

Documentos 18

REFORMAS FINANCIERAS Y POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Eduardo Lizano
compilador



setiembre, 2007

332.49

R326r

Reformas financieras y política económica y cambiaria/
[compilado por] Eduardo Lizano -- San José, C. R. : Aca-
demia de Centroamérica, 2007.

100 p. : il. ; 28 cm. (Documentos Academia de
Centroamérica; 18)

ISBN 978-9977-21-077-3

1. POLÍTICA MONETARIA. 2. CAMBIO EXTERIOR.
3. ECONOMÍA - COSTA RICA. I. Lizano Fait, Eduardo
II. Título. III. Academia de Centroamérica. IV. Serie.

Diagramación: Luis Fernando Quirós Abarca

Diseño de portada: Sussy Campos

Edición: Juan José Flores S.

Primera edición:

© Academia de Centroamérica

San José, Costa Rica, 2007

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

ÍNDICE

PRESENTACIÓN	5
AUTORES	7
SIGLAS Y ACRÓNIMOS	9
I. VEINTE AÑOS SIN CRISIS FINANCIERAS (1984-2004): EL CASO DE COSTA RICA	
<i>Eduardo Lizano</i>	11
INTRODUCCIÓN	11
LA EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE	12
Ausencia de crisis	12
Otros indicadores	15
EL ENTORNO	18
LOS OBJETIVOS	23
“... mantener la estabilidad interna y externa...”	23
“... lograr la ocupación plena...”	27
La credibilidad	28
EL ORIGEN DE LAS CRISIS	28
LA ACCIÓN DEL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA	37
LAS LECCIONES PRINCIPALES	43
EL CAMINO POR RECORRER	46
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	47
II. LAS BANDAS CAMBIARIAS Y LA TASA DE INTERÉS EN COSTA RICA	
<i>Eduardo Lizano</i>	50
Enunciado I	50
Enunciado II	50
Enunciado III	51
Enunciado IV	52
Enunciado V	52
Enunciado VI	53
Enunciado VII	54
Enunciado VIII	55
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	56
III. RETOS DE LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN TIEMPO DE TRANSICIÓN	
<i>Francisco de Paula Gutiérrez</i>	57
INTRODUCCIÓN	57
El CAMBIO	57
EL PUNTO DE PARTIDA	58
EL PUNTO DE LLEGADA	59

EL PROCESO DE TRANSICIÓN	60
A MANERA DE CONCLUSIÓN	69
REFERENCIA BIBLIOGRÁFICA	69
IV. LA REFORMA DEL SECTOR FINANCIERO, UNA VEZ MÁS	
<i>Eduardo Lizano</i>	70
INTRODUCCIÓN	70
ANTECEDENTES (¿DE DÓNDE VENIMOS?)	70
SITUACIÓN ACTUAL (¿EN DÓNDE ESTAMOS?)	73
ELEMENTOS PRINCIPALES DEL ENTORNO	
(¿HACIA DÓNDE NOS ENCAMINAMOS?)	74
ÁREAS PRIORITARIAS DE ACCIÓN	
(¿HACIA DÓNDE ORIENTAMOS EL ESFUERZO?)	75
El banco central	76
La supervisión prudencial	85
El sistema bancario	89
La dolarización	92
Las operaciones bursátiles	94
El sistema de pensiones	94
Los seguros	96
REFLEXIONES FINALES	96
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	98

ÍNDICE DE CUADROS, FIGURAS Y GRÁFICOS

Cuadro 1.1	Costa Rica: Estadísticas seleccionadas, 1984-2003	12
Cuadro 1.2	Tasa de crecimiento anual del producto interno bruto real y del producto interno bruto real por habitante 1984-2002	15
Cuadro 1.3	Deuda pública externa por tipo de acreedor, 1989-2002	41
Cuadro 3.1	Retos política monetaria y cambiaria en tiempo de transición	58
Cuadro 3.2	Comportamiento de la inflación	67
Figura 3.1	Comportamiento de las expectativas de inflación y devaluación en la transición	61
Figura 3.2	Participación del Banco Central en bandas	65
Gráfico 1.1	Índices de precios al consumidor y de tipo de cambio nominal promedios anuales	13
Gráfico 1.2	Índices de precios al productor industrial ajustado por hidrocarburos y de tipo de cambio nominal	14
Gráfico 1.3	Índices de tipo de cambio efectivo real multilateral y bilateral	14
Gráfico 1.4	Diferencial en puntos porcentuales entre la tasa de interés de San José y Miami	26
Gráfico 3.1	Intervención del Banco central en Bandas	63
Gráfico 3.2	Variables financieras. Tasa de variación anual a junio	66

Presentación

Luego de veintidós años de mantener un sistema cambiario basado en mini-devaluaciones diarias, el Banco Central de Costa Rica decidió cambiar de régimen en octubre de 2006, hacia uno de bandas cambiarias. El manejo de la política monetaria alrededor de un tipo de cambio semi-fijo, sin cambios abruptos y con cierto grado de predictibilidad, permitió que Costa Rica se haya mantenido sin crisis financieras durante poco más de veinte años.

Al cabo de los años, sin embargo, el Banco Central se ha visto enfrentado con el problema de la “Trinidad Imposible de la Política Monetaria”. Bajo un régimen cambiario de tipo de cambio semi-fijo, con una cuenta de capitales abierta, la política monetaria pierde eficacia en su lucha por tratar de controlar la inflación. La misma predictibilidad que favoreció la estabilidad en la economía se volvió un enemigo de la política monetaria.

Con el nuevo régimen de bandas cambiarias, el Banco Central pretende retomar parte del manejo de la política monetaria, bajo el entendido que este es un paso intermedio hacia un sistema de tipo de cambio más flexible. La estrategia del ente emisor es intentar romper uno de los vértices del triángulo de la “Trinidad imposible”, y así poder llegar a aplicar un sistema de “Metas de Inflación”, con el cual Costa Rica logre mantener la inflación a niveles internacionales.

En este documento se presentan cuatro artículos relacionados con el proceso de adopción de este nuevo régimen cambiario en Costa Rica. En el primer artículo, Eduardo Lizano, presidente del Banco Central de Costa Rica durante buena parte de la existencia del régimen de mini-devaluaciones, expone las razones por las cuales el manejo de la política monetaria durante los últimos veinte años llevó a que la economía costarricense no presentará ninguna crisis financiera importante.

En los siguientes artículos, Eduardo Lizano y Francisco de Paula Gutierrez presentan los principales retos a los que se enfrenta el nuevo régimen de bandas cambiarias. En el primero de los dos, se analizan las aristas del manejo de la política de tasas de interés en el nuevo contexto. En el segundo, el Presidente del Banco Central, responsable del cambio de régimen,

analiza los retos a los que se enfrenta dicha institución en el período de transición en que se encuentra, hacia un régimen de tipo de cambio más flexible.

Finalmente, un cuarto artículo de Lizano muestra las áreas prioritarias que se deben reformar dentro del sistema financiero, con el fin de asegurar que la estabilidad del mismo se mantenga bajo el nuevo esquema de definición de tipo de cambio que la economía costarricense enfrenta.

Con este documento, Academia de Centroamérica pretende contribuir a la discusión sobre el manejo de la política monetaria y cambiaria en Costa Rica, en momentos de transición y de cambio.

Luis Mesalles Jorba
Presidente de la Academia de Centroamérica

Autores

FRANCISCO DE PAULA GUTIÉRREZ

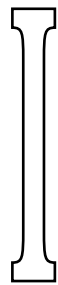
Presidente Banco Central Costa Rica

EDUARDO LIZANO

Asociado de la Academia de la Centroamérica.
Presidente del Banco Central de Costa Rica
(1984-1990), (1998-2002).

Siglas y Acrónimos

ABC	Asociación Bancaria de Costarricense	IFI	Instituciones financieras internacionales
AID	Agencia para el Desarrollo Internacional del Gobierno de los Estados Unidos de América	IPC	Índice de precios al consumidor
BCCR	Banco Central de Costa Rica	IPMC	Índice de presión del mercado cambiario
BCE	Banco Central Europeo	IPPI	Índice de precios al productor industrial
BCIE	Banco Centroamericano de Integración Económica	ISI	Índice subyacente de la inflación
BID	Banco Interamericano de Desarrollo	IVM	Invalidez, Vejez y Muerte
BM	Banco Mundial	OMA	Operaciones de mercado abierto
CAFTA	<i>Centro America Free Trade Agreement</i> (incluye República Dominicana)	OMC	Organización Mundial de Comercio
CAT	Certificados de abono tributario	MCCA	Mercado Común Centroamericano
CBI	Iniciativa para la Cuenca del Caribe (siglas en inglés)	NBER	National Bureau of Economic Research
CCSS	Caja Costarricense del Seguro Social	p.p.	puntos porcentuales
CEMLA	Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos	PPA	Paridad del Poder Adquisitivo
CODESA	Corporación Costarricense de Desarrollo	PIB	Producto interno bruto
COMEX	Ministerio de Comercio Exterior	PNUD	Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo
CONASSIF	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero	RMI	Reservas monetarias internacionales
CNP	Consejo Nacional de la Producción	SICERE	Sistema Centralizado de Recaudación
EE.UU.	Estados Unidos de Norteamérica	SUGEF	Superintendencia General de Entidades Financieras
FMI	Fondo Monetario Internacional	SUGEVAL	Superintendencia General de Valores
IED	Inversión extranjera directa	SUPEN	Superintendencia de Pensiones
INS	Instituto Nacional de Seguros	TLC	Tratado de libre comercio
		TI	Tecnologías de Información
		US dólares	Dólares de los Estados Unidos de Norteamérica



Veinte años sin crisis financieras (1984-2004): el caso de Costa Rica*

*Eduardo Lizano Fait***

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 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 desarrolló 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 séptima 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,

* 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. Además este artículo fue publicado por la Revista FLAR No. 1° Marzo 2005 y en la Serie de Estudios No. 16 de la Academia de Centroamérica “Volatilidad y Vulnerabilidad: el caso de Costa Rica, veinte años (1984-2004) sin crisis”

** 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.

los temas tratados por el autor en estas páginas. Con base en ello, sin duda, se plantarán otras posibles interpretaciones de lo acontecido.

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:

- No han ocurrido crisis económicas, ni financieras.
- 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 1.1 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 1.1
COSTA RICA: ESTADÍSTICAS SELECCIONADAS, 1984-2003
(Promedios cuatrienales)

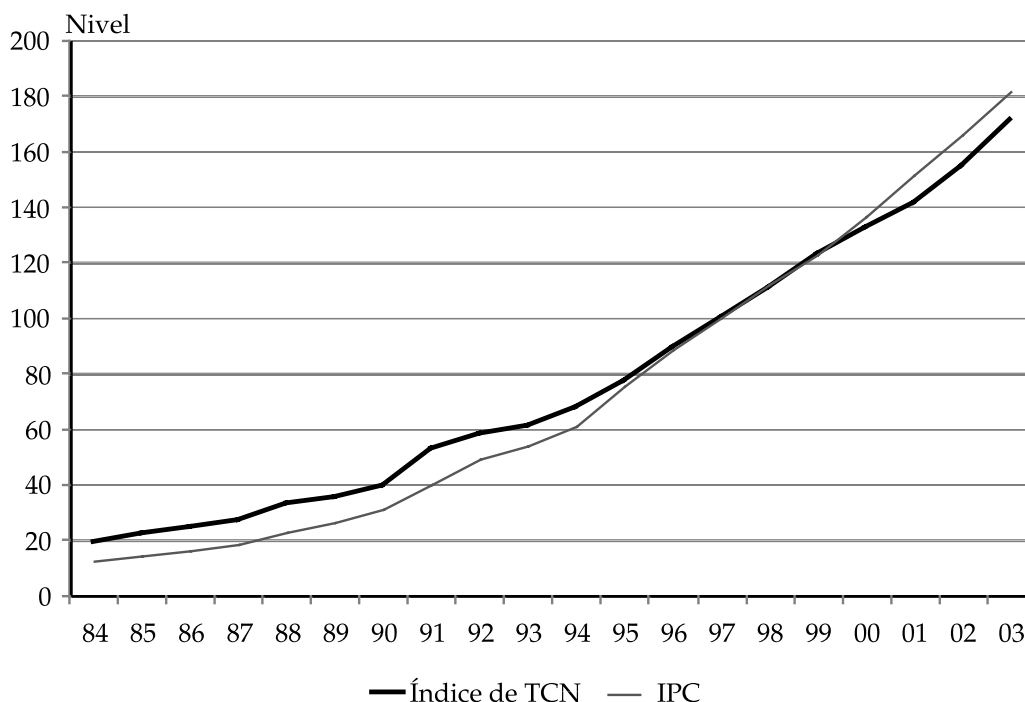
	1984-1987	1988-1991	1992-1995	1996-1999	2000-2003
Inflación anual (Var. En el IPC dic-dic)	15,0	22,0	17,9	11,9	10,2
Déficit fiscal consolidado	-4,4	-3,1	-2,7	-2,9	-3,9
Déficit Cta. Corriente (por ciento del PIB)	3,6	4,7	5,0	3,5	5,2
IED (por ciento del PIB)	1,6	2,1	2,7	3,8	3,3
Coefficiente de apertura (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
Coefficiente 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 1.1 y 1.2 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 1.3 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.

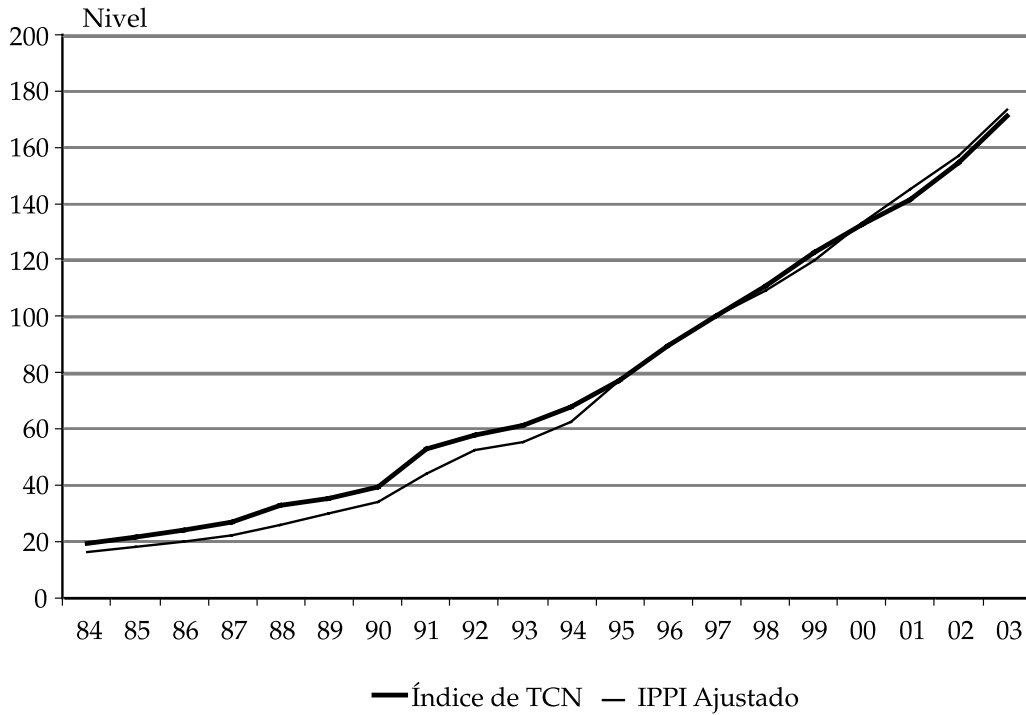
GRÁFICO 1.1
ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMIDOR Y DE TIPO DE CAMBIO NOMINAL
PROMEDIOS ANUALES
(1997 = 100)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica.

GRÁFICO 1.2

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 1.3

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 1.1). 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 1.1. 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 1.2). Este resultado sería semejante si la referencia se hiciera con respecto al crecimiento del Ingreso Nacional Disponible.

CUADRO 1.2
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

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.

- i. 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 nacional, 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 financiamiento del déficit fiscal disminuye y encarece los recursos disponibles para el financiamiento del sector

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

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 resultados 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.

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 desarrollado 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 cincuenta y sesenta con las de los años ochenta y noventa, 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 ochenta con la de los noventa, 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 ochenta.

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 ochenta 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 & 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 ochenta, 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–, 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.

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...”

“... 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 (1978), 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 encuentre 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 1.3). Se trata de un procedimiento fácil de calcu-

lar 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 veinte 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 (1978), 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:

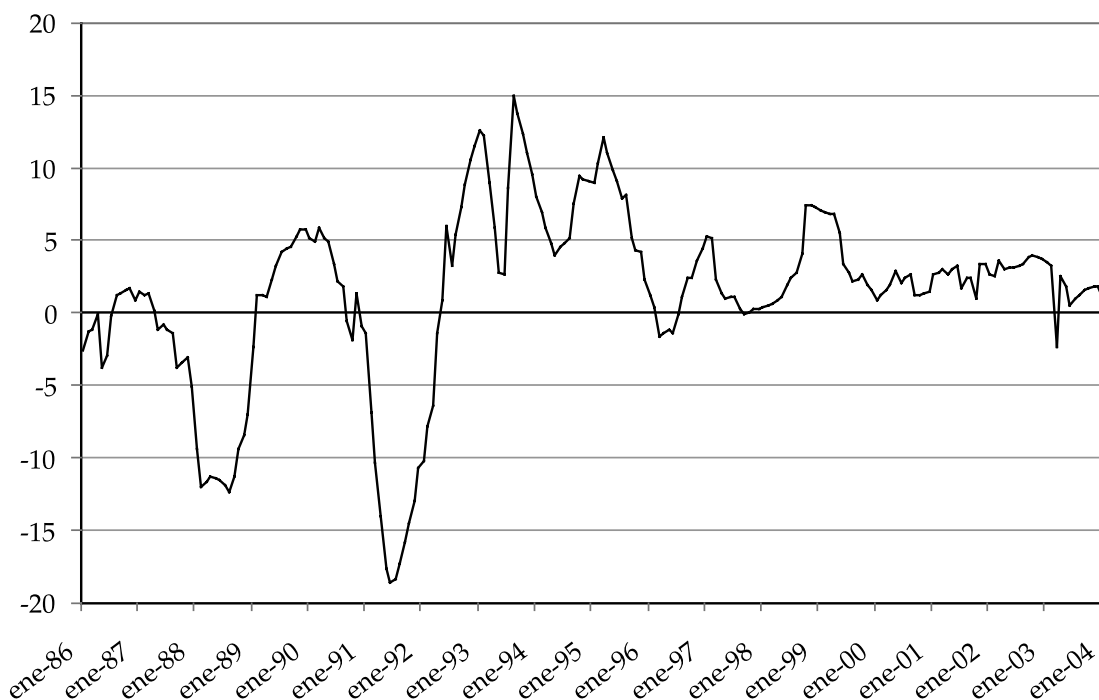
- i. El BCCR, como se indicó anteriormente, matizó su posición con respecto a la PPA, mediante las siguientes decisiones:
 - Hacer ajustes necesarios, cada cierto tiempo, en la manera de calcular el índice del tipo de cambio. Por ejemplo, se tomó en cuenta los cambios en la importancia relativa de los 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 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.

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 estadounidense 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.

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 1.4).

GRÁFICO 1.4
DIFERENCIAL EN PUNTOS PORCENTUALES ENTRE LA TASA DE INTERÉS DE SAN JOSÉ Y MIAMI
Enero 1986 - febrero 2004



FUENTE: Banco Central de Costa Rica.

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.

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.

“... 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.

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 anticipadamente. 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.

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 adecua 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 desemboken 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 capitales, 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 ochenta, 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).

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

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.

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 propensos a generar crisis recurrentes (Bubula & 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 & 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 relacionado 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.

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*”.

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 & Ostry, 1999.

- 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 1.3).
- 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;
- 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 fácilmente 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 déficits 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 situación, 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 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 extranjera. 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.

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.

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 significativamente 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 desarrollaron 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 frecuencia, 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.

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 periodo 1984-2004 cerraron varias “financieras” privadas (en 1987), seis bancos privados⁹ 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 discontinuó 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.

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 periodo 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.

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.

- Las desviaciones reales, en un sentido o en otro, han sido relativamente poco significativas. De hecho, tal como se observó en el Gráfico 1.3, 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 vicisitudes. 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

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*”.

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 noventa, 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

Cuarto. La estructura de la deuda pública externa experimentó una transformación radical. Tal variación puede apreciarse en el Cuadro 1.3, 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 1.3
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.

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

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.

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), pp. 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. Conformer 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 necesidad 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.

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 prudente.
- 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.

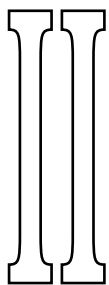
El BCCR tiene posibilidades de cumplir la parte que le corresponde en esta próxima etapa. Queda por verse si las organizaciones políticas y los agentes económicos del país están también dispuestos a cumplir la suya.

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 & Inci Otker-Robe (2003). *Are pegged and intermediate regimes more crisis prone?* IMF Working Paper, WP 03/223. Washington: Fondo Monetario Internacional.
- Calvo, Guillermo & Frederic S. Mishkin (2003). *The mirage of exchange rates regimes for emerging markets countries*. Working Paper 9808, National Bureau of Economic Research
- Calvo, Guillermo & 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*, Clarendon 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 Reforma Financiera en Costa Rica", organizado por la Academia de Centroamérica, San José, 3 diciembre de 2003.
- De la Torre, Augusto; Eduardo Levy Yeyati & 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 & 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. & 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 & Carmen Reinhart (1999). "The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems", en *American Economic Review*, vol. 89, pp. 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 Economies", 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 & Silvia Charpentier (1986). *La condicionalidad cruzada y la deuda externa*. Serie Comentarios sobre Asuntos Económicos No. 59. San José: Banco Central de Costa Rica.
- Lizano, Eduardo & 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 & Miguel Savastano (2001). "Monetary policy strategies in Latin America", en *Journal of Development Economics*, vol. 66, No. 2, pp. 415-444.
- Montiel, Peter J. & 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 & 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?* Copenhagen: 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.



Las bandas cambiarias y la tasa de interés en Costa Rica

*Eduardo Lizano**

I

Durante más de dos décadas –1984-2006– el Banco Central de Costa Rica (BCCR) tuvo vigente el régimen cambiario de “minidevaluaciones” (*crawling peg*). El análisis de las ventajas y desventajas de este régimen cambiario puede consultarse en Lizano (2004). Después de este largo periodo, se consideró necesario cambiar el régimen cambiario y pasar a uno denominado de “bandas” cambiarias, lo cual ocurrió en octubre del año 2006.¹

II

Recientemente, se ha planteado, con cierta frecuencia, la necesidad de disminuir el “piso” de la banda cambiaria por parte del Banco Central. Esto por cuanto el tipo de cambio nominal al haberse pegado al “piso” ha forzado al Banco Central a aumentar sus reservas monetarias en varios centenares de millones de dólares al “defender” dicho “piso”. Por consiguiente, el Banco Central no ha podido aún encaminarse a alcanzar el propósito fundamental del sistema cambiario de bandas, cual era el de lograr una determinada meta de inflación. El sistema de bandas además permitirá al Banco Central dejar de acumular reservas monetarias internacionales y no incurrir en las pérdidas ocasionadas por la emisión de bonos de estabilización monetaria para absorber los colones emitidos al comprar dólares. En esencia, el Banco Central de Costa Rica busca aplicar lo que Taylor (2001) denomina la trinidad posible: tipo de cambio flexible, meta de inflación y política monetaria independiente.

Para solucionar este problema se propone entonces disminuir el piso de la banda, así el Banco Central no se vería forzado a comprar más dolores, la emisión de bonos de estabilización sería menor y sus pérdidas disminuirían, con lo cual la meta de inflación sería menos difícil de alcanzar. Este camino no parece, sin embargo, el más acertado como se explica seguidamente.

* El autor desea agradecer a los miembros del Círculo de Economistas de La Academia de Centroamérica sus observaciones y sugerencias en una presentación de la versión preliminar de este trabajo. La responsabilidad del texto final es solo del autor.

1. Costa Rica siguió el ejemplo de varios países Latinoamericanos como Chile y Colombia que tuvieron vigentes el régimen de “bandas” por varios años antes de pasar al régimen cambiario de flotación.

III

En primer lugar, es conveniente reiterar las razones por las cuales ingresan capitales del extranjero al país. Deben diferenciarse al menos tres, a saber:

- i. Ingresos de capital atraídos por una mayor rentabilidad. Sean recursos del extranjero o repatriación de capitales del exterior por parte de costarricenses. Se trata de recursos financieros para los sectores “reales” de la economía (agricultura, turismo, servicios, industria) sean de largo plazo (inversiones) o de corto plazo (capital de trabajo). Vienen al país porque aquí logran una rentabilidad más elevada que en otras partes del mundo.
- ii. Ingresos de capital por razones financieras. Ocurren cuando las tasas de interés, descontado el “riesgo país”, son más elevadas en San José que en Miami. O bien, cuando el costo del financiamiento externo en dólares resulta más barato que el nacional en colones, debido, en buena parte, a medidas tributarias, por ejemplo, exenciones de impuestos a los intereses pagados al exterior.
- iii. Ingresos de capital de carácter “especulativo”. Se trata de aquellos capitales que vienen al país, por cuanto se espera la disminución del “piso” de la banda cambiaria, lo cual permitiría realizar una ganancia de capital.

Los tres tipos de movimientos de capital, aunque tienen diferentes consecuencias para la economía nacional, son movidos por el mismo propósito: obtener ganancias. Así la IED busca rentabilidad de largo plazo; el capital “golondrina” diferenciales de tasas de interés y el capital especulativo ganancias de capital originadas en la disminución del “piso” de la banda.

Al país, claro está, le interesa y mucho, los movimientos de capital mencionados en el punto (i). Los correspondientes al punto (ii), los llamados capitales “golondrina”, deben desalentarse mediante la convergencia de las tasas de interés nominales menos la devaluación en el país, con las de los mercados financieros internacionales. En cuanto a los movimientos de capitales señalados en el punto (iii) no son convenientes para la estabilidad económica y el desarrollo económico del país.

Dicho lo anterior, debe reconocerse que muy posiblemente, en la actualidad, ocurren movimientos de capital de los tres tipos, de manera simultánea. La dificultad reside en cuantificar cada uno de ellos a fin de determinar, al menos de manera aproximada, su incidencia en la evolución del mercado cambiario.

Ahora bien, sí el Banco Central, una vez puesto en práctica el régimen cambiario de bandas, cada vez que acumula reservas monetarias internacionales decidiera bajar el “piso” de la banda, le estaría haciendo la “masa aguada” a los especuladores. Se crearía un círculo vicioso: cuanto mayores sean los ingresos de capital especulativo, más pronunciada será la acumulación de reservas por parte del Banco Central, mayor la disminución del “piso” de la banda, más elevadas las ganancias del especulador y mayor el incentivo para traer al país más capitales especulativos. Se trataría ni más ni menos de una situación en la cual la cola mueve al perro que el Banco Central, con toda razón, desea evitar a toda costa.²

2. Es importante tener presente, por un lado, que alcanzar un nivel “razonable” o “satisfactorio” de reservas monetarias internacionales (RMI) es un elemento importante para disminuir la vulnerabilidad del país, aumentar la credibilidad del Banco Central y, por ende, disminuir el riesgo país y el costo de la deuda externa privada y pública. Sin embargo, por otro lado, alcanzar un nivel “excesivo” de RMI no es conveniente: exacerba las pérdidas del Banco Central al esterilizar sus propias emisiones al comprar las divisas, disminuye la credibilidad del Banco Central y aumenta el riesgo país con el consecuente efecto en el costo del endeudamiento externo. Un país pobre en vías de desarrollo no puede darse el “lujo” de acumular RMI sin límite debido al costo que ello representa. La diferencia entre el “exceso” de RMI y el nivel “razonable” debe ser utilizado, dependiendo de las circunstancias, bien para aumentar las importaciones a fin de mejorar el consumo nacional y aumentar las inversiones del país o bien para disminuir el endeudamiento externo.

IV

Pareciera más conveniente, en el corto plazo, proceder a disminuir la tasa de interés en colones y no a disminuir el “piso” de la banda. Esta es la tesis principal de estas notas.

Debe reiterarse que el tipo de cambio nominal abandonará el “piso” de la banda y se ubicará dentro de la banda solo cuando la demanda de dólares sea mayor que la oferta. Ahora bien, la disminución de la tasa de interés por parte del Banco Central tendría, precisamente, ese resultado. En efecto, la oferta de dólares se contraería porque el ingreso de capitales por razones financieras (capitales “golondrinas”) dejaría de justificarse. Si el Banco Central, además, mantiene firme su política de no disminuir el “piso” de la banda, entonces se detendrá también el ingreso de capitales de carácter especulativo.³ Por otra parte, la demanda por dólares aumentaría, como consecuencia de la menor tasa de interés en colones, si los agentes económicos modifican la composición de su cartera: liquidarían títulos en colones y comprarían títulos en dólares o bien aumentarían su consumo, parte del cual consiste en bienes importados.

Así, la disminución de la oferta y el aumento de la demanda de dólares permitiría al tipo de cambio nominal separarse del “piso” de la banda y comenzar a fluctuar dentro de ella.⁴

V

Tres observaciones son pertinentes:

- i. La disminución de las tasas de interés en colones debe verse como una medida transitoria. Ella haría que las tasas de interés reales en colones lleguen a ser negativas, es decir las tasas de interés nominal resultan menores que la inflación. Esta situación no puede mantenerse por mucho tiempo. Una vez que el tipo de cambio nominal comience a fluctuar dentro de la banda y el Banco Central deje de acumular reservas monetarias internacionales, entonces, muy probablemente, las tasas de interés en colones se ajustarán hacia arriba.
- ii. De hecho, en un sistema monetario basado en un régimen cambiario cada día más flexible y con una meta de inflación como objetivo principal, el Banco Central debe influir en la oferta de liquidez en la economía a fin de que la tasa de interés “*overnight*” converja con la “tasa de interés de la política monetaria”, según la terminología del Banco Central de Chile.⁵
- iii. Por más que el Banco Central establezca como su objetivo principal la meta de inflación, ello no significa que sea el único. De hecho, difícilmente podría desentenderse totalmente de la evolu-

3. Esta pareciera ser también la posición del BCCR cuando su Presidente afirma “... con la baja en las tasas de interés hemos reducido el incentivo para el arbitraje financiero fácil... el Central no está dispuesto a reaccionar cada vez que haya una presión en el mercado y bajar la banda”. (Gutiérrez, 2007).

4. Debe tenerse también presente que en tanto la inflación nacional ronde el 9 por ciento y la internacional el 2 por ciento -3 por ciento y además, el tipo de cambio nominal se mantenga fijo, el precio de los bienes y servicios importados disminuirían en relación con los de los productos nacionales. Esta situación aumentaría las importaciones y el turismo de costarricenses al extranjero.

5. La tasa de interés de la política monetaria la define el Banco Central de Chile como aquella que permita maximizar la probabilidad de que la inflación se ubique, la mayor parte del tiempo, en el rango anual establecido por el Banco Central, por ejemplo, entre 3 por ciento y 1 por ciento.

ción del nivel y de la volatilidad de la producción nacional y del volumen de empleo. Desde este punto de vista, mientras disminuir el “piso” de la banda, es decir revaluar el colón, representa un “garrotazo” para los exportadores, afectando las decisiones de mediano plazo sobre inversiones y producción aún cuando el precio en colones del componente importado disminuya, la reducción de la tasa de interés es una “zanahoria” para los inversionistas en general, se dediquen a abastecer el mercado interno o el externo; así como para los deudores en colones, incluidos el Gobierno Central y el Banco Central.

VI

Para lograr la evolución de la política monetaria en la dirección deseada, una primera etapa consiste entonces en lograr el funcionamiento adecuado del régimen de bandas. Es decir, primero que el tipo de cambio nominal fluctúe dentro de la banda sin que el Banco Central deba comprar o vender cantidades significativas de dólares; segundo que las pérdidas del Banco Central disminuyan de manera significativa; tercero que se prepare el terreno para lograr una mayor liberalización del mercado cambiario más allá del régimen cambiario de bandas. Ahora bien, mal podría pretenderse alcanzar este objetivo rápidamente. El nuevo régimen cambiario es un proceso gradual que requiere de bastante más tiempo para alcanzar su cometido. No sería, por lo tanto, de extrañar si durante los primeros meses el régimen de bandas funcione de manera muy semejante al anterior de las “minidevaluaciones”

Mientras se logra lo anterior debe aprovecharse el tiempo para llevar a cabo varias tareas importantes, relacionadas con el régimen cambiario de bandas:

- i. Proseguir con el fortalecimiento de la situación financiera (balance de situación y estado de resultados) del Banco Central, a fin de hacer desaparecer sus pérdidas. El apoyo del Ministerio de Hacienda es indispensable. Debe continuar a un paso más acelerado para lograr este objetivo cuanto antes.
- ii. Analizar la posibilidad de permitir a los bancos comerciales aumentar, con la debida precaución, el monto de divisas que pueden acumular diariamente. Esto con el propósito de ayudar a crear un mercado de divisas más activo.
- iii. Mantener una estrecha coordinación entre el Banco Central y los bancos comerciales del Estado a fin de evitar, dado su tamaño en el mercado financiero nacional, acciones que propicien los movimientos de capital de carácter especulativo o la expansión de crédito sin considerar debidamente los mayores riesgos cambiarios o la volatilidad de las tasas de interés.
- iv. Promover el funcionamiento del mercado de divisas a futuro (*forward*, *swaps*, *put*) cuyas operaciones ayudarían a cubrir a los importadores deudores en dólares y al sector público de futuras devaluaciones y a los exportadores de futuras reevaluaciones, ambas inevitables en regímenes cambiarios de bandas o de flotación. La adopción del régimen cambiario de bandas ha permitido al Banco Central trasladar a los agentes económicos privados y al Sector Público buena parte del riesgo que él asumía con el anterior régimen cambiario de minidevaluaciones. Ahora bien, el Banco Central debe evitar crisis financieras que puedan desembocar en crisis económicas generalizadas, como consecuencia del mayor riesgo asumido por el sector financiero privado. De

ahí el mercado interés del Banco Central en el desarrollo del mercado financiero nacional para permitir a los agentes económicos reducir los nuevos riesgos a los cuales deben hacer frente.

- v. Mejorar el funcionamiento del mercado monetario de muy corto plazo para lograr la convergencia entre la tasa de interés *overnight* y la tasa de interés de la política monetaria. En el tanto se logre este objetivo si facilitaría la formación de la curva de rendimiento a diferentes plazos. En condiciones normales, el BCCR no tendría que intervenir en el mercado financiero a otros plazos y además podría prescindir de ciertos esquemas *sui generis* como el llamado “Central Directo”.
- vi. Redoblar esfuerzos de parte de los supervisores bancarios para evitar los riesgos originados en operaciones cambiarias de carácter especulativo por parte de los intermediarios financieros.

Las medidas mencionadas no se tomarán todas a la vez, sino más bien se trata de un proceso de ajustes y reajustes de acuerdo con los resultados logrados y el cambio de las circunstancias. Como de costumbre el Banco Central deberá actuar con prudencia, firmeza y transparencia.

VII

Consolidada la etapa anterior queda por examinar si no han ocurrido cambios significativos en la economía nacional que presionen la apreciación de la moneda nacional y eleven el tipo de cambio real.

Bien puede suceder que algunos sectores de la economía (hotelería, turismo, bienes inmuebles) crezcan a un ritmo muy elevado gracias a ingresos de capital extranjero atraídos por la rentabilidad de las inversiones en esos sectores. Si esos ingresos de capital aumentan la oferta de dólares, a pesar de la disminución de los ingresos de capitales “golondrinas” y los especulativos y del aumento de la demanda de dólares, consecuencia de la disminución de la tasa de interés en colones, entonces esa mayor oferta de dólares haría disminuir el precio de las divisas en relación con el colón. Es decir, la moneda nacional se apreciaría y el tipo de cambio real aumentaría.

De constatarse esta situación, se plantearía una situación delicada. De hecho, la pérdida de competitividad de las exportaciones, debido a la apreciación del colón, no es un camino adecuado cuando el país se encuentra enfrascado en un proceso –amplio y profundo– de inserción en la economía internacional, con el propósito principal de beneficiar a los consumidores nacionales gracias a una mayor división internacional del trabajo y a una mayor diversificación de las fuentes de abastecimiento del mercado costarricense.

Los exportadores se verían afectados por dos razones. Primero, recibirían menos colones por cada dólar que exporten. Segundo, sus costos de producción tienden de una parte, a disminuir (componente importado), pero de otra, a aumentar (inflación interna). De hecho, el gerente, el contabilista y el obrero de la fábrica de camisas son mejor remunerados en los sectores en plena expansión. Para retenerlos sería necesario aumentarles el salario, con lo cual los costos de producción aumentarían. Hacer frente a esta situación significaría producir las camisas (y demás bienes y servicios) con más conocimiento (tecnología, innovación), más capitalización de las empresas (sustituir trabajo por capital), mayor productividad de los factores de la producción (trabajo, capital, tierra), mayor productividad del sector público (infraestructura, servicios públicos) y mayor oferta de trabajo importado (calificado, no

calificado y gerencial). Así, mediante el aumento de la productividad y del control de los costos unitarios de producción, sería posible hacerle frente a la apreciación del colón. Ello plantea, sin embargo, un importante cambio en el modelo actual de desarrollo: pasar de un modelo orientado al aumento de las exportaciones a otro basado en la promoción de las inversiones en general. Esto es, claro está, harina de otro costal.

VIII

Es conveniente recapitular. El Banco Central de Costa Rica tiene ante sí varias alternativas en cuanto al régimen cambiario.

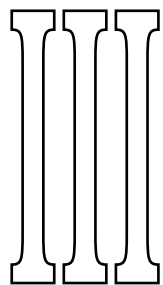
- i. Lograr el adecuado funcionamiento del régimen de bandas. Esta posibilidad debe explorarse a fondo y permitir cierto tiempo para que los agentes económicos adecuen sus decisiones al nuevo régimen. Sin embargo, si el funcionamiento de bandas implica la apreciación sistemática del colón debido a factores reales de la economía,⁶ entonces el Banco Central de Costa Rica tendría que plantearse si este es el mejor camino para el desarrollo económico del país.
- ii. Regresar al régimen cambiario de “minidevaluaciones”. Esta posibilidad es poco realista en vista de las debilidades que se apuntaron a este régimen cambiario al sustituirlo por el de bandas.
- iii. Emigrar a uno de los polos: la flotación.
- iv. Emigrar al otro polo: la dolarización.

Estas dos últimas alternativas deberían ser objeto de análisis pormemorizado por parte del Banco Central a fin de aquilatar, a la luz de las experiencias de otros países y de las circunstancias –políticas, económicas, financieras y legales– propias de Costa Rica, cual es el camino más aconsejable de tomar.

6. Habría de considerarse además el posible efecto de la eventual participación de Costa Rica en el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos en los ingresos de capitales para fines de inversión.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Chile (2007). La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación.
- Cecchetti, Stephen G; Flores-Lagunas, Alfonso & Krause, Stefan (2006). Assessing the Sources of Changes in the Volatility of Real Growth, NBER Working Paper Series 11946. Washington, NBER.
- Citigroup. (2007). Costa Rica's FX Transition, Thought Piece, Latin America.
- Gutiérrez, Francisco de Paula (2007, 14-20 de mayo). Seguiremos defendiendo las bandas cambiarias. Banco Central no cederá a presiones. *El Financiero*. Entrevista a Francisco de Paula Gutiérrez, Presidente del Banco Central de Costa Rica.
- Hausmann, Ricardo; Rodríguez-Clare, Andrés & Rodrik, Dani (2005). *Toward a Strategy for Economic Growth in Uruguay*. Economic and Social Study Series. Interamerican Development Bank.
- Kahn, George A. (2007). Communicating a Policy Path: The Next Frontier in Central Bank Transparency?, *Economic Review, Federal Bank of Kansas City, First Quarter*, vol. 24, number 1, p 25 - 51.
- Lizano, Eduardo (2005). Veinte años sin crisis financieras (1984-2004): el caso de Costa Rica. *Revista FLAR, número 1, año 1*, p.103-166.
- Rogoff, Kenneth (2006). *Impact of Globalization on Monetary Policy*, min.
- Taylor, John B. (2001). The Role of the Exchange Rate in Monetary - Policy Rules, *American Economic Review*, vol. 91, No. 2. pp. 263-267.



Retos de la política monetaria y cambiaria en tiempo de transición

*Francisco de Paula Gutiérrez**

INTRODUCCIÓN

La Academia de Centroamérica nos ha convocado a conversar sobre un tema de gran relevancia para la política económica de Costa Rica, utilizando como punto de referencia el documento “Las bandas cambiarias y la tasa de interés en Costa Rica” preparado por Eduardo Lizano. Es una excelente oportunidad para compartir reflexiones sobre el tema de una manera amplia, aprovechando el ambiente de análisis que siempre rodea a los eventos de la Academia y la forma clara y provocadora como Eduardo siempre hace sus planteamientos.

Más que comentar el Capítulo II de este documento, quiero aprovechar el espacio para compartir con ustedes la forma como veo el tema desde la óptica de la “esquina noroeste del cuarto piso” del Banco Central de Costa Rica. En ese sentido, mis comentarios son a título personal y no pueden interpretarse necesariamente como los de la institución que tengo el honor de presidir.

EL CAMBIO

Cuando el Banco Central acordó, en octubre del año pasado, dejar atrás más de veintidós años de una política de minidevaluación del colón, optó por iniciar un proceso de cambio gradual y no una modificación radical a la forma como se determina el tipo de cambio en el país. El Banco decidió migrar y no brincar hacia un esquema de metas de inflación. Por eso optó por una flotación acotada del precio del dólar, mediante un sistema de bandas cambiarias, de amplitud moderada pero creciente.

Esto es muy importante tenerlo presente, porque muchas de las críticas que se han esgrimido recientemente a la política cambiaria seguida por el Banco Central van dirigidas al hecho que el Banco sigue interviniendo en el mercado y, por tanto, el tipo de cambio no está flotando. Si el Banco hubiera querido la flotación de la moneda desde el inicio, no hubiera establecido un esquema de bandas, sino se hubiera pasado a una flotación libre. El Banco consideró, con razón y con prudencia, que una transición de un esquema como el de minidevaluaciones, donde los agentes económicos tenían relativa certeza sobre la ruta futura del precio del dólar y el riesgo cambiario era virtualmente asumido por el

* Este artículo se basa en la exposición efectuada por el autor en el Seminario “Bandas cambiarias y la tasa de interés en Costa Rica”, organizado por la Academia de Centroamérica el jueves 5 de julio de 2007.

Banco Central, a una flotación administrada, como se requiere para la operación del sistema de metas de inflación, no convenía hacerla de un día para otro, sino era necesario pasar por una etapa de transición. Precisamente en esa etapa nos encontramos.¹

Para valorar la naturaleza de los retos de la política monetaria y cambiaria en esta etapa de transición, conviene preguntarse de dónde venimos, hacia dónde vamos y en dónde estamos. En el siguiente cuadro se presenta un resumen de algunas de las variables clave en cada uno de los diferentes estados de la economía.

CUADRO 3.1
RETOS POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN TIEMPO DE TRANSICIÓN

	Punto de partida: Meta monetaria TCR estable	Etapa Transición	Punto de llegada Metas inflación
Política cambiaria	Minidevaluación ($De \approx \pi - \pi^*$)	Bandas con intervención en piso	Flotación administrada ($De \rightarrow$ Mercado)
Tasa inflación	Alta (≥ 10 por ciento)	Bajando, pero sigue alta (≥ 8 por ciento)	Baja (≥ 4 por ciento)
Paridad intereses	$i \approx i^* + De + PR$	$i \approx i^* + De + PR$	$i \approx i^* + De + PR$
Tasa interés real	Positiva: $i > \pi$	Negativa: $i < \pi$	Positiva: $i > \pi$
Situación financiera BCCR	Pérdidas	En proceso capitalización parcial	Capitalización parcial
Espacio política monetaria	Trinidad imposible	Limitado	Amplio

De : Devaluación esperada

π : Tasa de inflación doméstica

π^* : Tasa de inflación externa

i : Tasa de interés en moneda nacional

i^* : Tasa de interés externa (en moneda extranjera)

PR : Premio por invertir en colones (incluye riesgo país)

FUENTE: Elaboración propia.

EL PUNTO DE PARTIDA

El Punto de Partida fue el esquema de política monetaria y cambiaria seguido por el país en los últimos veintidós años. El Banco Central conducía la política monetaria estableciendo metas cuantitativas sobre los agregados monetarios estrechos y la política cambiaria buscando mantener un tipo de cambio real relativamente estable. Para el primer propósito, el Banco actuaba por la vía de operaciones de mercado abierto; para el segundo, mediante la determinación de una pauta de deslizamiento

1. Resulta interesante ver la experiencia de países que avanzaron por esa ruta. Un análisis se encuentra en Inci Ötker-Robe & David Vávra (2007).

cambiario diario calculada de forma tal que la devaluación anual fuera similar a la diferencia entre la inflación interna y la externa.

Bajo esas circunstancias, la economía logró un equilibrio relativo, pero a una tasa de inflación mayor a la de nuestros principales socios comerciales. La apertura de la cuenta de capitales hacía que la tasa de interés interna (i) fuera similar a la suma de tasa de interés externa (i^*), la devaluación esperada (De), la cual era previsible por la confianza en la política de minidevaluaciones y el premio por invertir en colones (PR), el cual, durante mucho tiempo, se definió cercano a los tres puntos porcentuales. Cuando se producía un desbalance entre esos dos conceptos, la economía enfrentaba cambios en la dirección e intensidad de las corrientes de capitales y el Banco Central debía actuar para pretender ajustar los agregados monetarios. Dadas esas condiciones, la tasa de interés interna tendía a ser mayor que la tasa de inflación doméstica, generando una tasa de interés real positiva.

Aunque este esquema de política monetaria y cambiaria le permitió al país avanzar durante muchos años sin enfrentar una crisis financiera de amplia magnitud, como sucedió en otras naciones latinoamericanas y en muchos de los países asiáticos, presentaba algunos problemas, agravados por la existencia de una situación de pérdidas financieras del Banco Central. En primer lugar, la literatura económica ha sido prolija en explicar la imposibilidad de alcanzar, simultáneamente, una política de tipo de cambio fijo, donde las minidevaluaciones son un caso particular, una cuenta de capitales de la balanza de pagos totalmente abierta y una política monetaria independiente. A esto se le ha llamado la “trinidad imposible”.

En segundo lugar, porque la política de minidevaluaciones provocaba un elemento inercial en la tasa de inflación, al punto que era difícil indicar si la moneda se devaluaba porque la inflación interna superaba a la externa o si la inflación interna era mayor que la externa por el impulso dado por la devaluación. El coeficiente de traspaso de variaciones en el tipo de cambio a la tasa de inflación era relativamente elevado, lo cual complicaba la búsqueda de inflaciones más bajas en la economía.

Por último, el esquema de política, al mantener un tipo de cambio real relativamente estable pero una tasa de interés nominal en colones con mayor variabilidad, inducía a los agentes económicos a dolarizar sus carteras financieras, tanto activas como pasivas. Este proceso de dolarización, que superó el 50 por ciento de los activos y pasivos financieros, limitaba el campo de acción de la política monetaria y aumentaba la vulnerabilidad de la economía ante cambios en la dirección de las corrientes de capital.

EL PUNTO DE LLEGADA

Para enfrentar esos problemas y, eventualmente, alcanzar una tasa de inflación semejante a la de nuestros principales socios comerciales, el Banco Central consideró conveniente replantearse su esquema de política monetaria y cambiaria y definió, como punto de llegada, el establecimiento de un esquema de política basado en metas de inflación. Según este esquema, el Banco Central abandona la búsqueda de metas monetarias y se concentra en la tasa de inflación como único objetivo de su acción, supeditando el resto de objetivos al logro de la meta inflacionaria. Este esquema requiere, entre otras cosas, que el tipo de cambio se determine en el mercado en un esquema de flotación. El Banco Central, en sus Informes de Inflación semestrales, ha explicado las características del esquema de metas de inflación y la ruta que esperamos seguir para su implementación.

Bajo el esquema de metas de inflación, el Banco retoma las posibilidades y los espacios de acción de la política monetaria, pues rompe la “trinidad imposible” al abandonar el esquema de tipo de cambio fijo. Además, dentro de la estrategia a seguir, se encuentra la capitalización parcial del Banco por parte del Gobierno Central, la cual ya se ha iniciado, pero que requiere consolidarse en los próximos años; esto contribuirá a reducir la presión que ejercen las pérdidas del Banco sobre la expansión monetaria. En ese marco, los ejercicios efectuados señalan la posibilidad de alcanzar en un período de tres a cuatro años una tasa de inflación baja y similar a la de nuestros principales socios comerciales.

El nivel de tasas de interés, por otra parte, seguirá mostrando el equilibrio que se presenta en economías abiertas sin restricción a los movimientos de capital, con la diferencia que ya la devaluación esperada no viene determinada por la definición de la pauta de deslizamiento cambiario dentro del marco de una política de minidevaluaciones, sino como resultado del comportamiento del mercado cambiario en un esquema de flotación administrada. Cambios en las expectativas sobre el precio de la divisa se reflejarían en modificaciones en la demanda de divisas y consecuentemente, en el nivel del tipo de cambio y de la tasa de interés de mercado. Cambios en las tasas de interés de política monetaria por parte del Banco Central, incidirían en la demanda agregada de la economía y en el tipo de cambio del colón respecto al dólar. Dado que el Banco Central recupera su espacio de acción en la política monetaria, la tasa de interés nominal tenderá a exceder a la tasa de inflación y, consecuentemente, se tendrán tasas de interés positivas en términos reales.

EL PROCESO DE TRANSICIÓN

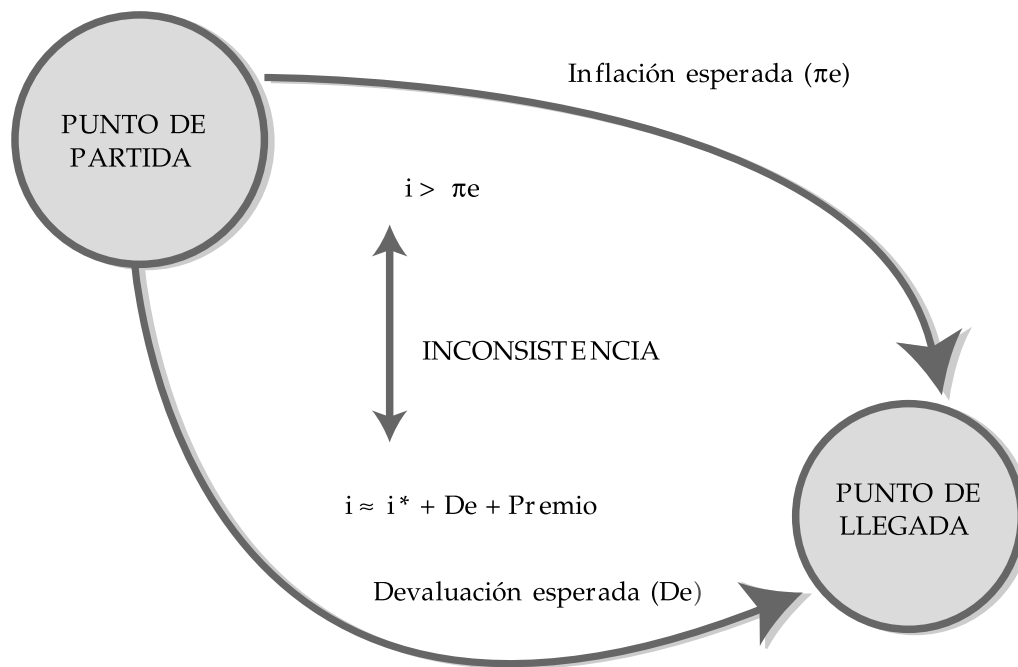
La situación que enfrenta la economía de Costa Rica en estos momentos es que hemos dejado la comodidad de nuestro “punto de partida” sin haber aún alcanzado los beneficios del “punto de llegada”. El país, en materia de política monetaria y cambiaria, se encuentra en medio de un proceso de transición. En esta etapa se observan ya algunos avances interesantes. Hay indicios de un rompimiento del proceso de inercia inflacionaria, al haberse mantenido el tipo de cambio relativamente estable, aunque todavía enfrentamos otros componentes inerciales en la inflación, como es el caso de la política salarial y de la fijación de algunos precios y tarifas públicos. Hay evidencia de una reducción en el grado de dolarización financiera de la economía, al punto que la liquidez en moneda nacional al mes de junio del 2007 representó el 53,4 por ciento de la liquidez total, mientras que en junio del 2006 era el 49,5 por ciento de dicha liquidez.

Sin embargo, el proceso de transición presenta todavía algunas dificultades. Para empezar, el Banco Central ha tenido que intervenir de manera continuada para defender el piso de la banda cambiaria, con lo cual no ha alcanzado todavía el espacio deseado en cuanto al manejo de su política monetaria. Por otra parte, el Banco, con el propósito de no propiciar un ingreso de capitales por razones de naturaleza financiera, redujo la tasa de captación a un día plazo a un nivel del 6,5 por ciento. Al hacerlo, la curva de rendimientos en colones se redujo, con lo cual la tasa de interés nominal es menor que la tasa esperada de inflación, generando, por tanto, una tasa de interés real esperada negativa.

La dificultad que estamos observando en la transición obedece, pues, a una situación en la cual las expectativas de devaluación y de inflación se separaron entre sí. Mientras que la devaluación esperada se redujo considerablemente, hasta ubicarse en niveles muy cercanos a cero según las encuestas de ex-

pectativas que hacemos en el Banco Central, la inflación esperada todavía se mantiene en niveles cercanos al 9 por ciento. Esta separación entre las expectativas no es algo extraño en procesos de estabilización económica, especialmente por la existencia de componentes inerciales en la tasa de inflación y es necesario aceptarlos como tales. Sería muy conveniente que la devaluación y la inflación esperadas marcharan “de la mano”, pues eso ayudaría a resolver las inconsistencias entre algunos precios relativos que estamos observando en estos momentos; sin embargo, esta no es la situación.

FIGURA 3.1
COMPORTAMIENTO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
Y DEVALUACIÓN EN LA TRANSICIÓN



FUENTE: Elaboración propia

El comportamiento de las expectativas durante estos últimos meses es como el mostrado en el Figura 3.1 La expectativa de devaluación, después de iniciado el esquema de bandas cambiarias, ha sido muy baja. El cambio introducido a finales de enero en el sistema de bandas, cuando se eliminó el deslizamiento de 6 céntimos diarios en el “piso” para fijarlo en un nivel de 519,16 colones por dólar, redujo la expectativa de devaluación. El comportamiento observado desde entonces en el mercado cambiario y los resultados de las encuestas de expectativas sugieren una devaluación esperada cercana a cero. El criterio de algunos analistas sobre posibles acciones futuras del Banco Central en relación al “piso” de la banda apuntan, más bien, a la posibilidad de una apreciación nominal del colón, con lo cual, para ellos, la devaluación esperada sería negativa.

Esto hace que la tasa de interés nominal, determinada por el criterio de paridad de tasas de interés en una economía abierta, tienda a ser muy baja. La tasa establecida por el Banco Central para depósitos a muy corto plazo es congruente con esa situación. Por otra parte, como mencioné, las expectativas de inflación permanecen relativamente elevadas, como lo apuntan los resultados de la encuesta men-

sual de expectativas que efectuamos en el Banco. Con la inflación interanual observada al mes de mayo (9,17 por ciento), la encuesta de expectativas de inflación efectuada a principios de junio mostraba una inflación esperada de 9 por ciento para los siguientes doce meses, la cual excede a la meta de inflación fijada por el Banco Central en su programa macroeconómico anunciado en enero. Por tanto, si se buscara una tasa de interés en moneda nacional que generara rendimientos esperados positivos en términos reales para los inversionistas, la tasa debería superar el 9 por ciento.

Claramente la tasa de interés sólo puede ser una, por lo cual la situación actual nos presenta una inconsistencia entre el objetivo de relativa neutralidad en cuanto a los movimientos de capital y el objetivo de brindar un premio real positivo a los ahorrantes. Ante esa situación, el Banco Central ha optado por ajustar su tasa al criterio de neutralidad relativa para los movimientos de capital, reconociendo que la tasa real de interés resultante es negativa, pues se considera que, en el corto plazo, es más importante evitar el ingreso de flujos especulativos de fondos que presionan al mercado cambiario y a la liquidez.

Sin embargo, somos conscientes que esta situación no es conveniente en el largo plazo, ni tampoco es una solución de equilibrio para la economía. Es, tan sólo, una circunstancia que debemos vivir durante el período de transición por el que estamos pasando. Ahora bien, ¿cuáles son algunos posibles cursos de acción para enfrentar esta inconsistencia? Permítanme compartir dos posibles caminos, en el entendido que serían posiciones un tanto extremas dentro del espectro de acciones posibles. El primero de ellos sería enfrentar la posible inconsistencia mediante la eliminación del piso de la banda cambiaria. El segundo sería mantener el curso de acción seguido durante los últimos meses.

La eventual eliminación del piso de la banda cambiaria llevaría a un proceso de flotación del tipo de cambio. En tales circunstancias y bajo el supuesto que al Banco Central no le preocupara el nivel del precio de la divisa, se recuperaría la posibilidad de utilizar la tasa de interés como instrumento para afectar la demanda agregada en la economía y se resolvería la inconsistencia, porque la tasa de interés podría elevarse a un nivel tal que superara a la inflación. El mercado cambiario, por su parte, buscaría su equilibrio y el tipo de cambio se afectaría, entre otros elementos, por la expectativa de devaluación o apreciación del colón. De hecho, ese comportamiento del mercado cambiario es al que se busca llegar una vez nos encontremos bajo el esquema de metas de inflación.

La aceleración del paso para llegar a la flotación administrada por la vía de la eliminación del piso de la banda cambiaria presenta, sin embargo, un conjunto de inconvenientes, los cuales se refieren, en buena parte, a aspectos de preparación a lo interno del Banco Central y en la economía para manejar la eventual volatilidad del tipo de cambio. Esa preocupación fue la que motivó que el proceso de búsqueda de mayor flexibilidad se iniciara, en octubre del 2006, con una banda de amplitud moderada, aunque creciente y se reafirmara, en enero del 2007, al fijar el piso de la banda en el nivel de 519,16 colones por dólar.

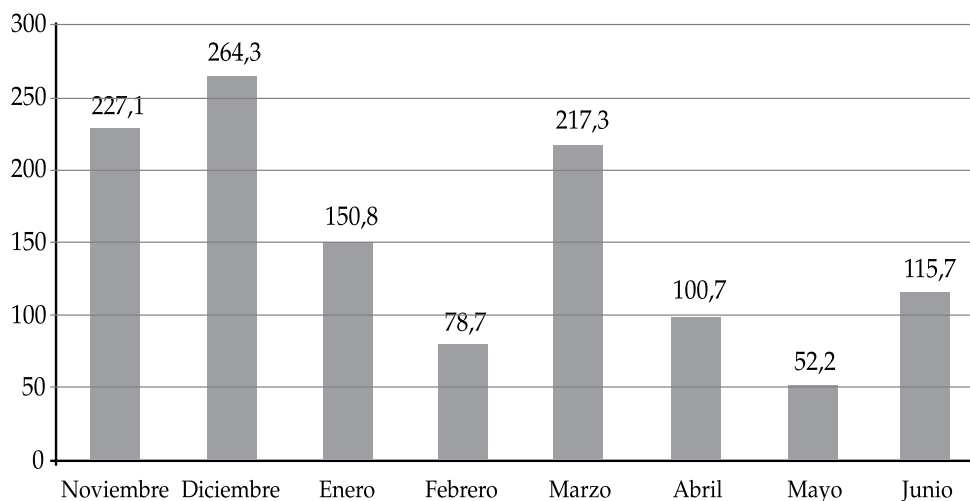
A lo interno del Banco Central, hemos venido avanzando en la preparación de la infraestructura necesaria desde el punto de vista tecnológico, de procesos y de recursos humanos, para poder intervenir adecuadamente en el manejo de la liquidez de la economía. Si bien hemos hecho progresos, todavía no consideramos estar en posición de hacer un cambio ordenado al esquema de flotación administrada, aunque esperamos estarlo en los próximos meses. A lo externo del Banco Central, falta

todavía la plataforma reglamentaria para la operación de mercados de derivados, necesarios para permitir a los agentes económicos cubrirse adecuadamente de fluctuaciones en el precio de la divisa y administrar adecuadamente su riesgo. La Superintendencia General de Entidades Financieras ha estado analizando y trabajando en estos aspectos, pero todavía requiere de algún tiempo para concluirlos satisfactoriamente. Por tanto, en el corto plazo parece inconveniente forzar una solución al problema de la inconsistencia por esta vía, pues puede provocar consecuencias no deseadas en el proceso de transición hacia el esquema de metas de inflación.

La segunda opción extrema consiste en mantener la situación vigente sin adoptar acciones particulares sobre la banda cambiaria o la estructura de tasas de interés. En este caso, la inconsistencia observada entre la tasa de interés requerida para alcanzar neutralidad relativa en los movimientos de capital y aquella necesaria para generar un rendimiento real a los ahorrantes se alcanzaría en el tiempo, en el tanto se reduzcan las expectativas de inflación para ubicarse en el nivel de la tasa internacional o aumenten las expectativas de devaluación, dando espacio a un incremento en la tasa de interés. Eso, desde luego, no se dará “de la noche a la mañana” sino que requiere algún tiempo. Por ello conviene preguntarse cuál es el costo asociado a la espera.

Hay dos críticas que se han venido formulando sobre el comportamiento del Banco Central en este contexto, que podrían extenderse caso de optarse por la segunda opción. La primera de ellas es que en la situación actual, el Banco ha venido participando muy activamente en el mercado para defender el piso de la banda cambiaria, por lo cual no se está cumpliendo uno de los objetivos buscados al arrancar con el sistema, cual era que el tipo de cambio se estableciera por la interacción de la oferta y la demanda de divisas. La segunda, es que esta intervención provoca una fuerte emisión por parte del Banco Central, con lo cual se dificulta la lucha contra la inflación.

GRÁFICO 3.1
INTERVENCIÓN DEL BANCO CENTRAL EN BANDAS
(COMPRAS MENSUALES - MILLONES DE DÓLARES)



FUENTE: BCCR.

En relación a la primera crítica, debe reconocerse que efectivamente el Banco ha venido interviniendo sistemáticamente en el mercado cambiario para defender el piso de la banda, tal como se presenta en el gráfico 3.1. Sin embargo, caben dos aclaraciones. La primera es que, al decidirse por el esquema de bandas cambiarias de amplitud moderada, el Banco estaba aceptando la posibilidad de tener que intervenir para defender los límites de la banda. De no haberlo querido hacer, hubiera adoptado la flotación desde el inicio. La segunda es que el grado de intervención del Banco en el mercado, si bien positivo, ha venido disminuyendo en el tiempo. En el primer trimestre del año el Banco compró \$446,8 millones de dólares en defensa de la banda, mientras que en el segundo trimestre el monto disminuyó a \$268,6 millones.

A lo largo de los nueve meses que llevamos con las bandas cambiarias se ha podido observar como la oferta de divisas y la participación del Banco en el mercado aumenta en los días que preceden al pago de impuestos al Gobierno Central. Esto es aún más claro cuando el mes corresponde a pagos del impuesto sobre la renta, como sucedió en diciembre, marzo y junio.

La participación del Banco Central en el mercado cambiario nos plantea tres temas importantes. El primero de ellos es su impacto sobre el nivel de reservas monetarias internacionales. El segundo, su efecto sobre la liquidez en la economía, con las consecuencias que ésta puede generar sobre la demanda agregada y la inflación y, el tercero, el impacto de la acumulación de reservas y la consecuente esterilización sobre los resultados financieros del Banco.

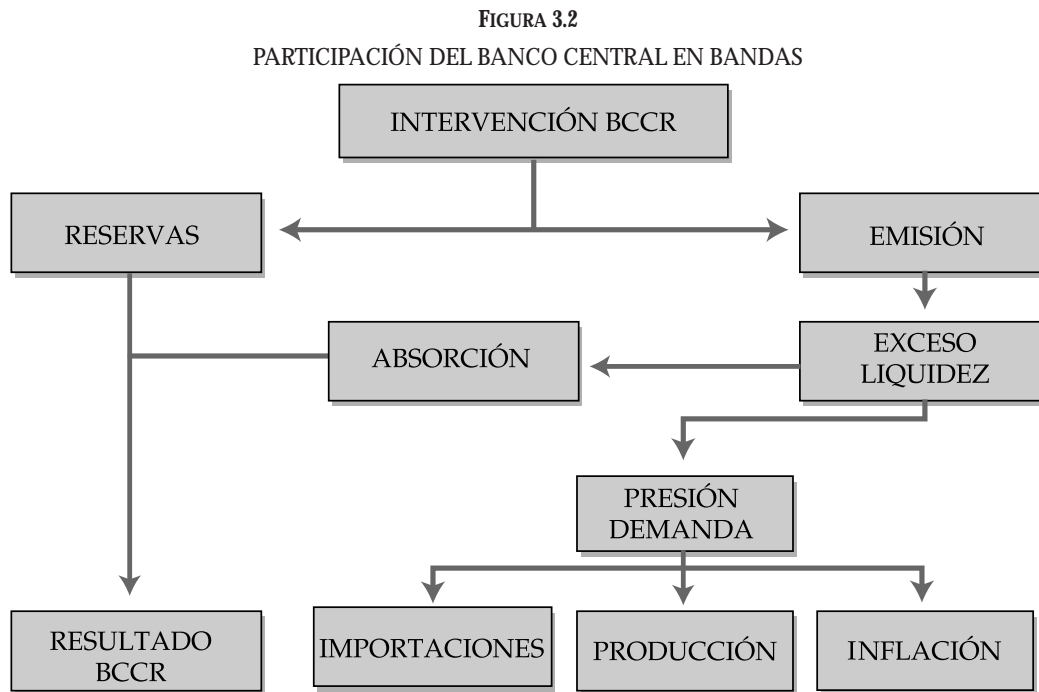
En relación a las reservas, la pregunta importante es si el nivel que hemos alcanzado es excesivo o si, por el contrario, todavía hay espacio para una acumulación adicional con el propósito de reducir la vulnerabilidad de la economía costarricense ante cambios en las condiciones externas o internas. El saldo de reservas monetarias internacionales netas en poder del Banco Central ascendió al 30 de junio del 2007 a 3.734 millones de dólares. Ese nivel excede el apropiado cuando se usan las medidas tradicionales de suficiencia de reservas, pues equivale a 4,7 meses de importaciones fuera del régimen de zonas francas y perfeccionamiento activo y a 2,6 veces el saldo de la base monetaria restringida.

Sin embargo, los criterios más recientes sobre suficiencia de reservas ponen mayor atención a variables amplias del sector financiero y del endeudamiento de corto plazo que a los niveles de importaciones, pues las crisis cambiarias se presentan por una variación significativa en la composición de los activos financieros, más que por una presión de las corrientes comerciales. En particular, dado el alto grado de dolarización financiera de la economía costarricense, los indicadores tradicionales pueden no reflejar adecuadamente la vulnerabilidad ante perturbaciones externas o internas. Eso lo han señalado el Fondo Monetario Internacional y algunas agencias calificadoras de riesgo.

Aunque no hay criterios de suficiencia de reservas para economías dolarizadas aceptados ampliamente, resulta interesante comparar la situación de Costa Rica con la de otros países con grados de dolarización financiera elevada. Uno de ellos es el Perú, país en el cual la liquidez total en el sistema bancario al mes de mayo del 2007 se dividía por partes iguales entre la moneda nacional y la extranjera. En esa fecha, la posición de reservas monetarias internacionales (21.304 millones de dólares) cubría el 86,5 por ciento de la liquidez total y equivalía a 1,71 veces la liquidez en moneda extranjera en el sistema bancario. En nuestro caso, con datos a junio del 2007, el saldo de reservas monetarias internacionales (3.734 millones de dólares) cubría sólo el 36 por ciento de la liquidez total y equivalía al 76 por ciento de la liquidez en moneda extranjera en el sistema bancario.

Al extender la comparación a otras economías emergentes relativamente dolarizadas, la dirección de las conclusiones no varía. Con información para finales del 2006, la mediana de la relación de reservas monetarias internacionales a depósitos en moneda extranjera para este tipo de economías fue 0,96 y la mediana de la relación de reservas monetarias internacionales netas a la liquidez total fue 0,45. Ambas cifras son mayores a las mostradas por Costa Rica, tanto si vemos nuestra posición de reservas a diciembre del 2006, como si lo hacemos a junio del 2007. Así, considerando este tipo de indicadores, no podríamos afirmar que tenemos una posición excesiva de reservas monetarias.

Ahora bien, tal como se presenta en el Figura 3.2, la intervención en el mercado cambiario al comprar divisas para defender el piso de la banda provoca una expansión de la emisión monetaria y, a través de los efectos multiplicadores, de la liquidez total. La preocupación que muestran algunos analistas supone que el Banco Central adopta una actitud pasiva ante esta expansión. Si así lo hiciera, esa mayor liquidez posibilitaría un incremento en la demanda agregada de la economía, la cual se reflejaría en un mayor nivel de importaciones, una producción doméstica más alta, una mayor presión inflacionaria o una combinación de estos tres elementos. Esa conclusión, sin embargo, hay que calificarla.



FUENTE: Elaboración propia del autor.

En primer lugar, porque parte de la nueva liquidez generada puede ser resultado de cambios en la composición de la cartera financiera, en cuyo caso se presentaría una mayor demanda de liquidez en moneda nacional, pero no un exceso de oferta de liquidez en el mercado. Esto parece ser parte del comportamiento observado en los últimos meses, pues, como se indicó, la información disponible sugiere la presencia de un proceso moderado de recolonización de la liquidez total.

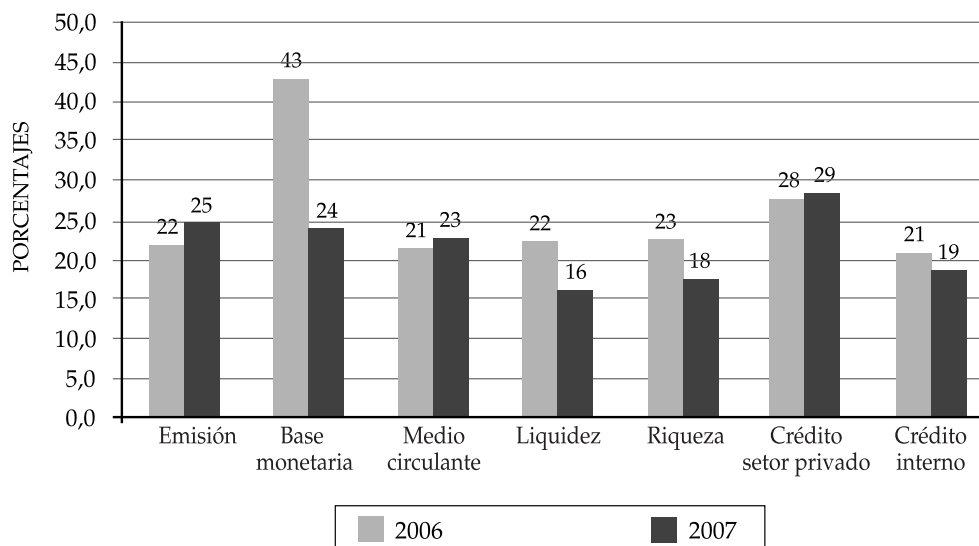
En segundo lugar, porque el Banco Central puede retirar esa nueva liquidez mediante operaciones de absorción monetaria. Durante el primer semestre del año el Banco llevó a cabo una política activa de absorción, al grado que el saldo de las operaciones de mercado abierto (bonos de estabilización mo-

netaria, inversiones de corto plazo y depósitos en Central Directo) aumentó en 434 mil millones de colones entre el 31 de diciembre del 2006 y el 30 de junio del 2007. Ese monto supera el valor en colones de las reservas monetarias adquiridas durante ese período, por lo cual las presiones sobre la demanda agregada derivadas del exceso potencial de liquidez no fueron tan marcadas.

El comportamiento de las variables financieras durante los últimos doce meses se muestra en el Gráfico 3.2. En ese gráfico se presenta la tasa de crecimiento anual de un conjunto de variables financieras para los años terminados en junio del 2006 y del 2007. Los resultados sugieren algunos patrones interesantes. En efecto, cuando se analizan los agregados monetarios amplios, como la liquidez total o la riqueza financiera del sector privado, sus tasas de crecimiento anual a junio del 2007 no sólo son menores a las observadas un año antes, sino que no difieren mucho del crecimiento estimado del producto interno bruto nominal, pues el PIB real se calcula aumentó en el orden del 6,5 por ciento y la tasa de inflación se ubicó cercana al 9 por ciento. En otras palabras, no pareciera que estemos frente a un proceso de expansión fuerte de la liquidez total o de la riqueza financiera del sector privado.

Sin embargo, los agregados monetarios más estrechos, como la emisión o el medio circulante, sí muestran tasas de crecimiento mayores a las del año anterior, lo cual es consistente con una mayor demanda de activos monetarios muy líquidos, consecuencia de la baja en la tasas de interés observada y de una mayor demanda de activos monetarios en colones, resultado del proceso de recolonización financiera. No obstante, este crecimiento de los activos líquidos genera preocupación, pues podría volcarse muy rápidamente hacia la demanda de bienes y servicios o a la demanda de dólares.

GRÁFICO 3.2
VARIABLES FINANCIERAS.
(tasa de variación anual a junio)



FUENTE: BCCR.

El tercer grupo de variables incluidas en el Gráfico 3.2 son aquellas relacionadas con el crédito. En esto hay dos puntos a destacar. El primero de ellos, es que el crédito interno total del sistema bancario nacional no muestra un crecimiento muy acelerado; por el contrario, su expansión se encuentra relativamente en línea con la estimada para el producto interno bruto. Sin embargo, el segundo punto a destacar es el comportamiento observado en el crédito al sector privado, el cual sí ha mostrado un fuerte dinamismo durante el primer semestre de este año, reflejando el espacio que ha dejado el financiamiento al sector público, dada la mejoría observada en las cuentas fiscales durante los últimos tiempos. Esto puede generar problemas con la calidad de la cartera en caso que varíen las condiciones generales de la economía.

Así, si bien la expansión del crédito interno global no pareciera ser un elemento de desequilibrio macroeconómico importante desde el punto de vista de la presión sobre la demanda agregada, el crecimiento del crédito al sector privado sí lo es desde la óptica de la eventual calidad de la cartera bancaria. Por ello conviene seguir muy de cerca de esta variable, especialmente ante posibles cambios en la tasa de expansión de la economía o en el nivel de las tasas de interés.

CUADRO 3.2
COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN

	IPC (Meta 8%)	IPC Sin efecto gasolina*	ISI (Meta 8%)
ENERO - JUNIO 07			
Acumulada	4,65%	4,07%	3,38%
Anualizada	9,52%	8,30%	6,88%
AGOSTO 06 - JUNIO 07			
Acumulada	7,76%	8,14%	7,52%
Anualizada	8,49%	8,92%	8,23%

* Tasa de inflación estimada bajo el supuesto que el precio de la gasolina aumenta a la misma tasa del resto de la canasta del índice de precios al consumidor.

FUENTE: Elaboración propia.

Por último, conviene analizar la evolución de la inflación durante los primeros meses del año, aunque reconociendo la existencia de rezagos en cuanto a los efectos de las variables monetarias sobre el nivel de precios de la economía. Los resultados observados durante el primer semestre del año en los dos principales indicadores de inflación, el índice de precios al consumidor (IPC) y el índice subyacente de inflación (ISI), reflejan situaciones diferentes: Mientras el IPC aumentó durante el semestre 4,65 por ciento, equivalente a una tasa anualizada de 9,52 por ciento, el ISI sólo creció 3,38 por ciento, correspondiendo a una tasa anualizada de 6,88 por ciento (Cuadro 3.2). ¿Cuáles son los factores que explican resultados tan diferentes?

Para empezar, es importante aclarar las diferencias entre ambos índices. En el caso del IPC, este mide la evolución de los precios de un conjunto de bienes y servicios que componen la canasta de consumo promedio de los hogares ubicados en 114 distritos de la gran área metropolitana. El ISI, por su lado, parte de los datos del IPC, pero excluye aquellos rubros que muestran un grado de volatilidad elevado, como es el caso de los bienes y servicios regulados y los bienes agrícolas. En este sentido, el ISI busca medir, de mejor forma, las presiones de inflación derivadas del comportamiento de la política económica.

Un análisis rápido del comportamiento del IPC durante el primer semestre del 2007 permite observar el impacto del precio de la gasolina sobre la tasa de inflación acumulada en el año. Si el precio de la gasolina hubiera aumentado durante el semestre, al mismo ritmo que el precio del resto de los bienes y servicios que componen la canasta del IPC, la tasa de inflación del período enero-junio del 2007 hubiera sido 4,07 por ciento, en lugar del 4,65 por ciento observado. Consecuentemente, la tasa anualizada de inflación, dado el comportamiento del primer semestre, equivaldría a 8,30 por ciento, una tasa muy en línea con la meta de inflación establecida para el año por el Banco Central.

Este mismo ejercicio extendido para el período agosto 2006 a junio 2007, durante el cual ha estado vigente la nueva canasta del índice de precios al consumidor, da también resultados interesantes. Mientras que el IPC creció a una tasa equivalente anual de 8,49 por ciento, el ISI lo hizo al 8,23 por ciento y el IPC, suponiendo que el precio de la gasolina hubiera aumentado al mismo ritmo que el del resto de la canasta del índice, mostraría una tasa anualizada de 8,92 por ciento. En otras palabras, el ritmo de inflación de la economía durante los últimos once meses se encuentra más bien alrededor del 8,50 por ciento, lo cual es consistente con las metas establecidas.

Los cálculos anteriores no deben llamar a complacencia, pues existe el riesgo que los llamados efectos de segunda ronda de los choques externos se propaguen al resto de los precios de la economía. Las posibilidades de observar este proceso dependerán de las condiciones generales de la liquidez y la demanda agregada, lo cual obliga a una valoración permanente por parte del Banco Central de las presiones inflacionarias en el sistema económico y a la disposición del Banco por adoptar las medidas que considere apropiadas a fin de evitar esos efectos.

El tercer impacto derivado de la participación del Banco Central en el sistema de bandas (Figura 3.2), es el efecto de la acción de esterilización sobre sus resultados financieros. Sobre esto, hay dos fuerzas que actúan en sentido contrario. Por una parte, la acumulación de reservas monetarias internacionales netas incrementa el nivel de activos generadores del Banco, sobre los cuales se obtiene un rendimiento en moneda extranjera equivalente a la tasa de interés del mercado internacional. En los últimos meses el Banco ha obtenido sobre sus activos un rendimiento del orden del 5,25 por ciento. Por otra parte, el Banco debe enfrentar el costo de sus operaciones de mercado abierto para lograr la absorción requerida, sobre las cuales paga la tasa de interés vigente en el mercado doméstico.

El efecto sobre la posición financiera del Banco Central depende, pues, no sólo del monto a absorber relativo a la acumulación de reservas sino de la diferencia de tasas activas y pasivas del Banco. En cuanto al monto, en el tanto la venta de divisas efectuada por los agentes económicos se encuentre motivada por un cambio en las preferencias de moneda de los activos financieros, es posible que el Banco no deba esterilizar la totalidad de la expansión monetaria, con lo cual el monto adicional que genera rendimientos (cambio en las reservas) sería mayor al monto adicional que genera costos (operaciones de mercado abierto). Pero el costo de la absorción, dado el premio asociado en las tasas en moneda nacional, es mayor que la rentabilidad de las reservas, por lo cual el proceso de acumulación de reservas puede incrementar las pérdidas del Banco Central. Afortunadamente, en las condiciones de tasas de interés vigentes, este diferencial no es elevado.

Un ejemplo permite clarificar el punto. Considérese que la rentabilidad de las reservas monetarias internacionales fuera 5,25 por ciento y que el costo promedio de la absorción fuera 7,25 por ciento. Supóngase, además, que un 10 por ciento del valor en moneda nacional de las divisas adquiridas por el

Banco Central se demanda en la forma de liquidez, por lo que no se requiere esterilizarlo. Bajo estas condiciones, si se compraran 1.000 millones de dólares, se obtendrían 52,5 millones de dólares anuales por su inversión. El costo de la esterilización del equivalente de 900 millones de dólares al 7,25 por ciento es, en dólares, 65,25 millones. Por tanto, dados los supuestos mencionados, el impacto en las pérdidas del Banco Central por la compra y acumulación de mil millones de dólares adicionales de reservas sería alrededor de 6.600 millones de colones en el año. Es una cifra importante, pero no traumática.

A MANERA DE CONCLUSIÓN

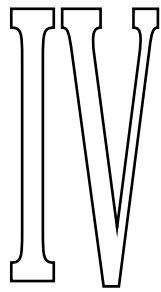
El comportamiento de los precios, tasas de interés y tipo de cambio durante el primer semestre del año, debe analizarse entendiendo que estamos en un proceso de transición de un esquema de metas monetarias y tipo de cambio real relativamente estable a otro de metas de inflación con flotación administrada del tipo de cambio. En ese proceso, las variables se ajustan a diferente velocidad, generando inconsistencias temporales. Sin embargo, pese a esas inconsistencias, la valoración general es positiva. La economía muestra un crecimiento satisfactorio con una tendencia de desaceleración de la inflación, especialmente cuando se analiza con el Índice Subyacente de Inflación. La posición de reservas monetarias internacionales es sólida y los flujos de inversión extranjera directa financian los desequilibrios de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

La experiencia de países que se desplazaron de un esquema de tipo de cambio fijo a otro de flotación, descrita en Ötoker-Robe & Vávra (2007) señala que esta transición no es algo que se hace en un plazo muy corto. En Costa Rica apenas llevamos nueve meses con el esquema de bandas cambiarias, por lo que extraña la impaciencia mostrada por algunos analistas que pretenden ver al país en una flotación libre bajo metas de inflación, aún cuando varias de las precondiciones para el buen éxito de la política todavía no se encuentran presentes en el sistema. El Banco Central ha tomado con seriedad este proceso y, por ello, quiere concentrar sus acciones de los próximos meses en avanzar en la construcción de la infraestructura y la plataforma necesarias para continuar migrando, con éxito, al sistema de metas de inflación. Ello nos permitirá alcanzar tasas de inflación bajas y estables en el futuro.

Independientemente del tiempo requerido para alcanzar el “punto de llegada”, el Banco Central continúa valorando permanentemente el comportamiento de las principales variables macroeconómicas y está dispuesto a adoptar las acciones que considere oportunas en el momento necesario, con el fin de profundizar el paso hacia la mayor flexibilidad cambiaria y hacia la inflación baja y estable. Esa ha sido la dirección que nos hemos fijado y no vamos a tomar atajos para llegar a la meta.

REFERENCIA BIBLIOGRÁFICA

Inci Ötoker-Robe & David Vávra (2007): *Moving to Greater Exchange Rate Flexibility. Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences*, publicado por el Fondo Monetario Internacional como documento ocasional # 256. Washington D.C.



La reforma del sector financiero, una vez más

*Eduardo Lizano**

INTRODUCCIÓN

La reforma del sistema financiero siempre es una tarea inconclusa. Constantemente se proponen o se toman medidas, unas importantes, otras de menor trascendencia, para mejorarlo y modernizarlo.

A veces existen solo posibilidades de adoptar medidas aisladas, en otras circunstancias se pueden adoptar varias decisiones a la vez y entonces se hace referencia a una “reforma”. En todo caso, el avance es lento y con frecuencia difícil y penoso. No puede pretenderse ser exhaustivo. A lo sumo se trata de solucionar, cada vez, algunos de los problemas principales. Las deficiencias y lagunas del sistema financiero son, se quiera o no, inescapables y los errores, inevitables. Esta realidad se debe a los cambios continuos de las circunstancias, internas y externas, de las instituciones y de la legislación; a la aparición de nuevos conocimientos e innovaciones, así como de nuevos riesgos y experiencias, y el aprendizaje derivado de los errores incurridos en el transcurso del tiempo.

Este artículo trata de la próxima etapa de la reforma del sistema financiero en Costa Rica. Se divide en las siguientes secciones. La primera se refiere a la presente Introducción. La segunda señala los antecedentes. La tercera analiza la situación actual. La cuarta aborda los principales elementos del entorno. La quinta examina las áreas prioritarias de acción (banco central, supervisión prudencial, sistema bancario, dolarización, operaciones bursátiles, sistema de pensiones y seguros). Por último, la sexta menciona algunas reflexiones finales.

ANTECEDENTES¹ (¿DE DÓNDE VENIMOS?)

Durante los 20 años comprendidos entre 1984-1985 y 2004-2005, Costa Rica no tuvo que hacer frente a crisis de carácter económico o financiero. El país logró absorber los *shocks* externos, tanto financieros como reales, y evitó también los internos, sean de origen macroeconómico (banco central) o microeconómico (intermediarios financieros), ello a pesar de las vicisitudes que se presentaron, con no

* Este documento fue publicado en Boletín de CEMLA, Vol. LII, No. 2 Abril/Junio 2006. El autor desea agradecer las sugerencias hechas por Luis Carlos Blanco, Rodrigo Bolaños, Gerardo Corrales, Félix Delgado, Grettel López, Miguel Lora y Norberto Zúñiga para mejorar la versión preliminar de este trabajo. La responsabilidad del texto final es exclusivamente del autor.

1. Basado en Lizano (2005).

poca frecuencia. Así, se logró evitar el “contagio” originado en la evolución de la economía internacional, se tratara de las crisis asiática, rusa o turca, o bien, de las latinoamericanas (México, Brasil y Argentina). De igual manera, no hubo crisis originadas en las fluctuaciones frecuentes y bruscas de los términos de intercambio y de la capacidad de importar, ocasionadas en los cambios de los precios del café y del petróleo, o en el volumen de las exportaciones, debido a variaciones en las cosechas de productos agrícolas de exportación (café y banano) o a la disminución de la demanda externa (microprocesadores o turismo).

Por otra parte, crisis de origen interno no ocurrieron tampoco. La política monetaria, crediticia y cambiaria del Banco Central de Costa Rica (BCCR) y el comportamiento de las finanzas públicas evitaron crisis de balanzas de pagos, cambiarias o inflacionarias. Asimismo, las deficiencias del sistema financiero, si bien llevaron a la quiebra de algunos bancos y empresas financieras, no fueron eventos cuya intensidad o magnitud resultaran suficientes para desencadenar crisis generalizadas del sector financiero y de la economía nacional.

Durante ese período mencionado al principio, el propósito fundamental de la política del banco central consistió en evitar las crisis macroeconómicas. Esta decisión se basó en la experiencia traumática que el país había vivido a raíz de la crisis profunda de los años 1981 y 1982.²

Otros dos objetivos a los cuales el banco central también dedicó cierta atención, fueron el de mantener los desequilibrios macroeconómicos dentro de márgenes “razonables” y el de promover el crecimiento económico del país. Sin embargo, a no dudarlo, al primero de esos tres objetivos se le dio mucha mayor trascendencia que a los otros dos. Se consideró, en efecto, que los avances, si se quiere tímidos e insuficientes, en el campo de la estabilidad macroeconómica y en el del crecimiento económico, se echarían por tierra rápidamente de ocurrir alguna situación crítica en la economía nacional.

Por otra parte, los objetivos “intermedios” de la política del BCCR consistían en mantener: i) el tipo de cambio real lo más estable posible; ii) las reservas monetarias internacionales en un nivel “adecuado”, a fin de satisfacer la demanda de los agentes económicos; y iii) la cuenta de capital abierta, esto es, sin restricciones ni impuestos a los movimientos de capital.

En cuanto a los instrumentos utilizados por la Autoridad Monetaria, es importante hacer varias observaciones:

- El banco central, al establecer sus objetivos “intermedios”, decidió ipso facto, no utilizar ciertos instrumentos, tal es el caso del tipo de cambio real y el de la cuenta de capital. Durante buena parte del período analizado, se decidió utilizar los encajes menos con fines monetarios y más con propósitos fiscales.³

2. Los pormenores de esta crisis pueden consultarse en Lizano (1999, pp. 3-25).

3. La tesis del banco central sobre este tema no siempre fue bien entendida. Ella consistía en interpretar que el alcance de la autorización de los legisladores para utilizar los encajes se refería solo a tratar de mantener el equilibrio macroeconómico. Por consiguiente, no podían ser utilizados con otros fines, concretamente como un impuesto (establecer encajes sin pagar interés a los intermediarios financieros) para cubrir el costo de sus operaciones “cuasifiscales”. Estas últimas deberían ser asumidas por el Gobierno Central, para lo cual se incluirían las respectivas partidas en el presupuesto general de la República.

- El banco central echó mano a los siguientes instrumentos:
 - No restringió, ni pospuso, indebidamente, el ajuste de ciertos precios claves de la economía; a saber el de la moneda extranjera (el tipo de cambio nominal) y el de la moneda local (tasa de interés). Mantuvo así las válvulas abiertas y, por consiguiente, los desequilibrios macroeconómicos pudieron ponerse de manifiesto.
 - Permitió fluctuaciones del nivel de las reservas monetarias internacionales.
 - Sostuvo una permanente influencia en la liquidez de la economía, mediante medidas indirectas (operaciones de mercado abierto), más que medidas directas (encajes y otro tipo de restricciones).
 - Ejerció la persuasión moral sobre los intermediarios financieros, en especial las entidades bancarias.
- Ahora bien, el banco central reconoció sin ambages el margen estrecho de su campo de acción, dados los objetivos “intermedios” que había establecido. Para efectos prácticos, ninguno de los instrumentos señalados podía ser utilizado “a fondo”, ni de manera permanente. Todos fueron aplicados de forma simultánea, pero transitoria. El énfasis puesto en cada uno de ellos dependía de la evolución de las circunstancias internas y externas. De hecho, el BCCR reconoció, desde un principio, las limitaciones y restricciones que la “trinidad imposible” le imponía a su política monetaria, crediticia y cambiaria. De hecho, no es posible pretender alcanzar de manera completa y simultánea, la apertura de la cuenta de capital, un tipo de cambio fijo y una política monetaria autónoma.

En resumen, bien puede afirmarse que el objetivo básico del banco central, durante el período de veinte años al cual se ha hecho referencia, fue alcanzado de manera bastante satisfactoria. De hecho, Costa Rica fue uno de los pocos países latinoamericanos que no experimentó crisis macroeconómicas durante esas dos décadas comprendidas entre 1985 y 2005. Este resultado se logró en circunstancias adversas, dada la gran incertidumbre que reinó y los desafíos muy complejos que hubo necesidad de enfrentar, concretamente:

- Las crisis repetidas en los mercados financieros internacionales;
- los cambios importantes en el modelo de desarrollo del país, al pasar de poner énfasis en el modelo de la sustitución de importaciones, a promover la apertura comercial, así como una mayor participación en la economía internacional;
- la apertura de la cuenta de capital, así como la mayor inserción en la economía internacional, la cual no se dio solo en el campo comercial, sino también en el financiero;
- la renegociación de la deuda externa;
- la persistencia del déficit fiscal consolidado (déficit del Gobierno Central y las pérdidas del banco central) del sector público;
- la absorción, en un período relativamente corto, de una corriente significativa de inmigrantes, equivalente, aproximadamente, al 10 por ciento de la población del país, ello sin crear distorsiones importantes en el mercado laboral; pero con cierta incidencia en el nivel de salarios reales;

- la atracción de inversiones extranjeras directas por montos considerables (3 por ciento 4 por ciento del producto interno bruto);
- la creación del sector financiero público y privado (se forzó a los bancos comerciales a desempeñar el papel de verdaderos intermediarios financieros y dejar de ser simples ejecutores del programa crediticio del BCCR y se abolió el monopolio de las cuentas corrientes en manos de los bancos comerciales del Estado).

SITUACIÓN ACTUAL (¿EN DÓNDE ESTAMOS?)

Haber evitado las crisis durante veinte años representa, ciertamente, un logro significativo. Sin embargo, la evolución de la economía nacional no ha sido satisfactoria en ese período. Como ejemplo, valga mencionar los siguientes hechos:

- El crecimiento real del PIB ha alcanzado, en promedio, tan solo alrededor del 4 por ciento al año en la última década;
- la pobreza aqueja al 20 por ciento de las familias del país, sin mostrar una tendencia a disminuir;
- el desempleo abierto se ubica en el 6 por ciento de la población económicamente activa;
- la inflación en los últimos años ha sido una de las más elevadas de Latinoamérica;
- el endeudamiento público, debido al déficit persistente de las finanzas públicas, ha llegado a límites muy elevados;
- la descapitalización del sector público es notoria, especialmente en el campo de la infraestructura vial y en la calidad de los servicios públicos;
- la pérdida de competitividad de la economía nacional.

Todo lo anterior deja manifiesto que algo anda mal. Es necesario poner manos a la obra, a fin de alcanzar tasas sostenidas de crecimiento económico adecuadas, o sea, de 6 por ciento a 7 por ciento por año; reducir la pobreza al 10 por ciento de las familias del país y disminuir la inflación a niveles internacionales. Es decir, más crecimiento y más empleo, menos pobreza y menos inflación.

La situación actual del sistema financiero ha sido, a la vez, causa y efecto de la evolución de la economía costarricense mencionada en los párrafos anteriores. Las deficiencias y lagunas que aquejan al sector financiero son evidentes. Entre ellas cabe señalar las siguientes:

- Profundización financiera insuficiente.
- Márgenes de intermediación financiera muy elevados.
- Pérdidas significativas del banco central.
- Inflación anual bastante superior a la internacional.
- Tasas de interés reales más elevadas que las prevalecientes en los mercados financieros internacionales.

- Marcada dolarización de activos y pasivos financieros.
- Encajes sobre los cuales el banco central no paga intereses.
- Sistema de supervisión en proceso de mejoramiento, pero aún insuficiente.

El sistema financiero ha avanzado de manera considerable, aunque el camino por recorrer es aun muy apreciable, según documento reciente del Fondo Monetario Internacional (2003), en el cual se señala, de manera pormenorizada, las lagunas existentes y propone un conjunto de medidas a fin de mejorar el funcionamiento del sistema financiero. Con base en esas consideraciones, es necesario plantear, sin duda, una nueva reforma del sistema financiero.

ELEMENTOS PRINCIPALES DEL ENTORNO (¿HACIA DÓNDE NOS ENCAMINAMOS?)

De lo hasta aquí abordado queda clara la necesidad, por una parte, de mejorar el desempeño y los logros de la economía nacional, desde el punto de vista del crecimiento del producto interno bruto, la distribución del ingreso y los equilibrios macroeconómicos y, por otra parte, de modernizar el sector financiero, remozarlo y fortalecerlo. Esta última es una tarea impostergable, pues dicho sector permea todas las actividades productivas del país, de manera parecida al sistema de transporte, de comunicaciones y de energía.

El sector financiero debe ser pujante y dinámico, de no ser así se transformaría en una carlanca para el desarrollo económico del país. De hecho, un sector financiero eficiente es una condición necesaria para alcanzar tasas elevadas y sostenidas de crecimiento económico.

El entorno en el cual se desenvolverá la economía costarricense en el futuro inmediato, estará caracterizado por algunos elementos significativos, entre ellos:

- La modificación del modelo de desarrollo. Este se ha basado, durante las dos últimas décadas, en el sesgo marcado para promover las exportaciones, mediante la concesión de una serie de incentivos, como los certificados de abono tributario (CAT), la exoneración de impuestos de aduana para la importación de materias primas, bienes intermedios y de capital y la exención del impuesto sobre la renta. El cambio propuesto ahora consiste en otorgar los incentivos, no con el propósito de aumentar las exportaciones, sino más bien con el de promover las inversiones, nacionales y extranjeras, cuyo objetivo consistiría en abastecer, ya sea el mercado local, o bien, los de exportación.
- La profundización de la inserción de la economía costarricense en la economía internacional. Para ello es indispensable mejorar el nivel general de competitividad de las actividades productoras del país, a fin de aprovechar las nuevas oportunidades y hacer frente a los retos originados en esa mayor participación en la economía mundial. Se trata en última instancia, de pasar de una economía basada en el músculo, a una basada en el conocimiento.
- La consolidación del mercado financiero regional de Centroamérica, lo cual tendrá efectos importantes en cuanto a la normativa bancaria, la supervisión prudencial, las operaciones bursátiles, los fondos de pensiones y los seguros.

- Las corrientes de inmigrantes de mano de obra poco calificada procedente, principalmente, de Nicaragua, continuarán.
- El saneamiento de las finanzas públicas, incluida la capitalización del banco central para disminuir su déficit.
- El mejoramiento de la eficiencia del sector público, como complemento esencial del aumento de la productividad del sector privado.
- El cambio de estrategia del BCCR, en el sentido de que además de evitar las crisis macroeconómicas, deberá poner énfasis en el equilibrio macroeconómico (*inflation targeting*) y en la mayor flexibilidad del régimen cambiario. Así, se sustituiría el objetivo de tratar de mantener el tipo de cambio real fijo, por el de alcanzar una determinada meta de inflación.

Es precisamente dentro de este entorno que debe plantearse la próxima etapa de la reforma del sistema financiero.

ÁREAS PRIORITARIAS DE ACCIÓN (¿HACIA DÓNDE ORIENTAMOS EL ESFUERZO?)

Antes de abordar directamente los principales elementos de la próxima etapa de la reforma financiera, es procedente hacer las dos siguientes consideraciones.

Primera. Los requisitos básicos que el sistema financiero ha de satisfacer para asegurar su funcionamiento adecuado, siempre deben tenerse presentes. Ellos son los tres siguientes:

- El sector financiero debe representar una actividad *rentable*, en comparación con los demás sectores de la economía del país. De no ser así, aquél no podría atraer la capacidad empresarial y los recursos de inversión necesarios para poder crecer y desarrollarse de manera sostenida en el tiempo.
- El sector financiero ha de ser *eficiente*. Debe promover, de manera permanente, el aumento de su productividad. Para ello ha de ofrecer más y mejores servicios financieros a los agentes económicos (ahorrantes, inversionistas, consumidores, productores, exportadores). La oferta de esos servicios debe ser competitiva desde el punto de vista de la calidad, la cantidad, el precio y la oportunidad, tanto en cuanto a las transacciones financieras dentro del país, como en relación con aquellas otras en el extranjero. Para lograr lo anterior, el grado de competencia dentro del sector financiero y el proceso de innovación incesante representan dos elementos esenciales.
- El sector financiero debe ser *solvente*. Para ello deben conjugarse varios factores simultáneamente:
 - el esfuerzo permanente de capitalización (patrimonio y reservas);
 - la prudencia de los banqueros con respecto a la administración de riesgos;
 - la supervisión prudencial debe ser suficientemente flexible, para evitar crisis macroeconómicas de origen bancario, pero sin entorpecer con ello el crecimiento y la eficiencia del sector financiero; y

- la política macroeconómica del banco central debe ser acertada, y evitar así situaciones insostenibles y altamente perjudiciales para la economía del país, incluido el sector financiero.

Cuanto mejor se den en la realidad estos elementos –rentabilidad, eficiencia y solvencia– mejor podrá desempeñar el sector financiero sus funciones y llegar a representar un factor determinante del ritmo de crecimiento económico y de la estabilidad macroeconómica del país.

Segunda. Los resultados, satisfactorios o perjudiciales; los efectos, considerables o poco significativos y el ritmo, rápido o lento, con que se den los efectos de la reforma financiera, dependen de manera apreciable de tres factores:

- El nivel de desarrollo económico del país. Los efectos de una misma medida, por ejemplo, la liberalización del sector financiero, dependerá del nivel de ingreso por habitante. En países pobres –menos de US\$ 1.000 anuales por habitante– tales efectos son diferentes de otro país de ingreso medio por habitante –alrededor de US \$5.000 anuales.
- El grado de desarrollo institucional (autonomía del banco central) y del marco jurídico (legislación) existentes, determinan también el resultado de medidas tales como la liberalización de la cuenta de capital (Prasad *et al.*, 2003, Rousseau & Wachtel, 2005).
- La estructura del sistema financiero también incide en los resultados y efectos de las medidas tomadas. Dos ejemplos permiten aclarar este punto:
- La presencia de entidades financieras públicas cuyos pasivos (depósitos del público y títulos valores) tienen la garantía del Estado, les permite comportarse de manera diferente en relación a los intermediarios privados, respecto tanto a la rentabilidad de sus operaciones como a la administración de sus riesgos.
- El tamaño de los intermediarios financieros ejerce asimismo un efecto importante en las normas de la supervisión prudencial. Así, cuando ellos son relativamente pequeños ninguno tiene capacidad para generar crisis generalizadas del sector financiero; en cambio cuando existen, por así decir, algunas “ballenas en la pecera”, entonces la situación cambia notoriamente. Aun cuando en ambos casos el tamaño del sector financiero fuera similar, su funcionamiento adecuado exigirá un monto total de reservas mayor en el segundo caso que en el primero.

Hechas las consideraciones anteriores y dados los antecedentes señalados, acerca del entorno en que se desenvolvería la economía nacional y los objetivos establecidos, entonces ¿cuáles son los principales puntos de la próxima etapa de la reforma del sistema financiero?⁴

El banco central

La modificación de las políticas del Banco Central de Costa Rica (BCCR) ocupará un papel determinante en la próxima etapa de la reforma del sistema financiero. Los cambios abarcarán tres áreas prin-

4. El análisis de la evolución de la reforma del sistema financiero en Costa Rica puede consultarse en la obra editada por Félix Delgado y Miguel Loría, *Eduardo Lizano: Escritos sobre Reforma Financiera*, Academia de Centroamérica, 2004.

cipales, a saber: las pérdidas o déficit que arrojan sus operaciones, el régimen cambiario y el tema del *inflation targeting*.

Sin embargo, antes de abordar cada uno de estos temas es necesario hacer algunas consideraciones con respecto a los objetivos e instrumentos del BCCR.

Los objetivos

El objetivo central de la política del BCCR, en el futuro cercano, consistirá en lograr y mantener el equilibrio macroeconómico. Esto es, alcanzar la convergencia entre la inflación nacional y la internacional y entre la tasa de interés real en Costa Rica y la prevaleciente en los mercados financieros internacionales.

Adicionalmente, el BCCR pondrá atención en lograr una supervisión prudencial adecuada del sector financiero y desarrollar un moderno sistema de pagos en el territorio nacional (rápido, seguro y barato).

Concentrarse principalmente, en la estabilidad macroeconómica, así como en la supervisión prudencial y en el sistema de pagos, no significa que el BCCR relegue su interés en el proceso de crecimiento económico. De hecho, en el tanto el BCCR logre estos tres objetivos, entonces dos consecuencias son claras:

- El sistema financiero del país podrá desarrollarse de forma satisfactoria.
- Los consumidores, ahorrantes e inversionistas podrán realizar su cálculo económico de una mejor manera.

Ahora bien, estos dos elementos son condiciones necesarias para alcanzar tasas aceleradas y sostenidas de crecimiento económico.

En esencia, se trataría de modificar la situación prevaleciente durante los últimos veinte años, cuyo propósito fundamental ha consistido en evitar las crisis macroeconómicas de origen interno o externo, utilizando el tipo de cambio real como “ancla”, pero logrando, apenas un frágil “cuasi” equilibrio macroeconómico. Se pasaría a otra, en la cual se busca como objetivo principal asegurar el equilibrio macroeconómico, usando la meta de inflación como “ancla”.⁵

Los instrumentos

En cuanto a los instrumentos del BCCR estos tendrían dos características. En primer lugar, serían de carácter indirecto (operaciones de mercado abierto, por ejemplo) y no directo (como los encajes). En segundo lugar, tales instrumentos deberían tener para el BCCR el costo de mercado, a fin de no ocasionar distorsiones en el sistema financiero y en la economía nacional.

5. Queda por discutirse, claro está, si el objetivo de evitar crisis macroeconómicas y el de lograr la estabilidad macroeconómica, son en realidad alternativas, o si este último es una condición necesaria para lograr el primero (evitar las crisis).

El BCCR centraría su política en ejercer influencia en la liquidez monetaria (oferta y demanda de dinero) y, de esa manera, incidir en las demás variables macroeconómicas.

El déficit del BCCR

El tema de las “pérdidas” del BCCR, es decir, de su déficit, ha acaparado la atención de los entendidos en la materia desde hace bastante tiempo, sin embargo, el problema no se ha podido resolver.

En esencia, el BCCR ha mostrado durante muchos años un patrimonio negativo; el déficit anual alcanza al año, aproximadamente, el uno y medio por ciento del PIB y se debe por una parte, al costo más elevado de sus pasivos que al rendimiento de sus activos (principalmente reservas monetarias internacionales). Y, por otra parte, al hecho que el monto de los pasivos ha sobrepasado al de los activos. Se trata así de un problema tanto de flujos como de *stocks*. Debido a ese déficit del BCCR, acumulado en el transcurso del tiempo, hoy su deuda ya alcanza alrededor del 15 por ciento del PIB.

Esta situación representa un serio obstáculo para el normal funcionamiento del BCCR:

- Obliga al Instituto Emisor a ejercer funciones fiscales, con frecuencia contrapuestas a su tarea de asegurar la estabilidad macroeconómica. Así, por ejemplo, cuando por razones monetarias el BCCR desea aumentar la tasa de interés, dicha medida incrementaría sus pérdidas.
- Ocasiona presiones inflacionarias incesantes, pues el BCCR, al no contar con ingresos propios para hacer frente al costo de su deuda, no le queda sino aumentar la emisión monetaria. Si desea evitar la presión inflacionaria, se ve forzado a colocar títulos de su deuda, y absorber así con la mano izquierda el dinero emitido con la derecha, originando el respectivo costo adicional y, por consiguiente, a un mayor déficit.
- Eleva las tasas de interés, con lo cual se empeora la situación de las finanzas públicas y se obstaculiza el crecimiento económico.

Por ello se considera necesario encarar este problema. La solución consiste en traspasar la atención de los pasivos del BCCR al Ministerio de Hacienda. En última instancia, se trata de que la deuda del BCCR se financie, no mediante el impuesto inflacionario, altamente regresivo, porque afecta directamente a los grupos de menores ingresos cuyos activos los mantienen en dinero efectivo, sino mediante otros impuestos, que recaigan en grupos de ingresos más elevados.

Para realizar este traspaso se pueden seguir varios caminos:

- Incluir en el presupuesto de la República, cada año, las partidas respectivas a favor del BCCR, a fin de atender (intereses y amortización) su deuda.
- Traspasar, de parte del Ministerio de Hacienda, un monto en bonos fiscales, acorde con la deuda del BCCR, de manera que esa Institución pueda obtener los recursos necesarios para atender su deuda mediante la venta de esos bonos fiscales.
- Traspasar jurídicamente los títulos del BCCR al Ministerio de Hacienda, el cual procedería a canjearlos por otros nuevos de ese mismo Ministerio.

El procedimiento propuesto recientemente en Costa Rica⁶ sigue un camino intermedio:

- En cuanto a la deuda externa del BCCR, el Ministerio de Hacienda le traspasa al Ente Emisor los recursos en US dólares, para que dicho Banco atienda esa deuda conforme vayan venciendo los plazos, para hacer los pagos de intereses y de amortización.
- En relación con la deuda interna, el Ministerio de Hacienda transferiría al BCCR bonos fiscales, por determinados montos, a tasas de interés y a plazos, concordantes con las condiciones de la deuda del BCCR.

De esta manera, se “limpiaría” el balance de situación del BCCR, su patrimonio llegaría a ser positivo y el déficit desaparecería. Más bien, tal como acontece con la gran mayoría de los bancos centrales, el de Costa Rica debería generar utilidades para engrosar los ingresos del Ministerio de Hacienda.

De lograrse la capitalización del BCCR de manera tal que sus pérdidas desaparezcan, entonces podrían subsanarse los problemas anteriormente señalados, pues:

- el BCCR lograría más independencia para llevar a cabo su política monetaria;
- las presiones inflacionarias se reducirían sensiblemente, ya que se eliminaría el financiamiento inflacionario de las finanzas públicas; y
- la tasa de interés real, disminuiría lo cual ayudaría a los inversionistas privados y además, reduciría el costo de la atención de la deuda pública.

Sin embargo, deben señalarse principalmente dos preocupaciones:

- En vista de los posibles usos alternativos (educación, infraestructura, etc.) de los recursos tributarios que serían utilizados para sanear las finanzas del BCCR, la capitalización del Ente Emisor debería ser cautelosa. En efecto, si bien el problema de su déficit debe resolverse, es necesario evitar la “sobre capitalización” o capitalización excesiva del BCCR.
- Se plantea inevitablemente, la pregunta de cómo debe proceder el BCCR para impedir, en el futuro, la generación de nuevas pérdidas y la acumulación de pasivos, una vez realizada su capitalización. Ello, claro está, sin restringir las facultades del Ente Emisor, lo cual, para efectos prácticos, le impediría cumplir su cometido.

Ya anteriormente se había hecho un primer intento de resolver el problema del déficit del BCCR. En mayo de 1998 se suscribió el “Convenio mediante el cual el Gobierno de la República asume las pérdidas cuasifiscales del Banco Central de Costa Rica”⁷ suscrito entre el Ministerio de Hacienda y el BCCR.⁸ Tal como lo señala Delgado (2000, p. 482-483) “El acuerdo en referencia establece un calendario de amortización distribuido a lo largo de veinticinco años conforme se previó en la ley... la solución acordada entre el banco central y el Ministerio de Hacienda, reducirá gradualmente el déficit

6. Proyecto de Ley de Capitalización del Banco Central, Asamblea Legislativa de la República de Costa Rica, Expediente No. 16.131.

7. El texto del convenio y los antecedentes pueden consultarse en Delgado (2000), pp. 470-485.

8. El sustento legal para suscribir ese convenio se encuentra en el artículo 175 de la Ley No. 7558 de 3 de noviembre de 1995 y en la modificación de ese artículo mediante la Ley Reguladora del Mercado de Valores de Costa Rica, No. 7732 de 19 de diciembre de 1997.

devengado del banco central y atacará, también con la misma gradualidad prevista por un lapso de veinticinco años, el déficit de “caja”, entendido como el componente que genera expansión monetaria y afecta la política de estabilización de corto plazo”.

Sin embargo, este convenio no se ejecutó. Tanto el Ministerio de Hacienda como el banco central llegaron a la conclusión de que la solución no era adecuada, en vista de sus condiciones financieras y los plazos contemplados. De hecho, el convenio quedó sin efecto.

En años recientes, el Ministerio de Hacienda hizo algunas transferencias al BCCR a fin de ayudar a paliar, parcialmente, el problema de su déficit anual. Sin embargo, los montos transferidos no han permitido resolver el problema del BCCR. Por ello, cuando con cierta frecuencia se afirma en la prensa que ya el Ministerio de Hacienda asumió el pago de la deuda del BCCR y que por lo tanto hoy el problema de sus pérdidas ya no existe, se trata, evidentemente, de una afirmación equivocada.

El régimen cambiario

Durante los últimos veinte años el BCCR ha adoptado el régimen cambiario de las “minidevaluaciones” (crawling peg), cuya regla básica consiste en mantener el tipo de cambio real fijo, mediante devaluaciones nominales, equivalentes a la diferencia entre la inflación nacional y la de los principales países con los cuales Costa Rica comercia. Así, el régimen cambiario correspondía a una posición intermedia entre el régimen de un tipo de cambio fijo y el de un tipo de cambio flotante. Muchos países han abandonado este esquema y han adoptado alguno de los dos últimos regímenes cambiarios antes señalados. Asimismo, buena parte de la literatura sobre el tema recomienda abandonar las minidevaluaciones, con pocas excepciones como es el caso bien conocido de Williamson (2000), con su propuesta BBC (canasta, banda, minidevaluación). Además Williamson (1995, p. 84) ya había afirmado que “... una banda con minidevaluaciones proporcionan el régimen de tipo de cambio más apropiado para la mayoría de los países”. Debe examinarse también la posición relativamente ecléctica tanto de Fischer (2001)⁹ como de Mussa (2000).¹⁰

La ventaja principal del régimen cambiario vigente –mantener el tipo de cambio real como “ancla”– consiste en proteger a los consumidores y productores nacionales, al evitar conceder subsidios o establecer impuestos a las exportaciones o a las importaciones. Esto, acoplado a la apertura de la cuenta de capitales, promueve las inversiones extranjeras directas, así como las inversiones nacionales. Además, facilita a los ahorrantes nacionales incluir en su portafolio de activos denominados en moneda

9. Fischer indica que “...aquellos que proponen lo que ahora se conoce como la revisión bipolar –incluso yo– probablemente exageraron su argumento para conseguir un efecto dramático” (p. 2) y luego afirma que “para los países que están abiertos a los flujos de capital, se mantiene una extensa gama de posibles arreglos que van desde la libre flotación a una variedad de bandas de minidevaluaciones con muy amplios rangos, y además los vínculos con otras monedas (pegs) muy estrictos y que se basan en un compromiso de política de gran credibilidad, notablemente las cajas de conversión y el abandono de la moneda nacional...” (p. 3).

10. Mussa (2000) por su parte, al referirse a la mayoría de los países en vías de desarrollo con economías de mercado que no son “emergentes” concluye que “...al reflejar profundas diferencias entre los grados de desarrollo económico y financiero y entre otros aspectos de sus situaciones económicas, no hay un régimen de tipo de cambio único que sea el más apropiado para todos los países en vías de desarrollo, y el régimen que sea apropiado para un país en particular puede cambiar a lo largo del tiempo... esta conclusión, sin embargo, deja una amplia variedad de posibles regímenes de tipo de cambio –para una gran diversidad de países en desarrollo y en transición” (p. 31).

extranjera y a los productores nacionales, conformar su cartera de pasivos con préstamos denominados en moneda extranjera. Lo cual, a la vez, obliga los intermediarios financieros del país a competir con mayor intensidad con los del extranjero.

Las principales desventajas que se atribuyen al régimen cambiario de las “minidevaluaciones” se señalan con no poca frecuencia:

- Debido a su transparencia, los agentes económicos pueden calcular con facilidad la tendencia del tipo de cambio nominal. Ello crea una inflación inercial difícil de controlar.
- Necesidad de modificar el tipo de cambio nominal ante variaciones del valor de las principales monedas entre ellas, sea el dólar y el euro, el dólar y el yen y el euro y el yen.
- Las pérdidas del BCCR se aducen, con frecuencia, al régimen cambiario del minidevaluaciones. Se afirma, en efecto, que este régimen obliga al BCCR a comprar las divisas que los agentes económicos ofrezcan venderle, lo cual significa aumentar la oferta monetaria. Entonces, a fin de evitar las presiones inflacionarias, el BCCR se ve compelido a vender bonos en el mercado financiero nacional, para absorber la emisión monetaria que él mismo realizó y como la tasa de interés de sus bonos de estabilización monetaria es más elevada que la obtenida de la inversión de sus reservas monetarias internacionales, entonces las pérdidas del BCCR aumentan. Este razonamiento, claro está, es válido solo en el tanto el BCCR considere conveniente acumular más y más reservas monetarias internacionales. Sin embargo, cuando ellas alcanzan un nivel adecuado, entonces el BCCR no tendría que absorber el aumento de liquidez, ya que las presiones inflacionarias no se darían, por cuanto las importaciones aumentarían sin dificultad. De hecho, una vez que las reservas monetarias internacionales en manos del banco central alcancen un nivel adecuado, entonces, las minidevaluaciones funciona de manera semejante al gold standard. Es decir, el monto de la emisión monetaria de colones depende de los ingresos y salidas de divisas. Por consiguiente, no habría necesidad, de parte del banco central, de absorber los colones que emitidos al comprar las divisas, o bien, podría disminuir la tasa de interés. En efecto, si bien la expansión del circulante aumenta la demanda efectiva, esa presión se satisface mediante el incremento de las importaciones, sin ocasionar movimientos inflacionarios.¹¹

Ahora, en sustitución del minidevaluaciones, se propone establecer un régimen cambiario más flexible. Las alternativas son claras: sistema de bandas, flotación administrada y flotación libre. La opción de establecer un régimen de tipo de cambio fijo, como sería el caso de la dolarización (sustitución de la moneda local por el dólar de EE.UU.), ha sido desechada por el banco central. Lamentablemente, esta decisión se ha tomado sin considerar, debidamente, esa alternativa desde sus diferentes puntos de vista.¹² La decisión del BCCR se inclina más bien por el régimen cambiario de bandas. De esta

11. Excepto, claro está, con respecto a los bienes y servicios no transables. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que debido a la disminución de los costos del transporte y de las comunicaciones en general, más y más bienes y servicios, hasta hace poco tiempo considerados como no transables, han llegado a ser, en la realidad, transables. Además, el precio de los no transables, en un país, depende del precio de los no transables en otros países, caso, por ejemplo, del turismo, los servicios médicos y los bienes inmobiliarios.

12. Esto a pesar de que: cada día existen menos monedas, el “señoreaje” ha perdido importancia en vista de la acelerada dolarización *de facto* que se ha venido dando y la “soberanía” monetaria del país, dada la integración, comercial y financiera, de la economía costarricense a la de EE.UU., es de hecho aparente y no real. Además, es importante señalar que “...los países en desarrollo no perciben realmente los beneficios económicos de operar con una política monetaria independiente. Sus tasas de interés están de hecho atadas a las tasas estadounidenses”, Steil (2006).

manera, las decisiones de los agentes económicos, sobre la demanda y oferta de divisas, ejercerían entonces una mayor influencia en la determinación del tipo de cambio.

El régimen cambiario de bandas requiere, a la vez, satisfacer varias condiciones.

Primera. El funcionamiento del régimen debe ser transparente. Los agentes económicos para tomar sus decisiones requieren disponer de información detallada acerca del nuevo régimen. Concretamente, la información del BCCR deberá versar sobre lo que señalo a continuación:

- el “ancho” de la banda, es decir la diferencia entre el “piso” y el “techo”,
- el criterio del BCCR para intervenir ¿en cuánto monto y por cuánto tiempo debe el tipo de cambio salirse de la banda, por encima o por debajo, para proceder a intervenir en el mercado cambiario?
- la decisión del BCCR acerca de ¿qué monto de sus reservas monetarias internacionales (RMI) está dispuesto a perder, para evitar que el tipo de cambio sobrepase el “techo” de la banda? y, de igual manera, ¿en qué monto está dispuesto a acumular RMI para mantener el tipo de cambio por encima del “piso” de la banda?
- el criterio del BCCR para modificar el ancho de la banda, ya sea para reducirla o para ampliarla; así como para decidir acerca de la pendiente de la banda.

Segunda. Debe evitarse la volatilidad excesiva del tipo de cambio. En efecto, dado el grado de endeudamiento en dólares de no pocos agentes económicos, ello podría ocasionar ciertas dificultades para cumplir sus obligaciones con los bancos acreedores.

Tercera. Las fuerzas especulativas en el mercado cambiario no deberían ocasionar fluctuaciones pronunciadas del tipo de cambio. De no ser así, la especulación cambiaria,¹³ presentaría a los bancos comerciales al menos dos peligros como los que se señalan a continuación:

- Dado el alto grado de “dolarización” de los activos y pasivos de los intermediarios financieros, el efecto de posibles pérdidas cambiarias en la situación patrimonial de los bancos comerciales representaría un serio riesgo.
- La especulación cambiaria, por parte de los bancos comerciales, bien podría forzar al BCCR a intervenir en el mercado cambiario. Por esto, podría presentarse una situación poco conveniente en la que “la cola terminaría por mover al perro”.

Estos peligros son especialmente importantes cuando, como en el caso de Costa Rica, en el sistema financiero existen bancos comerciales cuyo tamaño los transforma, de hecho, en “ballenas” dentro de la pecera. La situación es aún peor si se trata de bancos comerciales estatales, cuyos objetivos no son suficientemente precisos.

Así, el BCCR deberá establecer, en estrecha coordinación con los entes supervisores, disposiciones para hacer frente al peligro de la especulación cambiaria por parte de los bancos comerciales. En efecto,

13. Especulación propiciada ya por los bancos comerciales ya por otros agentes económicos.

no se desea que la mayor flexibilidad cambiaria aumente la vulnerabilidad de los intermediarios financieros.¹⁴ No vaya a suceder que la medicina resulte peor que la enfermedad.

Cuarta. Deberá establecerse, cuanto antes, el mercado de divisas a futuro. Esta tarea, a cargo de la Bolsa Nacional de Valores, es indispensable para dar oportunidad a los agentes económicos de cubrirse por anticipado ante posibles fluctuaciones del tipo de cambio.

Dicho lo anterior, debe tenerse muy presente la preocupación de Calvo & Mishkin (2003) en el sentido de no darle a la discusión sobre el régimen cambiario demasiada importancia; ellos recomiendan más bien poner mayor énfasis y empeño en el desarrollo de las instituciones, para lograr una política macroeconómica exitosa basada en decisiones monetarias, fiscales y financieras acertadas.¹⁵

La meta de inflación

El objetivo básico del BCCR en cuanto a la estabilidad macroeconómica se centra en mantener la tasa de inflación en el nivel más bajo posible. Se buscaría en efecto, una reducción paulatina de la inflación nacional para aparejarla a la internacional. Así, el “ancla” de la política del BCCR no sería más el tipo de cambio real, sino la meta anual de inflación.

Abatir la inflación y reducirla al nivel internacional tiene dos ventajas de gran trascendencia. Una consiste en eliminar un impuesto altamente regresivo, que perjudica sobre todo a los consumidores de menores ingresos. La otra consiste en permitir a los agentes económicos realizar mejor su cálculo económico, en cuanto a las decisiones de consumo y ahorro y, por ende, de inversión y producción.

Al respecto surgen varias interrogantes como las siguientes:

- ¿A cuál inflación se hace referencia? Utilizar como criterio para calcularla el índice de precios al consumidor (IPC). En otras palabras, no se usarían otros índices de precios, como el de los productores o el del al por mayor. El IPC es calculado y publicado mensualmente, por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), ente estatal independiente. A cargo del INEC están también las modificaciones del IPC, incluidas las ponderaciones de los diferentes bienes y servicios, en el transcurso del tiempo. En efecto, deben incluirse los cambios de las ponderaciones de los diferentes bienes y servicios, asegurar la cobertura geográfica del índice y verificar la representatividad de la canasta de bienes y servicios utilizada como nuestra.

Por otro lado, el BCCR tendría que considerar si toma en cuenta otros índices de precios como el de los activos reales y de los activos financieros. Esta decisión cobra especial importancia, desde

14. Debe tenerse presente, sin embargo, que los bancos comerciales pueden enfrentar problemas también por la especulación cambiaria realizada por otros agentes económicos.

15. Dada la importancia del tema bien vale la pena citar el párrafo completo “... Realmente, pensamos que la elección del régimen de tipo de cambio probablemente tiene una menor importancia que el desarrollo de buenas instituciones fiscales, financieras y monetarias para generar el éxito macroeconómico en los países con economías de mercado emergentes. En lugar de considerar el régimen de tipo de cambio como la primera elección, nosotros promovemos dar una mayor a las reformas institucionales como una mejor regulación, restricción fiscal, construcción de consensos para una política monetaria sustentable y predecible, y una apertura creciente al comercio internacional. Concentrarse en las reformas institucionales en lugar del régimen de tipo de cambio puede fomentar a los países de mercado emergentes para ser más saludables y menos propensos a las crisis de lo que han sido en los últimos años” (Calvo & Mishkin, 2003 p. 28).

el punto de las decisiones de política monetaria, si existe una conexión recíproca entre estos dos índices y el IPC.¹⁶

- Sin embargo, ello no sería suficiente. De hecho el IPC puede aumentar por dos motivos diferentes. De una parte, por ajustes de precios de bienes y servicios, consecuencia de las decisiones de los agentes económicos con respecto a la demanda o a la oferta. De otra parte, pueden ocurrir cambios en el IPC debidos a aumentos generalizados en la demanda efectiva, como resultado de incrementos en la liquidez de la economía resultado de medidas adoptadas por el banco central. La inflación que le interesa al BCCR controlar y disminuir es esta segunda. En cuanto a la primera, los cambios en los precios son necesarios y convenientes, pues representan las señales del mercado, a fin de que consumidores y productores ajusten sus decisiones.¹⁷

Adoptar la meta de inflación como objetivo principal, obliga al BCCR a controlar el grado de liquidez dentro de la economía. En algunas oportunidades deberá tratar de aumentarla, en otras de restringirla. Dentro de esta perspectiva, la tasa de interés de muy corto plazo (*overnight*) desempeñará un papel muy importante. En ese mercado financiero es en donde el BCCR inyectará liquidez o la absorberá, según sea necesario, a través de los bancos comerciales, únicos intermediarios financieros con acceso a ese mercado. La tasa de interés *overnight* influirá la curva de rendimiento, a los diferentes plazos, en todo el mercado financiero nacional.

Ahora bien, para lograr un funcionamiento adecuado del mercado *overnight* se requiere:

- perfeccionar y ampliar la cobertura del sistema de pagos electrónico en línea (*on line*), existente;
- establecer un sistema operativo de anotación en cuenta para títulos de la deuda pública (Gobierno y BCCR), pues estos son los que los bancos comerciales dan en garantía en este mercado; y
- obtener la autorización legal al BCCR para formalizar operaciones de crédito, así como “reportos”, en dicho mercado.¹⁸

En tanto el mercado *overnight* opere de manera satisfactoria, entonces el BCCR no tendría mucha necesidad de realizar operaciones de mercado abierto, con títulos de más largo plazo y a tasas de interés más elevadas, siempre que se resuelva el problema de sus pasivos. Por ello el mercado *overnight* reviste una gran importancia dentro del conjunto de instrumentos del BCCR.

Debe tenerse presente, sin embargo, el problema de las pérdidas del BCCR, pues tiene una estrecha relación con el *inflation targeting*. De hecho, si la tasa de inflación lograra reducirse, de manera significativa, el señoreaje disminuiría *pari passu*.¹⁹ Entonces el banco central perdería la fuente tradicional

16. Precisamente, White (2006) en una importante publicación reciente, plantea las serias limitaciones y graves errores en que puede incurrir la política monetaria cuando tiene como objetivo solo la estabilidad de precios, es decir combatir la inflación.

17. En términos de la escuela “austriaca” la primera modificación señalada del IPC se refiere al cambio externo en el valor de la moneda, la segunda al cambio interno en el valor de la moneda. El banco central debe preocuparse por este último caso, no por el primero.

18. Se entiende por “reporto” una operación financiera que consiste de dos compromisos tomados de manera simultánea. En uno de ellos, A vende a B un título valor a un determinado precio. En el otro, B se compromete a vender a A y A se compromete a comprar a B un título valor de idénticas características (valor nominal, tasa de interés, plazo de vencimiento) en un precio y a un plazo previamente convenidos en el segundo de los compromisos.

19. El señoreaje disminuiría además si el proceso de dolarización avanza, pues la base monetaria se contraería.

de financiamiento de sus pérdidas. Por ello resulta difícil aspirar a establecer las metas de inflación como ancla de la política monetaria, sin resolver el problema del déficit del BCCR.

Mientras se toman las disposiciones legislativas y administrativas relativas al financiamiento del déficit del BCCR, así como a la reforma del régimen cambiario y a la adopción de una nueva “ancla” para la política monetaria (*inflation targeting*), el BCCR podría no obstante avanzar, mediante la adopción de medidas tales como las siguientes:

- Disminuir la absorción de colones cuando compra divisas, si se considera satisfactorio el nivel de RMI.
- Ampliar, de manera paulatina, el tipo de cambio de intervención, sea la diferencia entre el tipo de cambio de venta y el de compra, que el BCCR establece diariamente. Se crearía así un espacio creciente para que los agentes económicos lleven a cabo sus transacciones en divisas fuera del banco central.
- Considerar la posibilidad de reactivar el funcionamiento de las “casas de cambio”, como intermediarios financieros dedicados exclusivamente a la compra y venta de divisas. Ellas operarían de manera separada de los bancos comerciales, para reducir el impacto de la especulación cambiaria en la situación financiera de los bancos comerciales.
- Continuar el proceso de fortalecer el blindaje del BCCR. Además de la participación del país en el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), sería conveniente buscar otras posibles fuentes de financiamiento, tales como el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y un acuerdo entre los bancos centrales de la región centroamericana, como con el Banco de México.

La supervisión prudencial

Un sistema de supervisión prudencial moderno, ágil e innovador es un requisito indispensable para el desarrollo sano y acelerado del sistema financiero. En Costa Rica se ha avanzado en esta dirección; sin embargo, queda un largo camino por recorrer. Varios temas requieren atención urgente.

La supervisión regional. La consolidación del mercado financiero centroamericano ha permitido a los bancos nacionales operar en el ámbito regional, incluido Panamá y viceversa, a bancos regionales en el mercado nacional. Por consiguiente, la situación de un banco en alguno de los países incide en la estabilidad del sistema financiero de cada uno de los demás países. Esto obliga a la convergencia de las normas regulatorias y de supervisión de las superintendencias nacionales, a fin de evitar el arbitraje regulatorio. De ahí la necesidad de estrechar la coordinación de las seis superintendencias (Centroamérica y Panamá); por ejemplo, en cuanto al intercambio de información y a las inspecciones *in situ* y a la convergencia en la calidad de la supervisión prudencial.

La supervisión diferenciada. En repetidas ocasiones se ha insistido en la necesidad de adoptar medidas especiales, de parte de la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) cuando se trata de operaciones crediticias de las micro, pequeñas y medianas empresas (Mipymes). Debe reconocerse sin embargo, que ya la SUGEF flexibilizó los requisitos en cuanto a las garantías de este tipo de operaciones crediticias. De hecho, la exigencia se circunscribe únicamente a que el funcionario ban-

cario, a cargo del trámite del crédito, certifique un flujo de caja en el cual se incluya la atención (intereses y amortización) del respectivo préstamo.

La supervisión consolidada. Este tema ha ocasionado serias desavenencias entre reguladores y regulados. En la actualidad, los grupos financieros están obligados a constituir una compañía controladora (*holding*) y a consolidar los estados financieros de las diferentes empresas del respectivo grupo, sean bancos, empresas de arrendamiento (*leasing*), fondos de inversión, sistemas de pensiones, o cualesquiera otras actividades financieras. La manzana de la discordia la constituye el tratamiento propuesto para los bancos *off-shore* propiedad de las empresas controladoras, tanto desde el punto de vista de la supervisión prudencial y como del tributario.

En cuanto a la supervisión prudencial no hay duda de la necesidad de consolidar los estados financieros de las empresas controladoras. De hecho, un mal paso del banco *off-shore* bien puede poner en peligro la situación de las empresas controladoras como un todo. Esto al menos por dos motivos. En primer lugar, debido a las operaciones activas (préstamos concedidos y títulos adquiridos) de las entidades financieras de las empresas controladoras con el banco *off-shore*,²⁰ las cuales no podrían ser atendidas si éste sufriera serios quebrantos, y peor aun si fuera a la quiebra. En segundo lugar, si los clientes de las empresas controladoras retiraran sus fondos, por desconfianza ante las dificultades del banco *off-shore*.

En estas circunstancias, es fácil entender la razón que le asiste a la Superintendencia de tener acceso a la información de las operaciones del banco *off-shore*, como lo hace con respecto a las demás empresas de empresas controladoras. Sin embargo, se presentan dificultades cuando la SUGEF no puede lograrlo por no contar con la autorización de las entidades supervisoras del país en donde opera el banco *off-shore*.

La situación sería, claro está, muy diferente si la empresa controladora costarricense no fuera propietaria del banco *off-shore*, sino de los mismos accionistas costarricenses de la compañía controladora, pero a título personal. En este caso, la SUGEF no tendría razón de supervisar al banco *off-shore*, al igual que tampoco podría pretender supervisar a todos los bancos *off-shore*, propiedad de costarricenses que desde el extranjero tengan operaciones financieras –pasivas y activas– con clientes costarricenses.²¹ La SUGEF debería establecer, claro está, normas para los bancos comerciales que funcionen en territorio nacional, en cuanto a las operaciones activas que realicen con bancos comerciales en el exterior.²²

La supervisión coordinada. En vista de la proliferación y especialización de los intermediarios financieros en el transcurso de los últimos años, ha sido necesario crear tres diferentes entes supervisores

20. Las operaciones pasivas, es decir los préstamos que el banco *off-shore* concede a las empresas de la empresa controladora o los títulos que les compre, no representarían un problema para la empresa controladora si el banco *off-shore* llegara a tener dificultades.

21. Sin embargo, si el público identificara estrechamente al banco *off-shore* con algún banco local, propiedad de la empresa controladora, entonces sí lo podría perjudicar si al banco *off-shore* le va mal.

22. Desde el punto de vista fiscal podrían seguirse varios caminos: *i)* establecer un canon o una licencia anual a la empresa controladora cuando un banco *off-shore* forme parte del grupo financiero; *ii)* cuando el banco *off-shore* opere en un “paraíso fiscal” debería pagar el impuesto sobre la renta cuando se generen las utilidades. Otros bancos *off-shore* que no operen en “paraísos fiscales”, pagarían el impuesto sobre la renta cuando repatrien sus utilidades; y *iii)* establecer una retención a todo pago que desde Costa Rica se haga al extranjero por concepto de intereses sobre pasivos, independientemente de si son bancarios o de otra naturaleza.

dedicados, respectivamente, al ámbito bancario, al de las pensiones y al de las operaciones bursátiles. Además, se creó el Consejo Nacional de Supervisión de Sistema Financiero (CONASSIF) cuyo propósito consiste en decidir acerca de la política de regulación y supervisión.

Ahora bien, como las empresas controladoras son propietarias de varios intermediarios financieros y es necesario supervisarlas de manera consolidada, entonces es indispensable asegurar la debida coordinación de la función de supervisión. La división de trabajo es conveniente. Debe, empero, evitarse la duplicación de funciones, la multiplicación de reglamentos y disposiciones, así como los requisitos de información. La supervisión es una función necesaria, sin duda, pero dado su costo debe racionalizarse, es decir, circunscribirse a aquello indispensable. Este esfuerzo representa el mayor reto que enfrenta, en la actualidad, el CONASSIF. Sobre este tema bien puede plantearse si no sería más conveniente contar con un solo ente supervisor.

Es necesario ampliar las facultades de la SUGEF, sobre todo cuando se trata de la intervención de intermediarios financieros. Hoy los caminos son solamente dos: devolver la institución a sus propietarios, si se han atendido las peticiones de la SUGEF, o bien, llevar la institución a la quiebra. La SUGEF debería disponer de otras opciones, tales como promover fusiones, realizar recapitalizaciones, o la venta parcial o total. El sistema actual es, además lento y caro, lo cual debería subsanarse. Es muy necesario poder sacar cuanto antes, las manzanas en malas condiciones de la canasta.

La Asociación Bancaria Costarricense (ABC) dispone de un fondo de contingencia, cuyos recursos han sido utilizados para proteger a los “pequeños” cuentacorrentistas cuando algún banco privado ha ido a la quiebra. La SUGEF debería ver con buenos ojos que la ABC destinara los recursos de ese fondo a comprar un seguro, cuyo propósito sería garantizar los depósitos bancarios “pequeños”. De esta manera, un mecanismo que propicia el *moral hazard* se transformaría en uno que promovería el mejoramiento del sistema bancario, pues la prima del seguro a pagar por cada banco guardaría relación con su calificación.

Los funcionarios de la SUGEF deben estar protegidos ante posibles demandas y acusaciones, planteadas por los involucrados en la intervención de los intermediarios financieros. Se trata de proteger la independencia de tales funcionarios, a fin de poder llevar a cabo sus tareas sin interferencias o amenazas de esta naturaleza. Sin embargo, cuando se trate de dolo o de negligencia de esos empleados, los interesados sí podrían actuar judicialmente para salvaguardar sus derechos.

El financiamiento de la función de supervisión, no solo bancaria (SUGEF), sino también de valores (SUGEVAL), de pensiones (SUPEN) y del CONASSIF, es un tema controversial. Desde cierto punto de vista, la supervisión es un servicio y como tal los supervisados deberían pagar por dichos servicios. Desde otro punto de vista, la supervisión es una especie de bien público (proteger al público, evitar crisis financieras) y por ello su costo debería ser sufragado por la sociedad. En todo caso, no pareciera razonable que los supervisados deban asumir costos cada vez más elevados por concepto de supervisión, mientras no exista algún mecanismo para determinar si ellos son los adecuados, por ejemplo, a la luz de alguna comparación internacional.

Es indispensable tener en cuenta la urgente necesidad de lograr y mantener una estrecha relación entre la supervisión prudencial en el ámbito microeconómico y en el ámbito macroeconómico. Ambas deben concurrir, aunque son diferentes. El objetivo de la supervisión micro prudencial consiste, básica-

mente, en proteger a los depositantes, es decir reducir los costos de los errores de los intermediarios financieros; mientras el de la supervisión macro prudencial busca más bien la estabilidad del sistema financiero como un todo, evitando el “riesgo sistémico”, es decir, se trata de proteger a la sociedad de las crisis financieras.

Ahora bien, debe tenerse presente que las causas de las crisis del sistema financiero, con frecuencia son exógenas a los intermediarios financieros, tal el caso de los *shocks* externos o de los cambios importantes y súbitos de los términos de intercambio.

Por ello, desde el punto de vista de la supervisión micro prudencial la estabilidad del sistema financiero estaría asegurada, en el tanto la situación de cada una de las entidades que lo integran sea satisfactoria. Pero esto no es así, cuando se trata de la supervisión macro prudencial, por cuanto factores exógenos, como los ya señalados, pueden poner en serias dificultades a los intermediarios financieros y ocasionar crisis financieras.

La consecuencia es clara: medidas de supervisión micro prudencial, convenientes desde la perspectiva de las entidades bancarias vistas individualmente, pueden resultar inconvenientes para la estabilidad del sistema financiero como un todo. Esta consideración lleva a Crockett (2000), en su importante contribución, a afirmar que “...el intento de estabilización puede convertirse en un intento de desestabilización” (p. 10). Para este mismo autor (p. 9), la dificultad central de la supervisión macro prudencial consiste en que la tarea de mantener la estabilidad del sistema financiero depende de varias instituciones, cuyas perspectivas y responsabilidades son diferentes. De hecho, deben estar presentes al menos las entidades supervisoras (SUGEF y CONASSIF), el banco central (política monetaria, en especial tasas de interés) y el Ministerio de Hacienda (gasto público). Por consiguiente, la supervisión prudencial rebasa el ámbito de acción de los entes supervisores y requiere la acción de otras instituciones, lo cual plantea, al rojo vivo, el problema de la coordinación entre ellas.

Tres consideraciones finales son pertinentes en cuanto a la supervisión prudencial.

Primera. A pesar de las insuficiencias de la función de regulación y supervisión en Costa Rica, en las últimas dos décadas no han ocurrido crisis macroeconómicas, como consecuencias de problemas originados en el sistema bancario. En efecto, cuatro hechos han suplido dichas insuficiencias:

- Los banqueros comerciales han sido prudentes. Su objetivo ha consistido en sacar adelante el negocio a base de rentabilidad, eficiencia y solvencia.
- El mercado “descontó” el efecto de la quiebra de los bancos comerciales y más bien el sistema financiero sintió alivio cuando al fin ocurrió.
- El fondo de contingencia de la ABC permitió proteger a los depositantes “pequeños”, al margen de los recursos que los acreedores y accionistas pudieron recuperar.
- La ausencia de crisis macroeconómicas.

Segunda. La supervisión prudencial, para efectos prácticos, nunca será completamente satisfactoria. Persistirán, de hecho, intereses y puntos de vista contrapuestos. Las discrepancias se mantendrán, sin duda, entre:

- Las obligaciones de los supervisores y los derechos de los supervisados.
- Las diversas instituciones a cargo de la supervisión micro prudencial y de la supervisión macro prudencial.
- La necesidad de evitar las crisis financieras, para salvaguardar la estabilidad macroeconómica y, promover el crecimiento ordenado del sector financiero como factor importante del desarrollo económico del país.

Tercera. La supervisión prudencial es indispensable y, a la vez, es costosa, por ello debe economizarse. Además, debe siempre recordarse que cuanto más se trate de controlar y de supervisar, en realidad, menos se logrará conseguir ambos objetivos.

El sistema bancario

Dos características importantes del sistema bancario costarricense deben mencionarse:

Primera, el funcionamiento de importantes bancos comerciales estatales (Banco Nacional, Banco de Costa Rica, Banco Crédito Agrícola) y uno público, el Banco Popular y *segunda*, la propiedad de algunos bancos comerciales privados en manos extranjeras, especialmente de otros bancos centroamericanos (El Salvador y Nicaragua), así como de panameños y más recientemente, de puertorriqueños y estadounidenses.

Dentro de este marco, debe recordarse que con frecuencia, en no pocos países, las crisis financieras generalizadas se han originado en el quebranto experimentado por algún intermediario financiero, hecho que luego contagió a todo el sector. En Costa Rica, si bien en el transcurso de los años algunos bancos, privados y públicos, se han visto obligados a cerrar sus puertas, en ningún caso han sido suficientemente “grandes” como para generar crisis financieras generalizadas. El origen de los problemas es bien conocido: capitalización insuficiente, administración inadecuada de riesgos, costos de operación demasiado elevados, servicios financieros inadecuados y caros.

El BCCR y los entes supervisores han puesto especial empeño en el fortalecimiento y modernización del sistema bancario, a fin de que cuando ocurra la salida del mercado de alguno de los bancos, sea percibida por el resto del sector bancario como un hecho normal y, por consiguiente, no desencadene efectos que contagien a todo el sistema financiero. A pesar de la atención que se ha puesto a este tema, en la actualidad, son varias las preocupaciones existentes y la necesidad de tomar determinadas medidas pareciera inescapable.

El sistema bancario debe reflejar condiciones competitivas, semejantes a las prevalecientes en otros sectores de la economía nacional. De no ser así, los inversionistas, simplemente, canalizarían sus recursos a otros sectores. Con este propósito se debería:

- Eliminar una serie de impuestos que recaen, de manera exclusiva, sobre los bancos comerciales, como son las contribuciones forzosas que deben hacer cada año a favor de las cooperativas y del fondo nacional de préstamos para la educación superior.

- Modificar la legislación, a fin de subsanar los obstáculos que dificultan, de manera muy marcada, a los intermediarios financieros cobrar sus préstamos y poder en otros casos, disponer más fácilmente de los activos recibidos en dación de pagos.
- Establecerse la obligación al Banco Popular de pagar impuestos y contribuciones, igual como lo hacen los demás bancos comerciales, estatales y privados. Además, debería eliminarse la contribución obligatoria que recae sobre las planillas de las empresas a favor de este banco. Quizás en sus primeras etapas dicha contribución fue necesaria para capitalizar al Banco Popular, pero ya hoy no existe justificación para mantenerla. Es necesario que el Banco Popular compita, en igualdad de condiciones, con los demás bancos comerciales.

Las condiciones en que operan, en la actualidad, los bancos comerciales estatales y públicos y los bancos comerciales privados son desiguales. En algunos casos se discrimina en contra de los primeros, en otros en contra de los segundos. De hecho, la “cancha” en la cual juegan ambos contendientes no está debidamente “nivelada”. Para promover la competencia entre unos y otros es necesario tomar diversas medidas de diferente naturaleza:

- Los bancos estatales y públicos deben disfrutar de mayor flexibilidad para nombrar y despedir a su personal, fijar las remuneraciones de sus funcionarios, así como para adquirir los equipos necesarios para su funcionamiento.
- La obligación de parte de los bancos comerciales privados de prestar a los bancos comerciales estatales un monto equivalente al diecisiete por ciento de los recursos que captan del público, a una tasa del inferior a la del mercado, debe eliminarse. Esta norma representa un subsidio, cuyo pago es sufragado por los clientes de los bancos comerciales privados, lo cual aumenta los costos de transacción y representa una desventaja competitiva.
- Los bancos comerciales estatales disfrutaban de un seguro de depósito, a cargo del Estado, del cien por ciento sobre sus operaciones pasivas (captaciones del público en cuentas corrientes y de ahorro y ventas de sus títulos). Se trata de un subsidio a favor de estos bancos comerciales, pues el Estado no les cobra por ese seguro. El Estado asume así un pasivo contingente, que se transformó en real cuando el Banco Anglo Costarricense cerró sus puertas, hace algunos años.
- Ahora bien, ese seguro debería sustituirse por uno a favor solo de los depositantes “pequeños”, tanto en los bancos comerciales del Estado, como en los bancos comerciales privados. Cada banco comercial deberá pagar la prima correspondiente a su seguro. No pareciera conveniente mantener un sistema como el actual, cuya amplitud es tan extensa que cubre aun a las corporaciones internacionales, ni tampoco cargar a las finanzas gubernamentales un costo que debe ser asumido por los bancos comerciales estatales.²³
- Finalmente, las trabas a la entrada de nuevos intermediarios financieros, ya sean nacionales o extranjeros, deben reducirse sustancialmente. Los costos y condiciones en tales casos deben existir pero no ser excesivos, a fin de promover la competencia en el mercado financiero.

Es necesario reiterar, una vez más, que las condiciones de funcionamiento de entes estatales, como bancos comerciales, no podrá ser igual a las de las empresas privadas. Los bancos comerciales esta-

23. Este representa el principal obstáculo para autorizar a los bancos comerciales estatales a operar en otros países.

tales administran activos públicos y como tal deben estar sometidos al control público, es decir, a disposiciones legales diferentes de las que se aplican a los bancos comerciales privados. Se puede y se deben flexibilizar las disposiciones y normas aplicables a los bancos comerciales estatales, para permitirles mejorar sus condiciones competitivas, pero siempre subsistirán condiciones diferentes, como consecuencia de su naturaleza de entes públicos.

El proceso de racionalización de los bancos comerciales estatales debe continuar. Los próximos pasos consistirán en:

- Fusionar el Banco Crédito Agrícola de Cartago con el Banco de Costa Rica. El objetivo de este último sería la generación de utilidades, cuyo destino no debe consistir necesariamente cada año, en aumentar su patrimonio. De hecho, los organismos políticos, concretamente el Consejo de Gobierno, podría darles otro destino. En efecto, al Estado no le interesa dedicar una parte significativa de su patrimonio al financiamiento de corporaciones privadas, que disponen de todas maneras de otras fuentes de financiamiento. Más bien su interés reside, ya sea en vender ese banco y destinar el rendimiento del producto de la venta a otros propósitos, o bien, no venderlo y destinar sus utilidades a otros fines. Por ejemplo, al financiamiento de un programa para aumentar la cobertura de la enseñanza media, mediante un subsidio en efectivo a las familias.
- El Banco Hipotecario de la Vivienda debe ser absorbido por el Banco Nacional de Costa Rica. Esta decisión, al igual que la del caso anterior, se llevaría a cabo en aras de alcanzar cierta masa crítica y lograr el saneamiento y fortalecimiento del sistema financiero.

El Banco Nacional de Costa Rica orientaría sus actividades a los siguientes programas:

- El fortalecimiento de las micro, pequeñas y medianas empresas (Mipymes) rurales y urbanas (crédito, alfabetización informática, asistencia técnica), con el propósito de democratizar la propiedad de los medios de producción, aumentar la productividad y competitividad de la economía nacional y, por ende, las oportunidades de empleo. Este programa debe mantener la rentabilidad actual, pues de lo contrario tendría efectos negativos, tanto para los microempresarios como para el Banco Nacional.²⁴
- La administración de un programa crediticio para aumentar la cobertura de la enseñanza media.
- El financiamiento de vivienda de clase media, por medio de la titularización de hipotecas.
- La canalización de fondos de las operadoras de pensiones al financiamiento de proyectos de obras públicas (gobierno, empresas estatales y concesionarios de obras públicas), mediante la titularización de los ingresos futuros de dichos proyectos.

En el caso del Banco Nacional, sus utilidades se reinvertirían en la institución cada año, para aumentar su patrimonio, dada la trascendencia socio-económica de sus programas y sobre todo en vista de la escasez de otras fuentes de financiamiento para programas de esta naturaleza.

Los bancos comerciales estatales y públicos deben mejorar la información que suministran a los organismos políticos y al público en general. No se trata solo de la información requerida por la SUGEF, sino también presentar un informe anual al Consejo de Gobierno y a la Asamblea Legislativa, tanto

24. Véase Honohan (2004), pp. 44-45, sobre este tema.

sobre su situación financiera, como acerca del cumplimiento de los programas a su cargo. Se trata así de mejorar la rendición de cuentas de los bancos comerciales propiedad del Estado.

También sería conveniente suministrar al público la calificación de los intermediarios financieros, realizada ya sea por la SUGEF o por empresas calificadoras privadas.

La dolarización

Una y otra vez, se ha llamado la atención sobre el ritmo acelerado del proceso de dolarización de *facto* experimentado por la economía costarricense y los serios peligros derivados de este hecho. La dolarización de pasivos y de activos financieros ha sido notoria de parte de los agentes económicos en general y de los intermediarios financieros en particular. Si en esta situación se diera una devaluación “fuerte” del colón, se causarían entonces graves perjuicios a la economía en su conjunto. Los deudores en dólares no podrían hacer frente a sus obligaciones, con las consiguientes dificultades para los intermediarios financieros. Lo cual, a la vez, pondría también en graves aprietos a los ahorrantes y deudores en colones. Esta situación se empeoraría debido al aumento de la demanda por dólares de parte de quienes desean protegerse de la devaluación creciente de la moneda nacional. Todo ello bien podría generar una crisis cambiaria, bancaria y de balanza de pagos generalizada, con el consiguiente efecto negativo en la producción nacional, el empleo y la inflación.

La razón de la dolarización no pareciera residir en el “riesgo país”, pues una proporción elevada de los activos financieros denominados en dólares, en manos de los agentes económicos costarricenses, consisten en títulos del Gobierno y del BCCR. La dolarización “normal” se debe más bien a la sana decisión de los agentes económicos de diversificar su cartera de activos y pasivos como medida de precaución ante las fluctuaciones del tipo de cambio en los mercados financieros, nacional e internacional, y a las necesidades propias de las transacciones en dólares de los agentes económicos, en una economía tan abierta –comercial y financieramente– como la costarricense. La dolarización “excesiva” o “anormal” se debe, principalmente, a tres hechos. Primero, a las tasas de interés más elevadas en colones, originadas en el financiamiento del déficit fiscal (incluidas las pérdidas del BCCR); segundo, al deseo de reducir los costos de transacción del cambio de la moneda nacional por la extranjera y viceversa y tercero, al régimen vigente de las minidevaluaciones el cual, hasta cierto punto, “oculta” el riesgo cambiario y, por lo tanto, propicia el endeudamiento en dólares sin mayor preocupación.

Es necesario hacer dos observaciones:

- El peligro que representa, en el caso costarricense, una mayor vulnerabilidad del sector financiero, como consecuencia del proceso acelerado de dolarización de *facto*, se ha sobredimensionado. No cabe duda del aumento de la volatilidad: una devaluación “fuerte” tendría graves consecuencias. Sin embargo, con mucha frecuencia, se pasa por alto analizar las razones que podrían ocasionar una devaluación “fuerte”, así como la probabilidad de que ocurran en la realidad.

Lizano (2004, pp. 107-122) examina detalladamente este tema. Valga recordar aquí la experiencia de Costa Rica, en las últimas dos décadas. De hecho, las variaciones de los términos de intercambio y de la capacidad para importar, así como las crisis financieras internacionales, las entradas y salidas de capitales especulativas (*hot money*), no han originado crisis generalizadas

de la economía nacional, ni tampoco la política monetaria del BCCR y el comportamiento de los intermediarios financieros. La única causa que podría producir un fenómeno de esta naturaleza sería un ataque especulativo de gran magnitud contra el colón. Pero ello ocurriría solo ante graves perturbaciones de carácter político, o bien, ante catástrofes naturales.²⁵

- Si el proceso de dolarización de facto se hubiera impedido, mediante la adopción de un conjunto de medidas de parte del BCCR y de la SUGEF, ello hubiera significado confinar a los actuales deudores en dólares al mercado financiero nacional, es decir, forzarlos a endeudarse en colones. Esto, a la vez, hubiera elevado aún más las tasas de interés en colones, con el consiguiente costo adicional para el sector privado y el sector público

Por ello al analizar el tema de la creciente dolarización de *facto* que ha experimentado el país en los últimos años, deben considerarse, primero, las circunstancias reales en las cuales el peligro de una mayor vulnerabilidad llegue a desembocar en una crisis económica generalizada y segundo, el costo adicional en que hubieran tenido que incurrir los deudores privados y públicos, de no haber ocurrido la dolarización *de facto*.

El camino a seguir para hacer frente a la dolarización *de facto* consta de varios puntos:

- Ordenar las finanzas públicas, incluido el déficit del BCCR. Así, la inflación y las tasas de interés en colones disminuirían.
- Proceder a indexar la deuda pública, pero no con el dólar, sino con la inflación interna.
- Mejorar el “blindaje” del BCCR.
- Adoptar una política cambiaria más flexible que obligue a los agentes económicos a percibir mejor el riesgo de las fluctuaciones cambiarias.
- Mantener la apertura de la cuenta de capital, para facilitar las transacciones, activas y pasivas, en moneda extranjera.
- Promover la competencia entre los intermediarios financieros, nacionales y extranjeros, a fin de reducir los márgenes de intermediación financiera. Esta tarea, debe reconocerse, no es fácil dada la presencia de elementos oligopolísticos en la banca comercial costarricense.

De avanzarse en esta dirección, la dolarización de *facto* tendería a perder ímpetu. El colón estaría en mejor condición de competir con el dólar, sin necesidad de caer en la tentación de establecer impuestos, explícitos o implícitos, ni medidas restrictivas para obstaculizar los movimientos de capitales, las cuales tan solo crean incertidumbre y aumentan los costos de transacción.

25. Recientemente, Goldstein (2005) analiza los efectos de una eventual disminución significativa y simultánea de la tasa de crecimiento económico en EE.UU. y en China, en las economías “emergentes”. Los efectos se deben a cambios en los términos de intercambio y la capacidad para importar, en los flujos de capital privado, en las tasas de interés internacionales y en el tipo de cambio del dólar. En el caso de Costa Rica, dichos efectos sin duda, serían razón suficiente para ocasionar una disminución en la tasa de crecimiento económico, pero no para generar crisis cambiarias, bancarias o de balanza de pagos.

Las operaciones bursátiles

Las operaciones bursátiles en el mercado financiero costarricense no juegan aun el papel importante que desempeñan en otros países. De hecho, no pocas empresas han procedido a “desinscribir” sus títulos de la Bolsa Nacional de Valores (BNV), en vista de los trámites y costos existentes en la actualidad. Deberá entonces llevarse a cabo un esfuerzo especial a fin de mejorar esta situación en el futuro cercano.

Así las cosas, los temas que demandan atención prioritaria serían los siguientes:

- Las operaciones denominadas como “recompras” deberían disponer de un mayor respaldo (garantía) del que tienen en la actualidad, para disminuir la vulnerabilidad del sistema financiero.
- Es necesario hacer una diferenciación clara en tre las operaciones de corretaje (*brokerage*), en las cuales no existe riesgo financiero, pues, se trata sólo del cobro de comisiones por la compra y venta de títulos y las operaciones que implican tomar “posiciones”, las cuales, evidentemente, sí acarrearán riesgos financieros. Esta separación de funciones es indispensable a fin de lograr mayor transparencia y protección de los clientes.
- Los costos de inscribirse y de operar en bolsa deben revisarse, con la idea de disminuirlos para así promover el aumento del volumen de operaciones.
- Deben facilitarse las transacciones de títulos extranjeros, en especial de los demás países centroamericanos y de los panameños, en procura de consolidar el espacio financiero de Centroamérica.²⁶
- En vista de la posible sustitución del régimen cambiario, la BNV debería poner a funcionar cuanto antes un mercado de divisas a futuro.

Si se avanza en esta dirección se lograría lo siguiente:

- disminuir la vulnerabilidad del sistema financiero;
- aumentar la clientela de la BNV y fortalecer esta fuente de financiación, tanto de operaciones pasivas como de activas; y
- promover la competencia interna entre los intermediarios financieros y la externa con otros intermediarios bursátiles de la región centroamericana.

El sistema de pensiones

El país ha tomado, recientemente, dos medidas importantes en relación con el sistema de pensiones. En primer lugar, se rompió el monopolio de pensiones que tenía la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS), al permitir la creación de operadoras privadas de pensiones, para administrar el régimen complementario de ahorro obligatorio creado por la Ley No. 7983, Ley de Protección al Trabajador²⁷

26. Se facilitaría así a un inversionista de Guatemala comprar en la BNV de Costa Rica títulos de un emisor salvadoreño que desea utilizar esos recursos para financiar una nueva empresa en Honduras, por ejemplo.

27. Gaceta 35, alcance No. 11 del 18/2/2000.

El sistema ha quedado configurado por:

- el régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM), el cual es un seguro social administrado por la CCSS y financiado por cuotas de empresas, trabajadores y gobierno;
- los regímenes especiales de pensiones, por ejemplo, el del Magisterio Nacional y el del Poder Judicial, cuya administración y financiamiento está a cargo del Gobierno y los interesados;
- el régimen de ahorro obligatorio en cuentas individuales, cuya administración está a cargo de operadoras de pensiones privadas o públicas y financiado por cuotas de los trabajadores y de las empresas;
- el régimen denominado “no contributivo”, cuya administración está a cargo de la CCSS y el financiamiento corre por cuenta del Gobierno;
- el régimen de ahorro individual voluntario, con el propósito de comprar una anualidad o una pensión, dentro o fuera del país;

En segundo lugar, la CCSS modificó su régimen de pensiones de invalidez, vejez y muerte, a fin de reducir el déficit actuarial que lo aquejaba. Las medidas se refieren a la edad de retiro, las cuotas patronales y el monto de la pensión, de esta manera se pospone el problema financiero, aproximadamente, por quince o veinte años. No se trata de eliminar el déficit actuarial, sino más bien de desplazarlo en el tiempo. Sin embargo, la tarea no está concluida y debe continuarse. Varios temas importantes se encuentran aun sobre la mesa:

- precisar el ámbito de acción de la SUPEN, referente a la reglamentación y a la supervisión de los diferentes regímenes de pensión, incluido el análisis de la situación financiera de cada uno de ellos y de cada una de las operadoras de pensiones;
- llevar a cabo la revisión de la política de inversión de los fondos acumulados por las operadoras de pensiones, especialmente en lo que se refiere a la adquisición de títulos denominados en monedas extranjeras y a la posibilidad de adquirir títulos emitidos por entidades estatales o empresas privadas para financiar obras públicas;
- someter a un análisis permanente, por parte de la SUPEN, los costos de administración de las operadoras de pensiones, así como del ente SICERE (Sistema Centralizado de Recaudación) de la CCSS a cargo de recaudar los fondos del régimen de ahorro obligatorio y de rembolsar lo a las diferentes operadoras de pensiones.

Además, el país debe plantearse el tema del futuro del sistema integral de pensiones a largo plazo, pues subsiste el problema de un importante déficit actuarial, cuya solución habrá de encararse. Asimismo, la proliferación de diversos regímenes y de diferentes “pilares”, no es conveniente, ni desde el punto de vista de la equidad ni desde el de su financiamiento, dada la situación de las finanzas públicas y el efecto de las cargas sociales sobre el costo del factor trabajo y su consecuente impacto sobre el volumen de empleo y la competitividad de la economía nacional.

Los temas que la SUPEN abordaría en su análisis de largo plazo sobre el futuro del sistema de pensiones, se han planteado también en otros países y son bien conocidos:

- Debe acaso sustituirse el sistema actual de “reservas” por uno de “reparto”, en el cual cada año las entradas de fondos sean iguales a las salidas. Se protegería así a los ciudadanos de posibles inversiones equivocadas de las reservas o de intervenciones políticas, como ha sucedido en algunos países.
- Deben consolidarse los regímenes en un único sistema nacional de pensiones. Esto reviste especial importancia si se tiene presente el desfinanciamiento de algunos de los regímenes actuales, surgidos, con frecuencia, de la acción de grupos de presión de funcionarios públicos.
- Deben sustituirse los cuatro regímenes –IVM, el “no contributivo”, el del ahorro individual obligatorio y los especiales por uno solo–,²⁸ el cual consistiría en una pensión pareja (*flat*) para todo ciudadano que alcance determinada edad. Su financiamiento se incluiría en el presupuesto de la República y los impuestos sobre las planillas (contribuciones de empresas y de trabajadores) se sustituirían, paulatinamente, por impuestos de carácter general.
- La SUPEN dispondría de un plazo prudencial ¿dos años? para realizar los estudios técnicos y someter su planteamiento a consideración de los organismos políticos. El tema de las pensiones involucra decisiones financieras de gran envergadura, además, afecta a toda la población. Por consiguiente, es preferible prever que curar.

Los seguros

En Costa Rica aún existe el monopolio de seguros en manos de la empresa estatal Instituto Nacional de Seguros. Ello representa una rémora en el sistema financiero, por lo que esta situación habrá de modificarse lo más pronto posible. No se trataría de vender el INS, sino de abrir el mercado de seguros a la competencia de compañías aseguradoras privadas, nacionales o extranjeras, tal como aconteció en el caso de los bancos comerciales estatales. Se buscaría así crear la debida competencia (precios, cobertura, servicios) en el mercado de los diferentes seguros, para beneficio de los usuarios. Estos no tendrían necesidad de proceder, como sucede en la actualidad, de manera subrepticia para comprar, en el extranjero, pólizas de enfermedad y pólizas de vida.

Además, se procedería a diversificar la inversión de las reservas técnicas de las compañías de seguros y evitar su concentración en títulos de Gobierno, como sucede actualmente. La apertura del mercado de seguros es uno de los pasos significativos en la próxima etapa de la reforma del sistema financiero del país.

REFLEXIONES FINALES

Las principales conclusiones pueden resumirse en la necesidad de:

- fortalecer el sistema financiero nacional, como condición *sine qua non*, para acelerar el ritmo de crecimiento económico del país,
- mejorar el sistema de pagos, para asegurar el funcionamiento adecuado de la economía monetaria;

28. Claro está, la posibilidad del ahorro individual voluntario siempre subsistiría.

- consolidar el sistema financiero informal y el formal y reducir así la fragmentación del sistema financiero;
- integrar el sistema financiero nacional al mercado financiero regional (Centroamérica y Panamá) y al internacional;
- propiciar una mayor competencia entre los bancos privados, nacionales y extranjeros, y los bancos estatales y públicos, mediante condiciones de operación menos discriminatorias;
- racionalizar los bancos estatales y públicos;
- continuar el mejoramiento de las tareas de su pervisión bancaria mediante la consolidación de los conglomerados financieros y de la debida coordinación de los entes supervisores;
- eliminar el monopolio estatal de los seguros y abrir ese mercado;
- realizar un planeamiento de largo plazo del sistema de pensiones; y
- remozar el mercado de valores.

Las acciones prioritarias y las tareas inmediatas para llevar a buen puerto la próxima etapa de la reforma del sistema financiero, son numerosas, de difícil aprobación y aplicación. Por ello es tan necesario poner manos a la obra cuanto antes.

Cuatro reflexiones finales son pertinentes, a saber:

- Primera. La aprobación y aplicación de la reforma del sistema financiero requiere el apoyo político de quienes saldrán beneficiados. De hecho, la disminución de la inflación y de las tasas de interés, el aumento de los recursos para las Mipymes, la mayor participación de los agentes económicos en la determinación del tipo de cambio nominal, y el mayor grado de competencia entre los intermediarios financieros, todo ello, sin duda, beneficiará a importantes grupos sociales y a los ciudadanos en general. Su apoyo permitirá neutralizar a aquellos grupos que se opondrán a la reforma.
- Segunda. El apoyo político para avanzar en el ámbito de las reformas del estado financiero, no ha sido satisfactorio. En este documento se recopilan algunos temas sobre los cuales existe un acuerdo entre los técnicos desde hace varios años. Sin embargo, no se han adoptado las decisiones políticas del caso. Por ello en la actualidad es más importante avanzar en el ámbito de la acción que en el del pensamiento. La acción ha de ser ahora la tarea prioritaria.
- Tercera. La reforma del sistema financiero no puede verse como una acción aislada, sino como parte de un planteamiento más amplio, que abarca el saneamiento de las finanzas públicas, la reorientación del gasto público (educación, infraestructura, seguridad), el aumento de la competitividad de la economía nacional y la inserción, comercial y financiera, de la economía costarricense en la economía internacional.
- Cuarta. No todo puede hacerse a la vez, por ello, si esta reforma del sistema financiero se llevara a cabo, aun quedarían temas en el tintero. Y otros más surgirán en el transcurso del tiempo. Lo importante es avanzar a paso firme y obtener resultados satisfactorios y beneficios tangibles. Ello servirá de base para realizar otras reformas de dicho sistema en el futuro.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Allen, Franklin, & Anthony M. Santonero (2001). "What do financial intermediaries do?", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, pp. 271-294.
- Bolaños, Rodrigo (1999). *Costa Rica: the next stage of reform without volatility*, reporte para el Banco Interamericano de Desarrollo.
- Calvo, Guillermo, & Federico S. Mishkin (2003). *The Mirage of Exchange Rate Regimes for emerging Market Countries*, NBER (Working Paper Series, No. 9808).
- Corden, Max W. (2002). *Too sensational: on the choice of exchange rate regimens*, MIT Press, Londres.
- Crockett, Andrew D. (2000). *Marrying the micro –and macro– prudential dimensiones of financial stability*, Remarks before the Eleventh International Conferenece on Banking Supervisors.
- Delgado, Félix (2004). "Don Eduardo Lizano y la Reforma Financiera en Costa Rica", en Grettel López y Reinaldo Herrera (eds.), *Ensayos en honor a Eduardo Lizano Fait*, Academia de Centroamérica 4, pp. 205-225.
- Delgado, Félix & Miguel Loría (Eds) (2004). *Eduardo Lizano, Escritos sobre reforma financiera*, Academia de Centroamérica.
- Edwards, Sebastian (2000). *Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention*, NBER Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economics
- Fischer, Stanley (2001). "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 50, No. 2, primavera, pp. 3-34.
- Fondo Monetario Internacional (2003). *Costa Rica: Financial System Stability Assessment*, FMI (Country Report, No. 03/103).
- Goldstein, Morris (2005). *What Might the Next Emerging - Market Financial Crisis Look Like?*, Institute for International Economics (Working Paper Series, No. WP 05-7).
- Honohan, Patrick (2004). *Financial Sector Policy and the Poor*, Selected Findings and Issues, Banco Mundial (Working Paper, No. 43).
- Kahn, George A. (2005). "The Greenspan Era: Lessons for the Future - A Summary of The Bank's 2005 Economic Symposium", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, vol. 90, No. 4, cuarto trimestre de 2005, pp. 35-45.
- Laurens, Bernard J. (2005). *Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development*, FMI (Occasional Paper, No. 244).
- Lizano, Eduardo (1999). *Ajuste y Crecimiento en la Economía de Costa Rica 1982-1994*, Academia de Centroamérica.

- _____. (2005). "Veinte años sin crisis (1984-2004): el caso de Costa Rica", en Grettel López y Reinaldo Herrera (eds.), *Volatilidad y Vulnerabilidad*, Academia de Centroamérica, pp. 81-140.
- Mussa, Michael *et al.* (2000). *Exchange Rate Regimes in an Increasing Integrated World Economy*, FMI (Occasional Paper, No. 113).
- Padova-Schioppa, Tommaso (2002). *Central Bank and Financial Stability: Exploring a Land in Between*, Second ECB Central Bank Conference.
- Prasad, Eswar *et al.* (2003). *Effects of Financial Globalization on Developing Countries. Some Empirical Evidence*, FMI (Occasional Paper, No. 220). Rousseau,
- Peter L., & Paul Wachtel (2005). *Economic growth and financial depth: is the relationship extinct already?*, UNU-Wider Conference on Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction.
- Steil, Ben (2006). "Commentary", en *The Financial Times*, 17 de enero; incluido en *World Bank Press Review* del mismo día.
- Truman, Edwin (2003). *Inflation Targeting in the World Economy*, Institute for International Economics.
- Watson, C. Maxwell (1993). *Financial Liberalization and the Economic Adjustment Process*, Centro Studi Luca d'Agliano (Development Studies Working Papers, No. 61).
- White, William (2006). *Is price stability enough?*, Banco de Pagos Internacionales (Working Paper, No. 205).
- Williamson, John (1995). *How to manage exchange rates: lessons from Israel, Chile and Colombia*, Institute for International Economics.
- _____. (2000). *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics (Policy Analysis in International Economics, No. 60)