manera importante a la economía de Argentina, debido a la fuerte relación comercial que existe entre ambos países.

También puede darse contagio por una baja generalizada en el apetito de riesgo de los inversionistas internacionales, quienes no siempre operan con la mejor información. Así, una duda sobre el manejo económico en el País C, puede afectar también al País D si están ubicados en la misma región (por ejemplo, en el Sudeste Asiático, o en el Cono Sur).

Pero también la evidencia muestra que la capacidad para soportar crisis, aún por contagio, es mayor en los países que tienen debidamente controladas las variables fundamentales –y si son capaces de hacer que la comunidad financiera internacional reconozca esto. Este es el caso de Chile, por ejemplo, que ha salido relativamente bien librado de crisis en países vecinos que podrían, por contagio, haberlo afectado.

¿Cuáles medidas, entonces, debería tomar un país, además de mantener las variables en orden, para asegurar que el costo de un posible contagio sea el mínimo? Una primera, que ya la hemos comentado aquí, es apoyar la diversificación de su sector productivo, en particular del sector exportador. Félix Delgado y Miguel Loría comentaban la alta vulnerabilidad que significaba para Costa Rica en los años sesentas depender de dos o tres productos de exportación.

Otro sector que es muy importante mantener en orden es el bancario. Éste constituye una de las variables claves que no suelen considerarse como parte de las fundamentales, pero que lo es. Sobre esto se ha hablado, pero yo quisiera acentuar la gran importancia que ello tiene. En la banca, precisamente por el gran apalancamiento con que se trabaja, cualquier crisis se magnifica. Veámoslo con un ejemplo: imaginemos un banco que tiene 100 pesos de activo (constituido por préstamos), que es financiado con 10 de capital y 90 de deuda. Este banco está bien de acuerdo con los requerimientos del acuerdo de capital de Basilea, pues tiene una relación capital a activo del 10 por ciento.[1] Si por alguna razón –un *shock* en los términos de intercambio o alguna crisis de estas que hemos estado analizando– un deudor del banco (que había solicitado un crédito por 5 pe-

1. En realidad, Basilea habla de relación "capital/activo ponderado por riesgo". Pero introducir en el ejemplo la idea de ponderación sólo lo haría más difícil de entender.

sos) entra en problemas y el banco tiene que pasar por incobrables ese crédito, entonces el capital del banco baja a 5 pesos y con ese capital sólo puede sostener un activo (que en el ejemplo está colocado en crédito) de 50 pesos. El banco, entonces, debe bajar 45 pesos adicionales de su cartera de préstamo, lo cual lo puede hacer no renovando líneas de crédito a su vencimiento o no aceptando nuevas solicitudes. El impacto magnificado que quiero mostrar es que por un cliente de 5 pesos que falló, el banco debe reducir otros 45 pesos de su cartera. Esto último ciertamente afecta la actividad económica y más grande será el efecto cuanto más grande sea el banco afectado; por eso es estrictamente necesario asegurarse no sólo que haya una regulación prudencial adecuada, sino también que la supervisión sea adecuada. Hay que asegurarse que las políticas de aprovisionamiento se acatan, que los límites a los préstamos a individuos y grupos se cumplen, que haya calce de plazos entre los activos y los pasivos de los bancos (eso es importantísimo, porque los capitales golondrina no implicarían ningún problema si un banco prestara a los plazos que capta –el problema se da cuando presta a 10 años utilizando recursos que captó a tres meses–) y que los bancos estén muy bien capitalizados. En el caso de grupos financieros, es necesario que haya una revisión correcta de las operaciones *offshore*. Además, es preciso que se termine con lo que se conoce como "cortesía regulatoria", por la cual las inversiones en títulos del Banco Central y del Gobierno se computan como si tuvieran riesgo cero, cuando esto evidentemente no siempre es cierto. Argentina demostró que su gobierno no era de "riesgo cero". Sobre esto se debe adoptar, cuanto antes, la norma de Basilea II, según la cual esas inversiones en papel del gobierno son ponderadas por el riesgo que tengan de acuerdo con calificadoras internacionales. Si en Costa Rica hacemos esto, probablemente se encontraría que una serie de bancos, sobre todo bancos públicos, están descapitalizados; y ya sabemos que un banco insuficientemente capitalizado, ante una corrida, por pequeña que sea, podría enfrentar problemas muy graves.

Decíamos que una de las posibles causas de una corrida es un deterioro generalizado de la percepción de riesgo de los inversionistas respecto de los países en que están invirtiendo, lo que quiere decir que, muchas veces, no están muy bien informados acerca de dónde

están invirtiendo. Cuando hay un *boom*, entonces ellos invierten en áreas generales, como América Latina, sin hacer mayor distinción entre Costa Rica, Panamá, México o Haití. Pero cuando les "pegan un susto" en un lado, sacan sus recursos de todos los países similares donde tenga inversiones, estimulando el fenómeno que Rodrigo Bolaños mencionaba, llamado *flight to quality*, que es cuando la gente opta por llevar sus capitales a países desarrollados, seguros, aunque con ello gane mucho menor tasa de interés.

Lo anterior me lleva a creer que lo que necesita el sistema financiero costarricense es que la información financiera sea de la mayor calidad posible. Esto conduce a que se establezca formalmente, como una función importantísima de la Superintendencia de Bancos y otras entidades financieras, el asegurar que la información que se le da al público sea confiable. Una vez que se garantice que la información es confiable, entonces opera para el inversionista el dicho latino: "consumidor, cuídese usted mismo". Una vez que el inversionista conoce dónde está poniendo sus recursos, entonces ¡que sea él el que optimice su relación riesgo-rentabilidad, sin la ayuda de nadie! Lo que *no* se debe permitir es que la gente crea que las cosas andan bien en su banco porque la Superintendencia no ha sido capaz de detectar que las provisiones para cuentas malas son insuficientes, por ejemplo.

El tema de las contingencias, lo mencionaba el señor Carstens, también es clave. Un país puede mantener una relación "deuda/PIB" del 55 por ciento sin que sea necesariamente inmanejable. En Europa el punto de corte que consideran es de 60 por ciento. Sin embargo, detrás de ese 55 por ciento puede haber una serie de contingencias, como las de seguridad social, seguros implícitos a los bancos, o de algún otro tipo, que pueden llevar esa relación eventualmente al 120 por ciento del PIB, con lo que ya estaríamos hablando de un problema grave. Lo que estamos diciendo es que para poder analizar con propiedad el grado de estabilidad o inestabilidad que presenta una economía, necesitamos mucha información y de buena calidad.

Ocurre también que los gobiernos, ante una crisis –sobre todo si alcanza al sistema bancario y se teme que se vuelva sistémica, y decíamos que hay razones muy fuertes para creer que casi cualquier sus-

to se torne sistémico– se sienten tentados a salir en auxilio, por medio de *bail-outs.* Aquí la norma a seguir es la siguiente: si el banco que enfrenta una crisis es pequeño, sea público o privado, déjelo quebrar ordenadamente, pues eso no tiene efectos desequilibrantes en el sistema y sirve para apoyar la disciplina que en él debe imperar. Pero, si el banco afectado fuera muy grande, *too big to fail*, hay que salvarlo porque su caída atentaría contra el sistema. Es ahí donde se le pasa una cuenta muy grande al fisco y por eso es que el fisco debe tener en sus finanzas, fondos de contingencias para poder hacerle frente a esos *bail outs* periódicos.

Se podría pensar que tal vez podría adoptarse un seguro de depósitos para evitar que haya pánico; sin embargo, lo que ocurre es que esos fenómenos suelen ser sistémicos, porque la correlación entre todas las unidades expuestas es fuerte y entonces no hay forma de que ningún seguro de depósito funcione sobre bases de seguros comerciales. Eso quiere decir que el Gobierno siempre va a tener que hacer *bail-outs.* A lo sumo lo que podría implementarse es un seguro para los muy pequeños ahorrantes, para disminuir el costo social en caso de que una crisis ocurra. Hay que tomar en cuenta que entre más generosos sean los seguros de depósitos, más riesgo moral causan, porque entonces el inversionista sabe que no tiene que fijarse en la calidad de los estados financieros porque *La Tesorería* paga en cualquier caso.

Me parece que la idea de riesgo moral también es útil para analizar si un país debe o no tener un "blindaje" financiero como del que hemos estado hablando aquí, porque si un gobierno sabe que tiene el apoyo contingente del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, y que a todos los bancos del Estado le van a dar hasta mil millones de dólares en caso de emergencia, es muy probable que no tome las medidas correctivas a tiempo, porque sabe que cuenta con ese blindaje. Con semejante actitud lo único que se logra es acentuar la crisis y lo que pudo haber sido inicialmente un pequeño problema, se vuelve una calamidad, un mal que afecta a todo el país. Un banquero central quisiera contar con un gran blindaje para no tener problemas inmediatos, pero desde el punto de vista de la economía esto puede traer consigo un gran riesgo moral que es mejor evitar.

Quisiera referirme a un punto concreto en el caso de Costa Rica, cual es el de que las pérdidas del Banco Central. Don Francisco de Paula Gutiérrez decía que esas pérdidas, tan dañinas, son *cuasifiscales*. A mí me da la impresión que no todas son cuasifiscales. Es verdad que había algunas, que venían de los años ochenta, que podrían calificarse así; sin embargo, yo creo que el Banco, en su política ordinaria, también incurre en pérdidas. Estaría totalmente de acuerdo en quitarle de su pasivo el componente cuasifiscal, y que lo asuma el fisco, que sí puede poner impuestos. Pero habría que someter al Banco Central a algunas reglas para asegurarse que en adelante no vuelva a incurrir en pérdidas por su política ordinaria. Había una regla que proponía, allá por los años ochentas, un especialista chileno que vino a dar una charla organizada por la Academia de Centroamérica, que decía que para Presidente Ejecutivo del Banco Central no se debía escoger a un economista, sino a un CPA, porque el CPA no acepta un pasivo si no recibe un activo del otro lado. Al Banco Central debería sometérsele a algún tipo de reglas para asegurarse que no alimenta el fuego de sus pérdidas con sus políticas ordinarias.

La crisis de hace veinte años, que dio origen a estos documentos de trabajo que hoy se han presentado, se debió en mucho a factores exógenos sumamente fuertes: el petróleo subió muchísimo y eso se unió a una baja en el precio del café, lo que produjo un gran deterioro en los términos de intercambio de Costa Rica *vis-a-vis* el resto del munto; la tasa *Prime* subió al 21 por ciento, con lo que el servicio de la deuda se tornó sumamente difícil. Aunque Costa Rica hubiera tenido sus finanzas manejadas de la mejor manera, esos factores exógenos nos hubieran dado un problema. Pero coincidió también que en ese tiempo ningún político, ni economista, estaba muy acostumbrado a las devaluaciones, por lo que era muy difícil pensar en utilizar este instrumento para balancear cuentas. Semejante cambio en las variables externas habría producido una crisis, casi con independencia de la ideología del presidente de turno. Aquí, por fortuna, lo que hizo que la salida de esa crisis no fuera muy severa, fue la ayuda *ex post* de la AID, que con donaciones elevadas (cerca de US$ 250 millones al año) evitó que la devaluación tuviera que ser muy fuerte. Esto lo menciono nada más que para acentuar que en verdad es-

tamos sujetos a factores externos volátiles, que pueden afectar a cualquier economía. Claro, repito, es mejor tener bien controladas las variables fundamentales, que lo contrario.

Hay que reconocer la enorme importancia de las variables políticas. En Argentina parece operar la regla de que un partido de oposición no tiene reparo en ayudar a propiciar una crisis con tal de aumentar sus chances de ganar la próxima elección. Esto crea mucha incertidumbre en los períodos electorales. Por otro lado, cuando la distancia ideológica entre los principales partidos es grande –como ocurrió en Brasil cuando el actual presidente, Lula da Silva, era candidato– la reacción de la comunidad internacional parece ser de *wait and see.* Esto puede acarrear crisis bancarias que luego se trasmiten a toda la economía. En el caso de Brasil, por ejemplo, la banca comercial redujo significativamente el crédito al país y de no ser porque el FMI –que tenía mejor información sobre los planes de Lula si llegaba a ser presidente– aportó recursos importantes, en ese país se habría dado una crisis.

En el caso de México, cuando se vino la famosa crisis del tequila (fin de 1994 y principios de 1995), hubo un factor político importantísimo. No se trata del asesinato del entonces candidato presidencial Luis Donaldo Colosio, ni de las revueltas en Chiapas; lo clave fue que México debía haber devaluado como un año antes, pues así lo pedía la situación fundamental de la economía, pero esa acción no se tomó porque en aquel momento los Estados Unidos estaban en plena campaña electoral y la gente tipo Ross Perot decía que llegar a un NAFTA con México era tener una competencia desleal con salarios de hambre. Si en ese momento México hubiera devaluado esta idea habría ganado más terreno y el NAFTA no se habría aprobado en el Congreso de EE.UU. Por eso el gobierno de México pospuso la devaluación. Se corrió un riesgo y sucede que cuando un nuevo equipo de gobierno llegó al poder, algunos voceros importantes, en una reunión con inversionistas en Nueva York, titubearon sobre cuál sería la política económica. Eso atizó una estampida de inversiones en México, que estaban colocadas a plazos muy cortos, y ello dio origen a la "crisis del tequila".

Una virtud en Costa Rica ha sido precisamente el manejo de las variables políticas: uno ve que en el pasado, cuando había un cambio de gobierno, las personas designadas para la Presidencia del Banco Central y el Ministerio de Hacienda, tanto del Partido Liberación Nacional como del Partido Unidad Social Cristiana, tenían una manera muy parecida de pensar, además de ser reconocidos profesionales. También ha sido una virtud que la gente que ha ocupado esos cargos ha sido respetuosa de las leyes del mercado. Pero en países donde puede darse el día o la noche dependiendo del partido que ganara las elecciones, el factor político añade mayor incertidumbre sobre las políticas que se emprenderán y pueden terminar ocasionando mayor volatilidad en la economía.

En suma, la conjugación de variables fundamentales (que incluyen las políticas) débiles, con *shocks* externos, suelen traducirse en crisis financieras. Si las primeras están debidamente controladas, las crisis no se dan o son menos severas.

Jorge Guardia Quirós

Me habían solicitado exponer un comentario sobre el documento de don Eduardo Lizano intitulado: "*Veinte años sin crisis financieras (1984-2004): el caso de Costa Rica*". Empiezo diciendo que, en mi opinión, es uno de los documentos más importantes escritos en los últimos veinte años. "Veinte años sin crisis financieras" es, en efecto, un récord que pocos tienen a su haber. Analizar cómo se logró transitar por dos décadas seguidas sin perturbaciones graves es esencial, al igual que encontrar la manera de poder asegurarnos otros veinte años sin crisis –porque "veinte años no es nada", como diría Gardel. Es necesario que dirijamos la mirada hacia el futuro, pero con los ojos puestos en ciertos objetivos estratégicos que, por circunstancias especialmente adversas y los avatares de la política, se han quedado rezagados. En los quince minutos que me han concedido para este comentario, voy a formular quince reflexiones a la ponencia de don Eduardo.

1. La primera es que el Banco Central, según su visión, hizo una escogencia deliberada de objetivos y diseñó las correspondientes políticas económicas para lograrlo. Dos fueron los objetivos fundamentales. Primero, decidió evitar, por todo y sobre todo, una crisis como la ocurrida en el período 1980-1982; y, segundo, quiso evitar la afectación del crecimiento económico por influencia de las altas tasas reales de interés que hubieran resultado si el Banco Central hubiese insistido en mantener una tasa de inflación semejante a la internacional.

2. En segundo lugar, el documento reconoce con toda objetividad y candidez que al seleccionar estos objetivos limitados se relegó el objetivo principal o primario exigido por el artículo segundo de la *Ley Orgánica del Banco Central*, cual es mantener la estabilidad interna y externa de la moneda. Se privilegió, por así decir, el objetivo subsidiario o secundario que aparece también en la ley, que es lograr la ocupación plena de los recursos, es decir, el crecimiento de la producción. Menciono lo anterior porque en este país de abogados y funcionarios legalistas se necesita realmente mucho valor para reconocer la necesidad de apartarse de un deber y perseguir a cambio otras metas más realistas.

3. Tercero, el argumento esgrimido en su defensa emana de las circunstancias externas e internas de la economía y, en particular, de la persistencia de un déficit fiscal elevado prácticamente durante todo ese período. Esas circunstancias no permitieron al Banco Central concentrarse en los objetivos estatutarios. La solución no estaba enteramente en sus manos y fueron otros los que precisamente impidieron el ajuste macroeconómico. Pero no debemos descartar que este tema gravite con buenas o malas intenciones en las discusiones públicas que se avecinan. Los que hemos transitado por el Banco Central debemos estar preparados para defenderlos y defendernos.

4. La cuarta reflexión es, más bien, una constatación. En la búsqueda de su principal objetivo –evitar una crisis–, el Banco Central fue muy exitoso; en cambio, en el segundo –no afectar el crecimiento de la producción– los resultados fueron más bien modestos. La historia da cuenta de veinte años sin que los merca-

dos financieros ni cambiarios experimentaran remezones que tuvieran consecuencias negativas. Este es un logro nada despreciable. Pero el recuento de la otra cara de la moneda, el crecimiento de la producción, no es tan halagüeño. El PIB ha crecido a un promedio histórico de alrededor del 3,5 por ciento anual en términos reales, lo cual es insuficiente para aumentar el ingreso *per cápita* al nivel que los costarricenses quisieran y disminuir la pobreza por debajo de ciertos límites. Este expediente y el momento de nuestra historia son propicios para cuestionarnos si efectivamente al Banco Central le corresponde ese objetivo subsidiario de estimular el crecimiento, que también aparece en su ley actual, o si, por el contrario, debemos liberarlo de esa carga para que pueda concentrarse y cumplir bien el primero: lograr y mantener la estabilidad. El documento dice textualmente: "*Si el Banco Central de Costa Rica hubiera tratado de disminuir la inflación interna al nivel de la internacional, el costo en términos de una producción menor y de menos empleo habría sido muy elevado, lo cual hubiera impedido a la vez alcanzar el equilibrio interno*". Y uno se pregunta si no habría sido mejor desde el principio, dejar que el mercado reflejara los efectos del constante *crowding out* del sector privado, provocado por el déficit fiscal, en vez de convalidar con mayor liquidez y menores tasas de interés la política fiscal expansiva. También uno se pregunta si no sería mejor en este contexto no renovar la autorización de financiar el gasto público en el exterior y dejar que el mercado interno reflejara la verdadera escasez de dinero para provocar de esa manera la reforma fiscal y evitar que siguiera creciendo la deuda externa. O, alternativamente, si se renovara la autorización, someterla a ciertos condicionamientos.

5. Quinto: para evitar la ocurrencia de una crisis, el Banco Central implementó una serie de instrumentos de política monetaria. A mi juicio, el más importante fue la política cambiaria flexible, porque evitó sobrevaluar desmedidamente el tipo de cambio nominal y llevarlo a niveles donde la comunidad financiera internacional habría podido percibirlo como insostenible y decidir actuar por su cuenta. Casi todas las crisis desembocan al final en una corrida en contra de la moneda nacional para corregir el

desequilibrio macroeconómico. Si Costa Rica hubiera mantenido un tipo de cambio fijo sin poner límites a las demás variables macroeconómicas que inciden en el equilibrio, como, por ejemplo, la política fiscal, habría de seguro experimentado otra crisis durante estos veinte años.

Pero hay un punto de reflexión que no ha sido bien recogido: las crisis tienen un efecto positivo, pues corrigen los desequilibrios que percibe el mercado y se fijan nuevos macroprecios necesarios para reanudar la producción y las exportaciones, incluyendo el tipo de cambio. La historia demuestra que, después de toda crisis, las economías se recuperan. El Gobierno de Monge, por ejemplo, no habría sido tan exitoso en restaurar el equilibrio sin la fuerte devaluación ocurrida en la administración Carazo.

6. El otro instrumento de ajuste utilizado por el Banco Central fue la tasa de interés. Cada vez que la ocurrencia de choques internos o externos de la economía presionaron el índice de precios al consumidor, las reservas o la balanza de pagos, el Banco Central ajustó las tasas nominales de interés –y a veces las tasas reales– para estimular el ahorro frente al gasto, la inversión en moneda nacional frente a las salidas de capital y contener el ímpetu de las importaciones. Bajo estas perspectivas, los ajustes en las tasas de interés fueron frecuentes y, en ocasiones, pronunciados, y se utilizaron con mayor frecuencia y variabilidad que la misma política cambiaria. Los otros instrumentos de ajuste más convencionales y directos, como encajes y controles directos a la expansión del crédito o la fijación discrecional de macroprecios, fueron cayendo en desuso.

7. En sétimo lugar, no se puede afirmar que la utilización conjunta de esos dos instrumentos fundamentales –las minidevaluaciones y los ajustes en las tasas de interés– perdieran con el tiempo su efectividad. De hecho, siguen siendo los principales instrumentos de navegación para mantener el "bote a flote". Pero como bien lo reconoce el documento, han empezado a "hacer agua". Las minidevaluaciones se han vuelto predecibles y constituyen una fuente de inflación, exigen ajustar el tipo de cambio nominal por la diferencia entre la inflación interna y la externa

para mantener el tipo de cambio real, y no toman en consideración que ese tipo de cambio real también podría –o debería–, variar por cambios en lo que nosotros llamamos "los fundamentales". Además, por la naturaleza misma de los pequeños y cotidianos cambios en el tipo nominal para ajustar el valor real, esa política cambiaria exige mantener elevadas las tasas de interés, a veces por períodos muy prolongados. Eso afecta el crecimiento real y la competitividad internacional, y desdice el segundo objetivo fijado por el Banco Central, consistente en no subir mucho las tasas de interés para no afectar el crecimiento real, aunque no se reduzca a su nivel deseado la inflación. En otras palabras, hay conflictos irresueltos en la utilización de ambos instrumentos para obtener simultáneamente los dos objetivos, los cuales deben ser simultáneamente considerados.

8. El problema asociado con la actual política cambiaria, apuntado fundamentalmente por técnicos del Fondo Monetario Internacional, es lo predecible de las devaluaciones, que implican, además, una especie de garantía cambiaria para ahorrantes, inversionistas, extranjeros, acreedores y deudores, por lo que estimula la dolarización y, una vez producida, conduce a lo que denominan *fear of floating* (temor a flotar la moneda), dado el alto grado de activos y pasivos denominados en dólares que se encuentran en manos de los bancos, empresas y particulares. Una devaluación fuerte podría significar quiebras masivas o desajustes importantes. Entonces, se perpetúa la tendencia a seguir con ajustes graduales en el tipo de cambio, lo que exige, a su vez, mantener elevadas las tasas de interés. Y, como es sabido, las altas tasas de interés estimulan nuevas entradas de capital que inyectan mayor liquidez a la economía y complican la política monetaria. Hay aquí un círculo irresuelto que debe merecer la atención de todos nosotros.

9. Nueve, las minidevaluaciones y la concentración de la compra de divisas oficiales en el Banco Central han complicado el manejo de la política monetaria y han obligado a incrementar sus pérdidas –de por sí elevadas– por tener que endeudarse internamente en dólares y colones para mantener las reservas moneta-

rias internacionales y controlar el déficit de la balanza de pagos. Esta conjunción, junto con otros factores bien ilustrados en el documento, han hecho que el Banco Central haya tenido que renunciar a lograr niveles de inflación bajos, como los prevalecientes en el mercado internacional. No hemos podido bajar y mantener por mucho tiempo el índice de precios al consumidor en niveles inferiores al 10 por ciento, lo que, a su vez, estimula la dolarización. Para los inversionistas es más estable y seguro ahorrar en moneda extranjera, y para los deudores resulta más barato desde el punto de vista del flujo de caja endeudarse en dólares que en colones, por los diferentes niveles de las respectivas tasas de interés. Esta situación, sin embargo, no va a ser corregida fácilmente, con solo exigir mayores requisitos de capital a los bancos, ni con restricciones crediticias para los no generadores de divisas impuestas por la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF).

10. Décimo. A futuro, es importante reconocer que no todas las pérdidas del Banco Central tienen origen cuasifiscal y que algo puede hacerse para resolverlas. De lo contrario, habría mayor oposición política para recapitalizarlo, o para que el Gobierno asuma directamente las pérdidas como propondré más adelante. Si a lo anterior se agrega el exceso de demanda agregada que representa el gasto deficitario del Sector Público y la política antes apuntada –de no permitir que los déficit fiscales y cuasifiscal presionen mucho las tasas de interés para no provocar contracciones recesivas en el gasto y la producción–, encontramos que el desequilibrio macro se manifiesta con mayor intensidad en la prolongación de los déficit de la balanza de pagos. Hasta la fecha, esos déficit se han logrado financiar con endeudamiento externo, entradas de capital privado y pérdida de reservas, pero la existencia misma de un faltante en la cuenta corriente de la balanza de pagos, cercano al 5 por ciento del PIB, nos transmite un sentimiento de inseguridad, inseguridad que depende de cuan fría sea la sangre del funcionario o del analista.

11. Undécimo: lo anterior nos invita a otro tema de reflexión: ¿debe financiarse o más bien enfrentarse el déficit en la cuenta co-

rriente de la balanza de pagos? La respuesta en el documento, sustentada en la opinión de distinguidos autores como Mussa (ex funcionario del Fondo Monetario Internacional), es que los países en desarrollo, como el nuestro, deberían aspirar a importar lo más posible para financiar las necesidades de consumo y desarrollo, siempre y cuando las puedan financiar sanamente a largo plazo y con entradas privadas de capital. Renunciar a ello implicaría cerrar de nuevo la cuenta de capital (tema muy sensible para mí pues fue en mi tiempo que se abrió la cuenta de capital para beneficio de los nacionales y extranjeros). Pero la otra cara de la moneda es que el equilibrio buscado por la política de minidevaluaciones no es de carácter global –es decir, no busca solucionar el desequilibrio global de la balanza de pagos– sino parcial, calculado únicamente con base en las diferencias entre los costos de producción internos y externos, para no perder competitividad. Como sugeríamos anteriormente, el equilibrio debe ser más global y cambiante para permitir que las ventajas comparativas de lo nacional frente a lo importado se descubran y redescubran constantemente en el devenir del comercio internacional. Renunciar a equilibrar la balanza de pagos por medio de ajustes en el tipo de cambio implica un costo para los exportadores y productores nacionales que compiten en el mercado nacional con productos importados.

12. Eso me permite formular, en duodécimo lugar, dos peguntas de fondo: si continuamos las mismas políticas en el futuro, ¿estaremos renunciando a un nuevo equilibrio, no solo en la balanza de pagos sino también productivo, con niveles mayores de bienestar y tasas más bajas de inflación y de interés? Por otra parte, ¿cómo podría el Banco Central contribuir para lograr mayores niveles de producción, ingreso y empleo, y disminuir a la vez los niveles de pobreza por debajo del 20 por ciento de la población? Las respuestas a estas dos peguntas nos llevan a la parte final del documento: "El camino por recorrer".

13. El trece es normalmente el de la mala suerte. Pero este comentario, en realidad, no lo es. Bien dice don Eduardo Lizano que el camino por delante está lleno de obstáculos y sorpresas desa-

gradables. El peligro de una crisis ha estado, está y estará siempre ahí. Yo agregaría que el remesón en los fondos de inversión demostró que los sectores público y privado, sin necesidad de endeudarse, son capaces de movilizar millones de dólares en períodos de tiempo muy corto, y que lo observado fue apenas un entremés de lo que podría haber sido si en vez de permanecer aquí, los capitales hubiesen cruzado la frontera. Por eso, concuerdo con don Eduardo Lizano en su premonición y admonición de las autoridades fiscales, incluyendo los representantes en la Asamblea Legislativa, para solucionar el problema fiscal. Con esto pasamos a la reflexión número catorce:

14. De los políticos depende, en buena parte, la solución a los problemas de inflación, elevadas tasas de interés y constante ajustes en el tipo de cambio. Además, mientras no se solucione el problema de las pérdidas del Banco Central, su capacidad para reducir la inflación se verá reducida. Y como no quiero quedar en el ámbito de las reflexiones puramente teóricas sobre este tema, propongo concretamente reformar el artículo segundo de la *Ley Orgánica del Banco Central*, para que el Gobierno de la República tenga que asumir obligatoriamente todas las pérdidas anuales de la institución. Esta solución es superior a la propuesta de capitalizar el Banco Central mediante la traslación de activos frescos o la asunción de pasivos existentes, pues sería permanente y obligatoria y no dependería de la voluntad del Ministro de Hacienda de turno; es la misma que recomienda el Fondo Monetario Internacional a los países miembros, la misma que yo proponía a los países en desarrollo cuando participaba como consultor del Fondo en misiones de asistencia técnica para reformar leyes de bancos centrales.

15. Finalmente, secundo la idea registrada en el documento de examinar más profundamente el régimen cambiario actual para decidir, en el contexto de la economía e institucionalidad costarricenses, si debemos modificar, y cómo, el régimen cambiario actual, o si convendría explorar nuevas opciones, incluyendo la dolarización *de jure*. Y tal vez podríamos estudiar la implementación de una flotación más limpia que, como ustedes saben, yo

he favorecido desde hace algún tiempo. Todo esto, obviamente, para enfrentar los problemas apuntados. Debe tomarse en consideración que, desde el punto de vista legal, el régimen cambiario actual es de flotación, aunque de hecho, en la práctica, prevalezcan las minidevaluaciones por una especie de acuerdo tácito entre el Banco Central y los banqueros de aceptar los ajustes cotidianos que sugiere el Banco Central en el Moned. Pero el día en que se pierda la confianza, los banqueros particulares podrán comprar y vender divisas al pecio que quieran, sin que el Banco Central pueda evitarlo. Solo podría el Banco, por mayoría calificada de su Junta Directiva, centralizar la compra y venta de divisas, pero no podría imponer limitaciones a la libre convertibilidad de la moneda, según la ley.

Termino diciendo que lo ideal sería plantear un nuevo objetivo en el Banco Central para los próximos veinte años, consistente en retomar, sin reservas, limitaciones ni timidez, el lejano objetivo de la estabilidad. Muchas gracias.