

COMENTARIOS SOBRE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA: UN POCO MÁS DE LEÑA A LA HOGUERA*

Eduardo Lizano

Resumen

Se plantean varios temas en torno a la política monetaria y cambiaria seguida por el Banco Central de Costa Rica en los últimos 24-30 meses y se analizan asuntos puntuales como la estabilidad del tipo de cambio y su nivel de equilibrio, el manejo de la tasa de política monetaria y otros instrumentos para influir en el comportamiento de la inflación, el efecto de la devaluación en las exportaciones, la dolarización de la economía y la estabilidad del sistema financiero. En el contexto de este análisis, el autor plantea una importante reflexión: ¿Debería el Banco Central haber aprovechado el margen de maniobra que ofreció la economía internacional en ese período como una oportunidad para adoptar una política mucho más proactiva? Esta y otras interrogantes conducen a afirmar que los temas todavía pueden estar sobre la mesa y que existen diversas respuestas, no solo una. Nos recuerda el documento que la tarea del Banco Central requiere tanto de la ciencia como del arte y que el balance entre ambos, si bien indispensable, es muy escurridizo.

EDUARDO LIZANO

Academia de Centroamérica

* Edna Camacho, Félix Delgado, Alberto Dent y Miguel Ángel Rodríguez hicieron observaciones valiosas al borrador de este trabajo. La responsabilidad del texto final es del autor.



ÍNDICE

1. Introducción.....	3
2. La apreciación del tipo de cambio nominal.....	3
3. La flotación administrada	5
4. La meta de inflación y la tasa de interés de política monetaria.....	10
5. El tipo de cambio real	12
6. La devaluación monetaria y exportaciones	15
7. La dolarización.....	16
8. Las reservas monetarias internacionales ¿nuevo instrumento de la política monetaria y cambiaria?	17
9. Reflexión final	19
10. Comentarios adicionales.....	20
11. Bibliografía	24

“What we have learned is the folly of assuming that we know too much”,

DANI RODRIK¹.

1. INTRODUCCIÓN

Recientemente, la política monetaria y cambiaria del Banco Central (BC) ha sido tema de intenso debate público. Diferentes grupos de economistas, ex presidentes del BC y varios columnistas han participado, activamente, en el intercambio de puntos de vista en los medios de comunicación, entrevistas, mesas redondas y reuniones de diversa naturaleza. En este documento se abordan algunos puntos sobresalientes de este debate.

2. LA APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL

Uno de los temas más discutidos en el debate se refiere a la política del BC en relación con el tipo de cambio nominal. Concretamente, el punto principal de la discusión se refiere a la apreciación del tipo de cambio. Tres consideraciones deben comentarse.

a) La posición del Fondo Monetario Internacional (FMI)

De una parte, el FMI ha indicado que en los últimos años sí ha habido una apreciación del colón. De otra, considera que ella ha sido compensada por el aumento de la productividad de la economía costarricense². Por consiguiente, la competitividad de las exportaciones nacionales no ha sufrido menoscabo. Así, el exportador recibe menos colones por cada dólar exportado (apreciación del colón) pero recibe

1 Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? 2006

2 Fondo Monetario Internacional (2016), Evaluación del Sector Externo de Costa Rica, Febrero 23-Marzo 7. Sin embargo, el mismo FMI llama la atención sobre el bajo crecimiento de la productividad del país. Selected Issues and Analytical Notes, mayo 2016, p. 74.

más dólares al aumentar la cantidad exportada por unidad de recursos productivos (mano de obra y capital) (aumento de la productividad)³.

Estudios de Ricardo Monge (2016) indican, sin embargo, que el aumento de la productividad en Costa Rica ha sido bastante menor que la de EE.UU., la de otros países desarrollados, así como también en el caso de algunas economías emergentes de Latinoamérica. En efecto, Monge (2016, p. 64) señala “Costa Rica’s productivity has been diverging in a sustained manner relative to Ireland’s and the Republic of Korea’s productivities (these are both emerging market economies), as well as vis-a-vis those of Japan, Finland, and the United States (world leaders in technology and knowledge), during almost the entire period of analysis. In other words, the productivity gap between these countries and Costa Rica is constantly increasing” y más adelante afirma (p. 115) “...in terms of productivity (as well as in terms of income per capita) Costa Rica is falling further behind the most technologically developed countries and other emerging-market countries, some of them from Latin America”.⁴

b) La posición del Banco Central

El BC reconoce que los empresarios reciben menos colones por cada dólar exportado como consecuencia de la apreciación. A la vez, de manera simultánea, los costos de producción de los exportadores (y de las empresas dedicadas a abastecer el mercado local) disminuyen. Esto por cuanto el precio en colones de insumos importados (materias primas, bienes intermedios, bienes de capital, combustibles) disminuye como efecto de la apreciación. De esta manera, tanto el ingreso como los gastos experimentan una caída, por ende, la competitividad nacional no tiene por qué desmejorar. Ahora bien, la reducción de los costos puede ser muy importante si la cantidad de recursos e insumos de origen nacional fuera insignificante y el componente importado, por consiguiente, muy considerable. Sin embargo, en la medida en que los recursos e insumos locales sean determinantes, entonces el costo de producción aumentaría, mientras los ingresos en colones disminuirían, con lo cual estas actividades sí enfrentarían una pérdida de competitividad efectiva.

Por otro parte, cabe preguntarse si en realidad el objetivo del BC consiste en mantener la estabilidad del tipo de cambio nominal, sin parar mientes en si el tipo de cambio se aprecia o se deprecia.

c) La posición de los empresarios

Los exportadores así como los empresarios cuya producción se destina al mercado interno, insisten en que la posición del BC no corresponde a la realidad. Los costos

3 Se supone que Costa Rica es un **price taker**: puede aumentar la cantidad exportada de un bien sin que el precio internacional disminuya. Las excepciones podrían ser el banano y la piña.

4 Ricardo Monge, Innovation, Productivity, and Growth in Costa Rica, IDB, January 2016.

de producción no han disminuido lo suficiente para compensar la caída en los ingresos. El argumento de estos empresarios se basa en varios hechos:

- El costo en colones del componente importado no se ha reducido ya que el mercado costarricense es relativamente pequeño y es abastecido por muy pocos importadores. Estos disfrutaban de una posición prácticamente monopólica de manera que la posible disminución del precio del componente importado se queda en el bolsillo de los importadores y no se refleja en los costos de producción del productor.
- El costo (tarifas) de los servicios públicos no depende del precio de importación, sino, en última instancia, de la fuerza de los sindicatos. Sobre todo después de que la Sala Constitucional ha obligado a Aresep a incluir en el cálculo de las tarifas la totalidad de los gastos contemplados en los convenios colectivos.
- Los empresarios, además, han hecho suya la afirmación del Editorial de la Nación (6 de agosto, p. 28A) en cuanto a que "... las tasas reales subieron más de lo necesario (o las tasas nominales no bajaron lo suficiente) y afectaron los costos de producción".

Dicho lo anterior, debe reconocerse que los exportadores no han suministrado información contundente para demostrar que sus costos unitarios de producción *FOB* no han disminuido, a pesar de la apreciación del colón. De igual manera, debe tenerse presente que el BC tampoco ha suministrado evidencia de que la disminución de los costos de producción, consecuencia de la apreciación del colón, haya compensado la reducción de los ingresos de los exportadores, resultado de la misma apreciación.

3. LA FLOTACIÓN ADMINISTRADA

El BC ha adoptado la flotación administrada del tipo de cambio nominal como base de su política cambiaria. De acuerdo con esta decisión, el BC permite la fluctuación del tipo de cambio en el mercado cambiario de acuerdo con la oferta y demanda de divisas. Interviene solo cuando las fluctuaciones las considera "violentas". El BC no ha explicado en qué consiste una fluctuación "violenta" (en la prensa también se ha hecho referencia a "oscilaciones bruscas" y a "brotos abruptos"). Tampoco ha dado a conocer las reglas aprobadas por la Junta Directiva para normar su intervención en el mercado cambiario. Ambos hechos obligan a los agentes económicos a tomar sus decisiones a oscuras, tratando de adivinar el comportamiento de BC. Está bien que el BC no enseñe **todas** sus cartas. De igual manera, no es conveniente que no enseñe **ninguna** de ellas. En este

caso, el BC bien puede haber hecho más luz en ambos temas, sin necesidad de enseñar todas sus cartas. Es interesante mencionar la opinión del FMI al respecto "...it would be desirable to establish a transparent rule governing interventions." (Costa Rica, selected issues and analytical notes-Country Report N° 15/30, Feb. 2015, p. 78). Evidentemente, los claroscuros son inevitables. Aquí, bien vale recordar aquello "ni tanto que queme al santo, ni tan poco que no lo alumbre".

El BC se muestra ufano por la manera como ha llevado a cabo su política cambiaria. Esta actitud encuentra asidero, en la estabilidad mostrada por el tipo de cambio nominal y por cuanto considera que el tipo de cambio está en equilibrio. Ambos planteamientos exigen varias observaciones.

a) En cuanto a la estabilidad del tipo de cambio se critica al BC por haberla logrado al permitir fluctuaciones solo dentro de un rango sumamente estrecho. Es realmente difícil concebir que esta sea la definición del BC de fluctuaciones "violentas". Tan estrecho ha sido el rango en que varía el tipo de cambio nominal que Francisco de Paula Gutiérrez (*La Nación*, 16 de junio 2017, p. 26A) ha considerado, correctamente, que si bien *de jure*, el régimen es de una flotación administrada, *de facto* se trata de un régimen de tipo de cambio fijo. Esta situación es altamente inconveniente para el país. Dos peligros deben apuntarse:

- Los agentes económicos asumen riesgos cambiarios de manera poco prudente, pues, para ellos el tipo de cambio prácticamente no variará o lo hará tan poco que endeudarse en dólares no representa un riesgo de consideración. Esta situación crea un serio problema para el país. El BC siembra tempestades. De hecho, se crea un círculo vicioso: cuanto más aumenten los riesgos cambiarios, mayor es la oposición de parte de los deudores, públicos y privados, con pasivos en dólares, cuando se deba ajustar el tipo de cambio y cuanto más se posponga este ajuste mayor es la acumulación de riesgos para el sistema financiero. El BC no pareciera estar preocupado por enfrentar las causas de esta situación. No le presta suficiente atención al peligro de la acumulación de riesgos cambiarios debajo de la alfombra. Esta actitud está equivocada. El BC se dispara a sus propios pies.
- Debe reconocerse otro peligro: la estabilidad del tipo de cambio, lograda por el BC, es un elemento esencial para propiciar la dolarización de la economía nacional. La estabilidad del tipo de cambio tal como lo entiende y lo practica el BC, en la actualidad, facilita el endeudamiento en dólares de los agentes económicos privados y públicos. Esto, sin embargo, cuando el BC, por otra parte, afirma estar decidido a "desdolarizar" la economía. No pareciera existir coherencia, entre ambas posiciones.

En vista de lo anterior se ha sugerido, insistentemente, por parte del FMI y de economistas nacionales, la necesidad de dar un golpe de timón. Es decir, permitir una mayor volatilidad del tipo de cambio. Así, el FMI indica "...consideramos que un incremento gradual en la flexibilidad del tipo de cambio, en línea con las intenciones del Banco Central, mejoraría la función del tipo de cambio en la absorción de choques y elevaría la conciencia de los participantes en el mercado sobre los riesgos en ambas direcciones en el mercado cambiario" (párrafo 14, Conclusiones Preliminares de la Misión de la Consulta del artículo IV de 2016).

Por su parte, varios economistas nacionales también han externado la misma opinión:

- Thelmo Vargas (2016) afirma: "En materia cambiaria, nuestras autoridades dan a la ciudadanía que representan mensajes contradictorios".
- Carlos Blanco (2016) y un grupo de economistas recomiendan "...procurar mayor transparencia y variabilidad (del tipo de cambio nominal) para que el sector privado internalice los riesgos inherentes al mercado cambiario..." *La Nación*, 23 junio 2016, p. 25A). El mismo grupo de economistas (2016) opinan necesario que el BC "... avance hacia más "flotación" y menos "administración" (Conclusiones del debate cambiario. *La Nación*, 13 julio, p. 22A).
- Rodrigo Bolaños (2016) indica por su lado que "...Se percibiría mejor el verdadero riesgo cambiario" *La Nación*, 3 julio, p. 24A).
- Francisco de Paula Gutiérrez (2016) opina: "Pasamos de un esquema con espacios de flotación, a uno de tipo de cambio virtualmente fijo...El problema es que la búsqueda de un tipo de cambio "estabilizado" se cubrió con el ropaje de una "flotación administrada" (*La Nación*, 16 junio, p. 25A).

De permitirse una mayor volatilidad del tipo de cambio nominal los agentes económicos, privados y públicos, no tendrían más remedio que tomar en cuenta el riesgo cambiario a la hora de tomar sus decisiones, es decir, al endeudarse en dólares. El BC lograría tres objetivos:

- evitar la acumulación de riesgos cambiarios debajo de la alfombra;
- disminuir la dolarización de la economía nacional; y
- fortalecer el sistema financiero al fomentar el mercado de coberturas cambiarias.

Recientemente, el BC permitió una mayor volatilidad del tipo de cambio, al permitir un aumento de alrededor de ¢10-¢12. No queda claro todavía el alcance de la decisión del BC:

- ¿Aumentar el rango actual de \pm ¢3 a otro de \pm ¢10-¢12?

- ¿Permitir un aumento una sola vez? Es decir estabilizar el tipo de cambio dentro del rango anterior, sea de $\pm 3\%$, pero a un nivel más elevado.
 - ¿Considerar el aumento del tipo de cambio como un hecho transitorio? El BC trataría entonces de “corregir” el nivel alcanzado disminuyéndolo al nivel anterior.
- b) En cuanto a la insistencia del BC acerca de que el tipo de cambio está en equilibrio, las dudas también afloran. Para reflejar a cabalidad la situación real de la economía, el precio de equilibrio en el mercado de un bien determinado, por ejemplo el del dólar, debe satisfacer dos condiciones, ambas necesarias. Primera, el precio debe resultar de la interacción entre oferentes y demandantes de forma tal que oferta y demanda se igualen. Segunda, ninguno de los participantes en el mercado de divisas –compradores y vendedores– debe tener suficiente poder para influir en la cantidad total ofrecida o demandada de dólares. Si esta segunda condición no se satisface el precio no responde, en realidad al de equilibrio por cuanto la cantidad ofrecida y la cantidad demandada no reflejan la situación del mercado. El equilibrio es ficticio.⁵

Ahora bien, en las circunstancias actuales esta segunda condición no se da:

- En cada uno de los últimos cuatro años, el Gobierno ha vendido mil millones de dólares, producto de la colocación de deuda pública en el exterior;
- Los intermediarios financieros, públicos y privados, han aumentado considerablemente sus pasivos en dólares;
- El BC, ante la posibilidad de que el volumen de las transacciones cambiarias del Sector Público tuviera un efecto desestabilizador en el mercado de divisas, decidió, acertadamente, asumir la función de agente de las instituciones públicas.
- Recientemente, se han dado ingresos significativos de capitales de dudosa procedencia.
- En los últimos seis meses, el Banco Central ha aumentado la oferta de dólares en aproximadamente 400 millones de dólares al utilizar sus reservas moneta-

5 Luis Loría ya había analizado este tema en su artículo en *El Financiero* (Nº 824, 27 de junio-3 de julio 2011) “El nivel del tipo de cambio”. El afirma que “...En el mercado cambiario costarricense, el nivel y las variaciones de tipo de cambio no se determina por la libre oferta y demanda” y además señala que “...la libre flotación de la moneda deja de ser una opción viable cuando el mercado cambiario es ineficiente” (pág. Opinión 45). Loria volvió sobre el mismo tema cinco años después en su artículo “Supuesto “crucial” de las conclusiones del debate cambiario” (*La Nación*, 22 julio 2016, p. 27A). Véase asimismo el artículo de Mauricio Jenkins “Tipo de cambio ¿en equilibrio?” (*La Nación*, 30 abril 2016, p. 28A).

rias internacionales para satisfacer la demanda del Sector Público, sin comprar divisas en el mercado cambiario, para resarcirse;

- El grupo de economistas encabezado por Carlos Blanco (2016) considera necesario "...revisar a la baja los límites de la posición patrimonial de los bancos en moneda extranjera y su variación diaria... El objetivo sería reducir su influencia en el mercado cambiario". (*La Nación*, 23 de junio, p. 25A). En otras palabras, se reconoce sin cortapisas la capacidad de algunos participantes en el mercado cambiario para modificar el precio (el tipo de cambio).

Así las cosas, dos puntos deben señalarse. *Primero*, es muy difícil aceptar que la actual estabilidad del tipo de cambio nominal represente una situación conveniente para el país, a la luz de la acumulación de riesgos cambiarios tanto en el sector público, como en el sector privado. *Segundo*, igualmente, es difícil aceptar que el precio de equilibrio –el tipo de cambio nominal– refleje adecuadamente el funcionamiento del mercado cambiario, dada la influencia, tanto del lado la oferta como del de la demanda que ejercen algunos participantes en el mercado de divisas. Se trata más bien de una "estabilidad" y de un "equilibrio" impuestos, en última instancia por el BC. Esto puede ser inconveniente o no para la economía nacional, según sean las circunstancias. Es indispensable, eso sí, precisar el alcance de los términos que se utilizan para evitar mal entendidos y errores innecesarios.

- c) El BC considera adecuado el nivel del tipo de cambio nominal. Esta posición el BC la sustenta en dos argumentos, a saber: primero el tipo de cambio nominal refleja el equilibrio del mercado cambiario; segundo, "...el tipo de cambio es congruente con el estado actual de los "fundamentales" de la economía "(Olivier Castro, (2016) *La Nación*, 4 marzo, p. 23A).

En los párrafos anteriores ya se ha explicado por qué el primero de esos argumentos no es correcto. En cuanto al segundo la información es insuficiente. En efecto, el alcance del concepto de los "fundamentales" de la economía no está nada claro. Las dudas son bien conocidas:

- ¿Cuáles elementos se toman en cuenta (y cuáles no) cuando se hace referencia a los "fundamentales" de la economía (uso de los recursos reales de la economía, es decir, la brecha del PIB; situación de las finanzas públicas; riesgo cambiario acumulado; criterio de las calificadoras de riesgo; definición de las reservas monetarias internacionales; endeudamiento externo del sector privado)?
- ¿Cuál es el peso relativo asignado a los diferentes elementos tomados en cuenta?
- ¿Cuándo se dirá que los "fundamentales" están en regla y cuándo no? ¿Cuándo varios de los elementos se desvían "ligeramente" de lo que consideran "normal",

o cuando algún elemento se desvía de manera “considerable”? ¿Por cuánto tiempo debe darse la desviación para juzgar si los “fundamentales” están en regla o no? ¿Existe un índice (¿trimestral?) sobre la evolución de “fundamentales”? Así, el uso del concepto de los “fundamentales” de la economía, bien puede llevar a graves errores de juicio, mientras no se aclare adecuadamente cuál es en realidad su significado y su alcance.

4. LA META DE INFLACIÓN Y LA TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

La fijación de metas de inflación y la flotación cambiaria administrada representan las dos columnas principales de la política del Banco Central.

La adopción de las metas de inflación, como base de la política monetaria, ha sido, a no dudarlo, una decisión de gran trascendencia. De hecho, la meta de inflación fijada por el Banco Central, cada año, es aquella que él considera como la más conveniente para la economía del país a la luz de las condiciones económicas internas y externas prevalentes, de acuerdo con la información disponible y con la capacidad de una maniobra del BC en su política monetaria. El Banco Central debe adecuar, por consiguiente, el uso de sus instrumentos para hacer todo lo posible por alcanzar su propia meta de inflación. Se trata de un compromiso con la ciudadanía. Los agentes económicos esperan que el Banco Central cumpla con su compromiso. Si el BC lo cumple, la meta de inflación representa un elemento de juicio de mucha trascendencia para la toma de importantes decisiones económicas y financieras por parte de los agentes económicos. Por el contrario, si el Banco Central, de manera reiterada, no lo cumple o varía la meta de inflación frecuentemente o adopta un margen de error muy amplio o un plazo para alcanzarlo demasiado extenso (¿“largo” plazo?) o, en fin, si no comunica al público, convincentemente, por qué no ha podido alcanzar la meta de inflación, entonces ella será de poca utilidad para la toma de decisiones de los agentes económicos. La confianza en el Banco Central se pondría en entredicho.

Durante los últimos 18 meses la inflación observada ha estado muy lejos de la meta de inflación del Banco Central. En el año 2015 la meta se estableció en un 3 por ciento \pm 1 por ciento y la inflación fue de -1 por ciento; para el año 2016 la meta también es de 3 por ciento \pm 1 por ciento y en los siete primeros meses la inflación acumulada en el año tan solo ha sido de 0,5 por ciento.

Ante esta situación, el Banco Central ha echado mano del principal instrumento a su disposición: la tasa de interés de política monetaria (TPM). Se trata de la tasa de interés a la cual el Banco Central está dispuesto a captar dinero de los bancos comerciales y

a hacerles préstamos a ellos a un plazo de 24 horas (*over night*). El Banco Central, de manera acertada, ha disminuido la TPM una y otra vez: en 2015 en ocho ocasiones hasta acumular 350 puntos base. (Banco Central, Programa Macroeconómico 2016-2017, p. 4).

La secuencia esperada, como consecuencia de la disminución de la TPM, es bien conocida:

- La disminución de la TPM influiría en la curva de rendimientos, es decir, en la tasa de interés del mercado financiero a plazos mayores al de 24 horas, por ejemplo a 3, 6, 12 meses y más.
- La disminución de las tasas de interés abarataría a los bancos comerciales el costo de captar fondos, así sus tasas de interés pasivas serían menores.
 - La disminución de las tasas de interés pasivas permitiría a los bancos comerciales, a la vez, disminuir sus tasas activas. Así, los bancos podrían ofrecer créditos al público a una menor tasa de interés.
- Al disminuir el costo del crédito aumentaría la demanda por parte del público ya sea para propósitos de consumo (crédito personal) y del financiamiento de las empresas (crédito corporativo).
- El aumento del consumo y de la inversión reactivaría la demanda interna y el crecimiento de la economía.
- La disminución de la TPM continuaría hasta cuando comiencen a aflorar las presiones inflacionarias.

El proceso permitiría al Banco Central lograr dos objetivos: primero reducir la brecha entre el PIB observado y el PIB potencial y segundo, alcanzar su meta de inflación.

Sin embargo, la realidad no ha correspondido a esta secuencia, las razones son varias:

- La decisión de disminuir la TPM fue tomada tardíamente o resultó insuficiente.
- La menor TPM no logró disminuir la tasa de interés pasiva de los bancos comerciales (el costo del “fondeo”).
- Aun cuando esta última efectivamente hubiera caído, los bancos comerciales no disminuyeron su tasa de interés activa.
- Aun si los bancos comerciales hubieran disminuido la tasa activa bien pudo suceder que el público no aumentara la demanda de crédito.
- Aun cuando el crédito sí hubiera crecido los clientes pudieron utilizarlo no para aumentar la producción sino para otros propósitos como, por ejemplo, readecuar sus deudas, entonces la economía nacional no se habría reactivado.

En conclusión, el resultado de la disminución de la TPM no fue el esperado⁶. Esto a pesar de que el instrumento utilizado haya sido el indicado y se hubiera utilizado de manera correcta. No se trata de abandonar el uso de la TPM, sino de reconocer la necesidad de utilizar, además, otros instrumentos, por ejemplo, la compra de divisas cuando la inflación observada estaba lejos de la meta del BC.

Podría considerarse que la TPM es un instrumento cuyo propósito consiste en influir en el comportamiento de la inflación cuando hay factores internos de por medio que lo justifiquen. Si este es el caso surge de inmediato la pregunta de si la meta de inflación fijada por el BC se refiere también solo a la inflación originada en factores internos. Entonces razón de más para que cuando la inflación se deba a factores externos el BC no utilice la TPM, sino eche mano a otros instrumentos de política monetaria como la compra de divisas o el aumento del *loan to value*, por ejemplo.

Cabe preguntarse, sin embargo, si el propósito del BC ha consistido en realidad en cumplir su compromiso de alcanzar su meta de inflación y de reducir la brecha entre el PIB potencial y el PIB observado. En efecto, salta la duda de ¿hasta dónde su verdadero objetivo consiste, simplemente, en disminuir lo más posible la inflación, coincida o no con su meta de inflación? Máxime cuando el presidente del Banco Central (2016) ha externado su criterio al respecto, sin ambages: “Mientras esté por debajo (la inflación) nosotros estamos tranquilos; si va a ser 1 por ciento o 1,5 por ciento, no hay que preocuparse”, (*El Financiero* 12-18 set. 2016, p 14).

5. EL TIPO DE CAMBIO REAL

El tipo de cambio real (TCR), definido como el precio relativo de los bienes “transables” y los bienes “no-transables”⁷ (Banco Central, 2014, p. 1), es un elemento determinante de la mayor o menor competitividad de los bienes producidos en el país y en los mercados internacionales. El comportamiento del TCR –evolución y volatilidad– tiene, por ende, un efecto muy importante en el crecimiento económico y la estabilidad ma-

6 Esta conclusión no es algo nuevo. En efecto, al menos desde 1957, ya se ponía en tela de duda la eficacia de la TPM como el instrumento primordial de la política del BC. Al respecto puede consultarse el párrafo 487 del Report on the committee on the Working of the Monetary System, conocido como el Radcliffe Report, 1957, Her Majesty’s Stationary.

7 De manera más concreta”... El TCR entre las monedas de dos países es un indicador de los precios de una canasta de bienes y servicios de un país, en relación con la de otro país” (BCCR, Nota Técnica 2014, Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral con ponderadores móviles”, nota 2, p. 1). Puede consultarse también a Sebastian Edwards (1989), Real Exchange Rates in Developing Countries: Concepts and Measurement, NBER Working Papers Series N° 2950.

croeconómica de la economía nacional.⁸ De ahí la importancia de darle seguimiento a la evolución del TCR.

Para Edwards (1978), en esencia, el TCR es de equilibrio cuando se satisfacen, simultáneamente, dos condiciones: el equilibrio interno y el equilibrio externo de la economía. El equilibrio interno se da cuando la brecha del producto es cero y no se generan presiones inflacionarias o deflacionarias. A la vez, el equilibrio externo se logra si la cuenta corriente de la balanza de pagos se puede financiar con flujos de capital de largo plazo.⁹ (Edwards, citado por BCCR, 2014, pp. 9-10).

Dos temas deben abordarse. De un lado, el cálculo del TCR y del otro, el comportamiento del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE).

Ambos temas presentan problemas metodológicos cuya solución plantean serias dificultades.

a) El tipo de cambio real (TCR)

El BCCR (2015) considera que “...no se observa que el indicador del tipo de cambio real se encuentre fuera de la zona de equilibrio para el periodo 1992-2015¹⁰”. Debe mencionarse, sin embargo, que las variables para estimar el TCR difieren, con frecuencia, entre los autores. En el Cuadro 1 puede apreciarse esta afirmación. Por consiguiente, no es de extrañar que el TCR sea diferente, de acuerdo con las variables tomadas en consideración así como la importancia relativa que se dé a cada una de ellas.

Desde el punto de vista de las medidas de política que han de tomarse dos decisiones revisten especial importancia, a saber: primera, el período durante el cual se lleva a cabo el análisis y segundo, si el cambio que experimentan las variables, en el transcurso del tiempo, deben considerarse como transitorio o bien como permanente.

8 Barry Eichengreen (2008), *The Real Exchange Rate and Economic Growth*, Working Paper N° 4. Commission on Growth and Development.

9 Sobre las dificultades de este tema, James Meade ya había llamado la atención en su artículo *The Meaning of “Internal Balance”*, *The Economic Journal*, September 1978, pp. 723-435.

10 José Pablo Barquero Romero y Evelyn Muñoz Salas, *Costa Rica: tipo de cambio real y zona de equilibrio* (junio 2015), BCCR, Documento de Trabajo DT-06-2015, Departamento de Investigación Económica, División Económica, p. 11. Debe tenerse también en cuenta, por otro lado, que el índice mensual del tipo de cambio efectivo real multilateral con ponderaciones móviles, para el periodo 2010-2016 ha sido, persistentemente, subvaluado. Véase el cuadro adjunto a la Nota Técnica del BCCR (2014).

Cuadro 1
VARIABLE DETERMINANTE DEL TIPO DE CAMBIO REAL

Variables	Torres	Barquero Muñoz	FMI (2006)	Edwards
Flujos de IED	X			
Productividad media del trabajo en el sector transables y no transables	X	X	X	
Términos de intercambio internacionales	X	X	X	
Gasto del consumo final de gobierno general	X	X	X	
Diferencia entre tasas de interés locales y externas		X		
Déficit de cuenta corriente		X		
TBP, fin de año		X		
Libor, 6m, fin de año		X		
Inflación interanual CR, dic.		X		
Inflación internacional de socios comerciales, dic		X		
Activos externos netos			X	
Índice de restricción comercial			X	
Controles de precios			X	
Impuestos de importación				X
Impuestos de exportación				X
Tasas reales de interés				X
Controles de capital				X
“Así sucesivamente”				X

b) La zona de equilibrio del TCR

El BCRR ha considerado necesario analizar la evolución del TCRE en un periodo que abarque varios años. Para este propósito el BCCR determinó una zona de equilibrio cuya amplitud es de 7½ por ciento hacia arriba y de 7½ por ciento hacia abajo. Por consiguiente, el TCRE puede variar dentro un rango de 15 por ciento. Así, “... si el TCR observado está contenido en esa zona se considera que está en equilibrio” (Barquero y Muñoz 2015, p. 11), es decir, cuando está fuera de la zona entonces no es de equilibrio.

El tema principal, por consiguiente, se refiere a la decisión acerca de cuál debe ser la amplitud de la zona de equilibrio. En efecto, si la amplitud, en vez de 15 por ciento (7½ por ciento hacia arriba y de 7½ por ciento hacia abajo) como lo decidió el BCCR, fuera, por ejemplo, de 10 por ciento (5 por ciento para arriba y 5 por ciento para abajo), entonces el TCR no hubiera estado en equilibrio. Asalta la duda de ¿hasta dónde es razonable tomar una decisión de tanta trascendencia –la amplitud de la zona de equilibrio– basada en una consulta al señor Nicolás Izaguirre tal como se indica en la nota 10 (p. 11) del documento ya mencionado de José Pablo Barquero Romero y Evelyn Muñoz Salas?

6. LA DEVALUACIÓN MONETARIA Y EXPORTACIONES

Ciertos grupos de exportadores opinan que el Banco Central debe permitir que el colón se devalúe a fin de compensar, al menos parcialmente, la apreciación acumulada de la moneda nacional. De esta manera, sería posible restablecer la competitividad de las exportaciones costarricenses. El BC no ha aceptado este planteamiento. Su argumento es conciso: la medicina es poco efectiva y rápidamente resulta peor que la enfermedad, en efecto:

- el componente importado de los costos de producción de los exportadores aumentaría rápidamente;
- los deudores en dólares se verían perjudicados; y
- el déficit fiscal aumentaría.

Por consiguiente, el efecto negativo de la devaluación "... al cabo de unos meses terminaría compensando el efecto inicial sobre el tipo de cambio real" (Barquero y Muñoz, 2015, p. 12.). Y más adelante se afirma que "...incrementos en el tipo de cambio nominal no necesariamente van acompañados de movimientos en el mismo sentido en el tipo de cambio real, pero sí tiene un efecto no deseado en términos de inflación" (Barquero y Muñoz, 2015 p. 16).

Por su parte, el FMI realizó dos cálculos sobre los efectos de una devaluación del colón de 5 por ciento y otra de 20 por ciento. En el primer caso, el resultado es satisfactorio desde el punto de vista de las exportaciones y del PIB; en el segundo caso es negativo. Esto último debido al aumento en la tasa de interés (300 puntos base) consecuencia de la devaluación lo cual impediría a muchas personas y empresas pagar sus deudas en dólares y en colones (FMI, Costa Rica, Selected issues and analytical notes, Country Report N° 16/132, May 2016, pp. 6-7)

Ahora bien, está claro que la competitividad del país no depende solo de la política del BC. Las decisiones de otras instituciones desempeñan un papel decisivo. Ello, sin embargo, no es óbice para reconocer que algunas decisiones del BC como por ejemplo, las relacionadas con el tipo de cambio, las tasas de interés y la liquidez bien pueden apuntalar o socavar la competitividad del país. Además, y este es el punto principal de la discusión, ¿hasta dónde el BC debe aprovechar el margen de maniobra disponible cuando las condiciones lo permitan? En especial en las circunstancias prevalecientes en los últimos 18 meses, a saber: la baja inflación, la existencia de la brecha del PIB, el desempleo aproximado de 10 por ciento, el nivel satisfactorio de las RMI y el comportamiento de los términos de intercambio. El margen de maniobra bien puede no ser apreciable y además el resultado transitorio. ¿Es este, sin embargo, motivo para no aprovecharlo?

El tema de la relación entre la devaluación cambiaria y las exportaciones ha sido tratado, recientemente, por el FMI. El estudio del FMI, *World Economic Outlook* de octubre de 2015 indica:

“Historical experience in advanced and emerging market and developing economies suggests that exchange rate movements typically have sizable effects on export and import volumes” (p. 105). “The results confirm that exchange rate changes have strong effects on export and import prices” (p. 122). “The chapter also finds that there is little evidence of a trend toward disconnect between exchange rates, trade prices, and trade volumes over time” (p. 122). Este resultado debe tomarse en consideración cuando se toman decisiones sobre este tema.

7. LA DOLARIZACIÓN

El BC ha mostrado preocupación por el grado de “dolarización” actual de la economía nacional. Su objetivo declarado consiste en “desdolarizar”, cuanto antes, la economía del país.

Durante el último cuarto de siglo, Costa Rica ha mantenido abierta su cuenta de capitales, a pesar de los vaivenes de la economía internacional.

Las ventajas para el país han sido muy significativas:

- Se ha obligado a los intermediarios financieros nacionales, concretamente, a los bancos comerciales privados y públicos, a competir con los del extranjero. Esto ha permitido a los ahorrantes del país a diversificar su cartera de activos y a los usuarios de crédito la de sus pasivos.
- Se ha facilitado la llegada de la IED. En efecto, una condición necesaria para establecerse en el país consiste en poder salir de él sin contratiempos cuando se considere conveniente. Difícilmente, la IED es atraída a un país del cual no se pueda salir sin trabas. La atracción de la IED depende, en buena medida, de la posibilidad de poder sacar su capital del país cuando sea el caso.
- Un país con el nivel de desarrollo económico de Costa Rica requiere del ahorro externo para complementar su ahorro interno. Es decir, necesita que el resto del mundo lo financie mediante inversiones y préstamos y no, al revés, que Costa Rica más bien financie a otros países.

El problema no surge por la llegada al país de capitales cuyo propósito consiste en aumentar la producción nacional de bienes y servicios. El problema se origina con la llegada de los llamados capitales “golondrina”. Estos se concentran en transacciones financieras como la compra y venta de bonos y acciones. Los problemas que presentan estos capitales se refieren tanto al monto apreciable de las transacciones como de la

rapidez con que entran y salen de un país. Los movimientos de capitales “golondrina” han originado graves problemas en no pocos países. Por ello es importante poner atención a sus movimientos.

Ahora bien ¿por qué vienen? Dos factores son esenciales: el diferencial de tasas de interés entre Costa Rica y los mercados financieros internacionales y el riesgo cambiario en que incurren cuando vienen al país. Cuanto mayor sea el diferencial y menor el riesgo cambiario, más atractivo será el ingreso de este tipo de capitales.

En cuanto al diferencial de tasas de interés, no es mucho lo que el BC puede hacer. De hecho, el BC no tiene influencia alguna en la tasa de interés en el exterior. En cuanto a la tasa de interés en el mercado financiero interno, en las circunstancias actuales, el déficit fiscal limita la posibilidad del BC de modificarla. Por el contrario, el BC sí puede actuar en relación con el tipo de cambio; sin embargo, se encuentra en una encrucijada: por un lado desea evitar el ingreso de capitales “golondrina” pero, por otro, propicia su llegada dada su decisión de mantener un tipo de cambio nominal para efectos prácticos fijo.

En relación con las posibles medidas a fin de evitar la entrada de capitales “golondrina” existe una amplia gama de posibilidades (encajes, impuestos, registros, autorizaciones previas, etc.). Su uso, empero, presenta el peligro de obstaculizar el ingreso de los capitales extranjeros necesarios para el desarrollo del país o peor aún a forzar a los costarricenses a trasladar y mantener sus inversiones financieras en Miami o en Panamá.

8. LAS RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES ¿NUEVO INSTRUMENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA?

Originalmente, las RMI desempeñaban dos funciones bien definidas:

- a) Servir de capital de trabajo del BC; y
- b) Cumplir la función de “blindaje”: las RMI se utilizan para hacer frente a la demanda extraordinaria de divisas cuando ocurren acontecimientos inesperados, de origen interno o externo.

Ahora, el BC, además de las dos funciones anteriores, añade una tercera, a saber: utilizar las RMI como instrumento de su política monetaria y cambiaria. En otras palabras, para incidir en el tipo de cambio.

El BC lo ha hecho así durante los últimos meses. En efecto, el BC le ha vendido varios centenares de millones de dólares a las entidades del Sector Público utilizando sus propias RMI. Esto sin que el BC saliera a comprar divisas para resarcirse. Es decir, el BC ha

aumentado la oferta de divisas en el mercado cambiario. De no haber actuado de esta manera, el tipo de cambio nominal, sin duda, hubiera aumentado. Congruente con esa posición, Olivier Castro (2016), afirmó sin ambages "... Las reservas son parte del instrumental del Banco Central", *La Nación* (15 de junio, p. 20A).

Así, el BC ha aumentado su "caja de herramientas". Esta decisión es acertada. El BC adquiere así mayor flexibilidad para alcanzar sus objetivos. Todo depende de cómo utilice este instrumento. Para bien, cuando el propósito del BC sea neutralizar ingresos de capital "anormales" e "indeseables". Mediante esta medida, se evita la apreciación del colón y su efecto negativo sobre la competitividad de la economía nacional. Los siguientes son ejemplos de este tipo de ingresos de capitales, situaciones que de todas maneras deberían evitarse:

- endeudamiento externo del gobierno para financiar gastos corrientes;
- aumento de pasivos externos de los bancos comerciales, privados y públicos, con el fin de aumentar de manera "excesiva" el crédito al sector privado más allá de las previsiones contempladas en el Programa Macroeconómico del BC;
- ingresos "significativos" de capitales de origen desconocido cuya participación en el mercado de divisas se refleja en el precio de los activos financieros (bonos, acciones) en la Bolsa de Valores o el financiamiento por ejemplo, de un "boom" inmobiliario.
 - Para mal, si el BC utiliza el nuevo instrumento para impedir por ejemplo, la volatilidad "razonable" del tipo de cambio nominal o la devaluación del colón cuando la moneda nacional se ha apreciado y el BC dispone de margen de maniobra para hacerlo.

Dos observaciones adicionales son importantes:

- a) Es importante la transparencia con la cual el BC utilizará este instrumento. Como es sabido, en el caso de la flotación administrada, el BC no ha dado a conocer sus reglas de intervención ¿procederá de igual manera en cuanto al uso de las RMI?
- b) Consideración debe darse también al posible conflicto cuando se utiliza un instrumento para alcanzar dos objetivos. Concretamente, el uso de las RMI para lograr un "blindaje" adecuado y el uso como instrumento de política cambiaria.

9. REFLEXIÓN FINAL

En el periodo de 24-30 meses que cubre este documento, los desequilibrios de la economía internacional han sido anormalmente severos y muy significativos: tasas de interés prevalecientes en los mercados financieros cercanos a cero; inflación internacional lejos de la meta del 2 por ciento anual de las principales economías del mundo; los precios del petróleo y de las materias primas sumamente bajos. Ante estas circunstancias, el tema esencial consiste en preguntarse si el BC no debería haber aprovechado su margen de maniobra como una oportunidad de oro para adoptar una política mucho más proactiva. Concretamente:

- a) Lograr una mayor volatilidad del tipo de cambio nominal. De esta manera, la flotación administrada no hubiera resultado, para efectos prácticos, en un régimen cambiario de tipo de cambio fijo. También, se hubiera evitado la acumulación de riesgos cambiarios y frenado la dolarización del sistema financiero.
- b) Mejorar el funcionamiento del mercado cambiario, gracias a un mayor control sobre los principales participantes en este mercado. Así, la oferta y demanda de divisas reflejaría un mercado más competitivo. Por ende, el precio de equilibrio –el tipo de cambio nominal– correspondería, mejor a la verdadera situación de la economía nacional.
- c) Utilizar de forma más activa las reservas monetarias internacionales como instrumento activo del BC. Ello con el propósito de:
 - Reforzar el “blindaje” del BC; y
 - neutralizar, en buena medida, el efecto perjudicial (la apreciación del colón) de ingresos elevados de capitales “golondrina”, sobre todo cuando se trata de financiar el déficit fiscal.
- d) Establecer la meta de inflación como un verdadero compromiso del BC con los ajustes económicos y con el país en general. Se obtendrían dos ventajas. De una parte, aumentar la confianza de los agentes económicos en el comportamiento del BC. De otra, se aclararían los “nublados del día” en cuanto a si el objetivo del BC, en vez de cumplir con la meta de inflación consiste, de hecho, en que la inflación observada fuera la más baja posible, haciendo caso omiso de la meta de inflación.
- e) Reconocer que el uso del instrumento de la tasa de interés de política económica no cumplía, por sí solo, el propósito de reactivar la economía del país. En consecuencia, se hubieran utilizado otros instrumentos para alcanzar el objetivo deseado, como por ejemplo el manejo de las RMI o el *loan to value*.
- f) Incorporar de *facto* la estabilidad del sistema financiero como objetivo primordial del BC a la par de la estabilidad de precios. La última gran crisis económica

internacional ha puesto en evidencia, una vez más, cómo ellas se originan con frecuencia, en la inestabilidad del sistema financiero y no en las presiones inflacionarias causadas por la política del BC.

Por eso la política macroprudencial (estabilidad del sistema financiero) debe formar parte integral y permanente de la política del BC. No se trata solo de que el BC tenga dos objetivos y dos instrumentos, sino de reconocer que la estabilidad del sistema financiero es una condición necesaria para alcanzar el objetivo de la estabilidad de precios.

Ahora bien debe reconocerse que la ventana de oportunidades para el BC es transitoria. Ciertamente, las circunstancias favorables pueden cambiar rápida e inesperadamente y con ello su margen de acción disminuir o aun desaparecer. Además, las pérdidas financieras del BC representan, sin duda, un obstáculo a la hora de formular sus políticas. Ello no significa, sin embargo, que el BC tuviera sus manos atadas, es decir condenando el inmovilismo. Ni lo uno, ni lo otro hubiera sido razón suficiente para impedir al BC haber hecho bastante más a fin de aprovechar las oportunidades que se le presentaron en los últimos 24-30 meses. En síntesis el BC hubiera logrado:

- Evitar la acumulación de riesgos cambiarios.
- Alcanzar las metas de inflación.
- Detener la apreciación del colón
- Neutralizar el ingreso de capitales “indeseables”.
- Aumentar el “blindaje”.
- Reducir la brecha entre el PIB potencial y el PIB observado.

Lo anterior con consecuencias positivas en la tasa de crecimiento económico y el nivel del empleo.

10. Comentarios adicionales

- a) En estas páginas se han planteado varios temas significativos en torno a la política monetaria y cambiaria. Otros puntos también importantes han quedado en el tinte-ro, entre ellos quizás los de mayor trascendencia, desde el punto de vista del BC y del país, se refieren a la estabilidad del sistema financiero y a la modernización de los intermediarios financieros.

La estabilidad del sector financiero ha cobrado singular importancia, sobre todo a la luz de la crisis de 2008. En realidad, el desvelo del BC por evitar crisis originadas

en el sistema financiero iguala al reto de asegurar la estabilidad de precios, es decir alcanzar la meta de inflación. Cabe preguntar:

- ¿Cuál es el propósito –el objetivo– del BC en relación con la estabilidad del sistema financiero?
- ¿Cuáles son los instrumentos del BC para llevar a cabo su política macroprudencial?
- ¿Cómo lograr la debida coordinación de las políticas para alcanzar ambos objetivos: la estabilidad financiera y la estabilidad de precios? Esto por cuanto ambos objetivos pueden ser complementarios, pero no siempre es el caso. Esta es precisamente la encrucijada compleja que enfrenta, con frecuencia, el BC ante la necesidad insoslayable de tratar de alcanzar ambos objetivos.

El proceso de modernización incluye: dar prioridad a la gestión de riesgos, promover la competencia, mejorar la función de intermediación financiera (segura, rápida y barata); multiplicar los servicios a los clientes y evitar la especulación cambiaria de parte de los intermediarios financieros. Para ello es necesario contar con capacidad empresarial, recursos humanos, tecnologías avanzadas y accionistas dispuestos a arriesgar su capital. Es esencial no perder de vista que lo anterior puede lograrse solo si la rentabilidad del sector financiero, dado determinado nivel de riesgo, es al menos semejante a la de otros sectores de la economía nacional. En caso contrario, los accionistas, actuales y potenciales, no invertirían su capital en el sector bancario, sino en otras actividades. En este caso, se entorpece la modernización del sector bancario.

Desde la óptica del BC el propósito consiste en llevar a cabo la necesaria regulación y supervisión a fin de evitar las crisis bancarias, sin por ello “apretar” a los bancos demasiado y poner en peligro su rentabilidad (evitar la emigración de accionistas, empresarios y recursos humanos del sector bancario a otras actividades). Si el balance razonable entre ambos objetivos no se logra se dificulta al BC (y al CONASSIF) alcanzar sus objetivos.

- b) Los puntos de vista sobre los temas comentados en las secciones anteriores plantean una serie de interrogantes:
- ¿Esconde la estabilidad del tipo de cambio nominal serios riesgos cambiarios, lo cual representa un grave peligro para la misma estabilidad?
 - ¿Refleja el equilibrio del mercado cambiario realmente un funcionamiento adecuado?
 - ¿Está seriamente comprometido el BC en alcanzar su propia meta de inflación?

- ¿Debería la TPM complementarse con otro (s) instrumento (s)? En caso afirmativo ¿Cuáles serían esos instrumentos? ¿Podría ser el uso de las RMI uno de ellos?
 - ¿Debe o no el BC utilizar su margen de maniobra, al menos transitoriamente, para alcanzar la meta de inflación y reducir la brecha del PIB?
 - ¿Puede el BC evitar el ingreso de capitales “golondrina”? ¿Cuáles serían los instrumentos a utilizar o las medidas a tomar por parte del BC, sin poner en riesgo el ingreso de los capitales necesarios para promover el crecimiento económico del país?
 - ¿Ha decidido el BC utilizar las RMI como un instrumento para influir en el tipo de cambio? ¿Cuáles serían, en este caso, las reglas para normar el uso de este instrumento?
- c) Ante interrogantes como las anteriores caben diferentes reacciones.
- Algunas personas no encuentran sentido en dedicar esfuerzo para dar respuesta a las preguntas mencionadas. De hecho, no debe gastarse pólvora en “zopilotes”. Dado el actual modelo de desarrollo los problemas del BC no tienen compostura. Una cirugía mayor es inevitable. El cambio ha de ser radical, profundo e integral¹¹.

Desde este punto de vista existen dos vertientes. Primera, ¿debe procederse a la dolarización de la economía *de jure* y prescindirse del BC? Segunda, ¿se debe establecer un nuevo BC sometido al control político como actualmente sucede en Caracas?
 - Por otra parte, habrá quienes consideren que esas preguntas ya han sido respondidas. Que no hay mucho más que discutir. Que el debate está cerrado. Que se ha llegado a conclusiones definitivas.
 - Para otras personas, por el contrario, los temas todavía están sobre la mesa. Es más, existen diversas respuestas, no solo una. Las posibilidades y las opciones son varias. Los argumentos y contraargumentos van y vienen. El diálogo y el intercambio de puntos de vista divergentes enriquecen la discusión. Por eso creer haber alcanzado conclusiones definitivas es sin duda precipitado y hasta cierto punto pretencioso. Se trata de una vana ilusión.
- d) Debe reiterarse, una y otra vez, que el BC actúa siempre en condiciones de incertidumbre. Debe navegar en aguas procelosas y con frecuencia desconocidas. Los nubarrones que presagian la tormenta siempre están ahí, en el horizonte. La próxima

11 Posición, esta relacionada con la izquierda “rupturista” (Constantino Urcuyo Fournier. De populismos, rupturismo e izquierdas, Revista Ciencias Económicas 26, N° 1. 2008)

crisis está a la vuelta de la esquina. Ya sea por causas externas sobre las cuales el BC no puede influir o por factores internos sobre los cuales sí tiene influencia. Como sucede en todo emprendimiento humano, cometer errores en el BC es inevitable ya sea por falta de información, grados de discrecionalidad, interpretación equivocada de la realidad, falta de conocimientos y de experiencia, entre otros. Por ello políticas hoy acertadas, mañana, cuando las condiciones cambien, ya no lo serán.

Resultados inesperados, consecuencias de las medidas del BC, siempre se darán. Enmarcar el ajeteo cotidiano, es decir las acciones de corto plazo, dentro de una visión de largo plazo es una tarea compleja e incierta. Así, el BC muchas veces se ve obligado a adoptar decisiones que bien hubiera preferido no tomar. Stanley Fischer, con la experiencia de los años, insiste en que los banqueros centrales nunca deben decir nunca pues no saben que les deparará el mañana.

La tarea del BC requiere tanto de la ciencia (modelos, proyecciones, probabilidades) como del arte (prudencia, sentido de proporción y de oportunidad). Ambos son indispensables. El balance entre ambos, si bien indispensable, es muy escurridizo.

- e) Al calor de la discusión, algunas verdades de Perogrullo, con frecuencia, se pasan por alto:
- Las intervenciones del BC tienen costos para él y para la sociedad. No hay almuerzo gratis. Los costos pueden incidir en el déficit del BC y por ende, en el déficit consolidado del Sector Público.
 - Las medidas del BC, se quiera o no, tienen consecuencias para diferentes grupos sociales: algunos de ellos se benefician –los “ganadores”– otros se perjudican –los “perdedores”. Esto debe ser considerado por el BC a la hora de tomar sus decisiones.
 - El BC, en algunos casos, actúa “contra el viento”, en otras circunstancias, a “favor del viento”. Depende de la evolución –ascendente o descendente– del ciclo económico. El objetivo del BC siempre es el mismo: sus medidas deben tener el máximo efecto posible sobre las variables reales de la economía (producción, empleo).
 - El BC no juega el partido solo. En la cancha están presentes otros jugadores (políticos, grupos de interés) cuyos objetivos y propósitos son diferentes de los del BC. Ignorarlos no tiene sentido. De alguna manera, es necesario tenerlos en cuenta y establecer las debidas relaciones con ellos. Además, no debe perderse de vista que los banqueros centrales, como seres humanos, son propensos a caer, como dice Rodrik, en la tentación de creer que saben mucho más de lo que en realidad saben.

11. BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central, Programa Macroeconómico 2016-2017, p. 4
- Banco Central de Costa Rica. Nota Técnica 2014, Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral con ponderadores móviles”, nota 2, p. 1).
- José Pablo Barquero Romero, y Muñoz Salas, Evelyn (2015) Costa Rica: tipo de cambio real y zona de equilibrio (junio 2015), BCCR, Documento de Trabajo DT-06-2015, Departamento de Investigación Económica, División Económica.
- Carlos Blanco y otros. Opuestos a una devaluación arbitraria. *La Nación*, 23 junio 2016, p. 25A.
- Carlos Blanco y otros. Conclusiones del debate cambiario. *La Nación*, 13 julio, 2016, p. 22A
- Rodrigo Bolaños. Tipo de cambio de equilibrio y la política del BCCR, *La Nación*, 3 julio 2016, p. 24A
- Olivier Castro, El BCR no debe tomar acciones dirigidos a un sector en particular, *La Nación*, 15 junio 2016, p. 20A.
- Olivier Castro, Banco Central, inflación y crecimiento económico, *La Nación*, 4 marzo 2016, p. 23A.
- Olivier Castro, Entrevista, *El Financiero*, 12-18 setiembre 2016, p. 14.
- Sebastian Edwards, Real Exchange Rate in Developing Countries: Concepts and Measurement, NBER Working Paper Series a N° 2950, 1989. p. 10.
- Fondo Monetario Internacional. Costa Rica, selected issues and analytical notes. Country Report N° 15/30, Feb.2015, p. 78.
- Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, 2015.
- Fondo Monetario Internacional, Selected Issues and Analytical Notes, May 2016, p. 74.
- Fondo Monetario Internacional, Evaluación del Sector Externo de Costa Rica, febrero 23 - marzo 7, 2016
- Fondo Monetario Internacional, Conclusiones Preliminares de la Misión de Consulta del art. 10 de 2016.
- Fondo Monetario Internacional, Methodology for CGER Exchange Rate Assessments, 2016, p. 14.
- Francisco de Paula Gutiérrez ¿Flotación Administrada? *La Nación*, 16 junio 2016, p. 25A.
- Mauricio Jenkins, El tipo de cambio ¿en equilibrio?, *La Nación*, 30 abril 2016, p. 28A.
- La Nación* Editorial, Retorno de la Inflación, 6 de agosto, p. 28A.
- Luis Loría, El nivel del tipo de cambio, *El Financiero*, N° 824, 27 de junio - 3 de julio, 2011.
- Luis Loría, Supuesto “crucial”, *La Nación*, 22 julio, 2016, p. 27A.
- Ricardo Monge, Innovation, Productivity, and Growth in Costa Rica, IDB, January, 2016.
- Dani Rodrik, Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion?, 2006.

Carlos Torres Gutiérrez. Tipo de Cambio Real de Equilibrio para Costa Rica: Enfoque “Behavioral Equilibrium Exchange Rate “(BEER). Periodo 1991 q 1-2009 q 2, BCCR, Documento de Investigación 08-2009, p. 26.

Constantino Urcuyo Fournier, De Populismo, rupturismo e izquierdas, Revista Ciencias Económicas 26, N° 1 2008.

Thelmo Vargas. El rumbo del tipo de cambio, *El Financiero* N° 1091, 29 ago - 4 Set 2016, p. 28.