



academia
DE CENTROAMERICA



Recesión con estabilidad: Realineando la senda hacia el futuro

**Editores: Luis Mesalles
Oswald Céspedes**

ESTUDIO ANUAL 2010

**RECESIÓN
CON ESTABILIDAD:
REALINEANDO LA SENDA
HACIA EL FUTURO**

Luis Mesalles y Oswald Céspedes
EDITORES



330.97286

R292r

Recesión con estabilidad : realineando la senda hacia el futuro / [editado por] Luis Mesalles y Oswald Céspedes. -- San José, C. R. : Academia de Centroamérica, 2010.
xxx, 392 p. : il. ; 23 cm.
(Estudio anual ; 2010)

ISBN 978-9977-21-091-9

1. ECONOMÍA - COSTA RICA. 2. CRISIS ECONÓMICA - COSTA RICA. 3. ESTABILIDAD MONETARIA - COSTA RICA. 4. POLÍTICA MONETARIA. 5. POLÍTICA FISCAL. I. Mesalles Jorba, Luis. II. Céspedes, Oswald. III. Academia de Centroamérica. IV. Título. V. Serie.

Diagramación: Luis Fernando Quirós Abarca
Diseño de portada: José Miguel Redondo Leandro
Asistente de edición: Adrián Pacheco Umaña

Los trabajos firmados que se incluyen en esta publicación son de responsabilidad exclusiva de los autores y no reflejan necesariamente el criterio de la Academia de Centroamérica ni el de sus patrocinadores.

Primera edición:
© Academia de Centroamérica
San José, Costa Rica, 2010

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

Con el patrocinio de:



CONTENIDO

<i>Índice de cuadros, gráficos, figuras y recuadros</i>	X
<i>Presentación</i>	XVII
<i>Autores y comentaristas</i>	XXV
<i>Siglas y acrónimos</i>	XXVII

Primera Parte: Análisis de Costa Rica

1. LA ECONOMÍA COSTARRICENSE DURANTE EL 2009: DE LA RECESIÓN A LA ESTABILIZACIÓN Y RECUPERACIÓN <i>Norberto Zúñiga</i>	3
1.1 INTRODUCCIÓN	3
1.2 DETERIORO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES REALES	9
1.2.1 Producto Interno Bruto	13
1.2.2 Crecimiento de países latinoamericanos	19
1.2.3 Evolución del Índice Accionario de la Bolsa Nacional de Valores ..	20
1.2.4 Empleo, salarios y distribución del ingreso	21
1.2.5 Expectativas de consumidores y empresarios	24
1.3 MAYOR ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y FINANCIERA	25
1.3.1 Variables de inflación	30
1.3.2 Variables externas	35
1.3.3 Variables monetarias	39
1.3.4 Variables financieras	41
1.3.5 Variables fiscales	43
1.4 EFECTOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL	44
1.4.1 Principales mecanismos de transmisión	46
1.4.2 Economía internacional	53
1.5 IMPACTO DE LAS POLÍTICAS INTERNAS	59
1.5.1 Política fiscal	62
1.5.2 Política monetaria	65
1.5.3 Política cambiaria	70
1.5.4 Política financiera	73
1.6 RESUMEN Y CONCLUSIONES	75

1.7	LECCIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA Y RECOMENDACIONES..	82
1.8	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	87
	COMENTARIO	
	<i>Luis Loría</i>	89
	COMENTARIO	
	<i>Jorge Guardia</i>	105
2.	RETOS DE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA. UN HORIZONTE DE MEDIANO PLAZO	
	<i>Félix Delgado</i>	111
2.1	INTRODUCCIÓN.....	111
2.2	DE DÓNDE VENIMOS	114
	2.2.1 Primeras etapas de investigación en el Banco Central de Costa Rica.....	115
	2.2.2 Adopción del sistema de metas de inflación en Costa Rica	118
2.3	DÓNDE ESTAMOS	130
	2.3.1 Análisis sistemático del fenómeno inflacionario.....	130
	2.3.2 Avance hacia tipos de cambio flexibles	131
	2.3.3 Volatilidad creciente del tipo de cambio	136
	2.3.4 Las tasas de interés: Instrumento central de la política monetaria	140
	2.3.5 Las pérdidas del banco central.....	142
2.4	HACIA DÓNDE VAMOS: LOS RETOS	148
	2.4.1 Consolidación del esquema de metas de inflación	152
	2.4.2 Hacia tipos de cambio flexibles.....	158
	2.4.3 El nivel de reservas monetarias internacionales.....	165
	2.4.4 Tasas de interés y mecanismos de transmisión de la política monetaria	169
	2.4.5 Estabilidad del sistema financiero	172
	2.4.6 Capitalización del banco central.....	175
	2.4.7 Rendición de cuentas y evaluaciones regulares de la política monetaria	177
2.5	OTROS TEMAS RELEVANTES.....	179
	2.5.1 La administración de los encajes legales	179
	2.5.2 Curva de rendimientos del mercado financiero	181
	<i>Anexo 2.1</i> Gráficos sobre el mercado cambiario.....	183
	<i>Anexo 2.2</i> Volatilidad del tipo de cambio, países seleccionados	187
	<i>Anexo 2.3</i> Encajes mínimos legales en países seleccionados	190
2.6	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	192

COMENTARIO	
<i>William Calvo</i>	197
COMENTARIO	
<i>Luis Mesalles</i>	203
3. LA POLÍTICA FISCAL EN COSTA RICA: RETOS PARA EL PERIODO 2010-2014	
<i>Oswald Céspedes</i>	211
3.1 INTRODUCCIÓN	211
3.2 MARCO CONCEPTUAL SOBRE POLÍTICA FISCAL.....	213
3.2.1 La Teoría Normativa de las Finanzas Públicas: Conceptos básicos.....	214
3.2.2 Qué es la política fiscal	218
3.2.3 Qué es la sostenibilidad del endeudamiento público	222
3.2.4 Papel del endeudamiento público en el desarrollo	225
3.3 LOS RESULTADOS FISCALES EN COSTA RICA DURANTE 2006-2009.....	226
3.3.1 Resultados fiscales del Sector Público No Financiero Reducido....	227
3.3.2 Resultados fiscales del gobierno central	228
3.3.3 Implicaciones de política fiscal dadas las elasticidades de los impuestos	234
3.3.4 El gasto público como instrumento de justicia tributaria	236
3.3.5 Una carga tributaria adecuada al grado de desarrollo relativo de Costa Rica.....	238
3.4 SOSTENIBILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN COSTA RICA 2010-2014	243
3.4.1 Política de endeudamiento público en Costa Rica	243
3.4.2 Evolución del endeudamiento público en Costa Rica	245
3.4.3 Sostenibilidad del endeudamiento público en Costa Rica 2010-2014	247
3.5 RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL EN COSTA RICA DURANTE 2010-2014.....	255
3.5.1 Conclusiones de la política fiscal en Costa Rica 2008-2009	256
3.5.2 Dilemas y retos de política fiscal en Costa Rica 2010-2014.....	257
3.6 REFERENCIAS	262
<i>Anexo 3.1</i> Estadísticas internacionales sobre carga tributaria	265
<i>Anexo 3.2</i> Marco jurídico para el endeudamiento público	267
<i>Anexo 3.3</i> El proceso de endeudamiento público en costa rica	269
<i>Anexo 3.4</i> Estimación del límite máximo de endeudamiento	273
<i>Anexo 3.5</i> La dinámica del endeudamiento público	276

COMENTARIO	
<i>Miguel Loría</i>	279
COMENTARIO	
<i>Thelmo Vargas</i>	283
4. PANEL SOBRE POLÍTICA ECONÓMICA DE COSTA RICA: RETOS Y DESAFÍOS PARA EL PERIODO 2010-2014.....	289
PANELISTA	
<i>Luis Liberman</i>	291
PANELISTA	
<i>Carlos Sojo</i>	295
PANELISTA	
<i>Eduardo Lizano</i>	301

Segunda Parte: Visión Internacional

5. CICLOS, EXPORTACIONES, EDUCACIÓN Y SALARIOS: DEL MERCADO LABORAL A LA MICROECONOMÍA DEL CRECIMIENTO EXPORTADOR	
<i>Daniel Lederman</i>	305
5.1 INTRODUCCIÓN.....	305
5.2 METODOLOGÍA.....	308
5.3 COMPORTAMIENTO DE LOS MERCADOS LABORALES (1987-2009): CICLOS, SALARIOS Y EDUCACIÓN.....	309
5.4 EXPORTACIONES, EDUCACIÓN Y SALARIOS EN AMÉRICA LATINA A PRINCIPIOS DEL SIGLO XXI.....	311
5.5 LA MICROECONOMÍA DEL CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE COSTA RICA, 1997-2007	317
5.6 CONCLUSIONES.....	325
5.7 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	326
6. DESPUÉS DE LA CRISIS: RETOS Y LECCIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA DESDE UNA PERSPECTIVA GLOBAL	
<i>Rodrigo Cubero</i>	327
6.1 INTRODUCCIÓN.....	327
6.2 ECONOMÍA GLOBAL: UNA RECUPERACIÓN A DISTINTAS VELOCIDADES	330
6.3 LA EXPERIENCIA ASIÁTICA.....	342

6.4	DESAFÍOS Y LECCIONES PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA DURANTE LA POSTCRISIS	351
6.4.1	Política fiscal	352
6.4.2	Política monetaria	360
6.4.3	Sistema financiero: política regulatoria y provisión de liquidez.....	366
6.5	CONSIDERACIONES FINALES	370
6.6	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	372
7.	TENDENCIAS RECIENTES EN LOS MARCOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN AMÉRICA LATINA	
	<i>Marco Piñón</i>	375
7.1	INTRODUCCIÓN.....	375
7.2	REFORMAS INSTITUCIONALES Y MARCOS REGULATORIOS	376
7.2.1	Pilares de la reforma legal	377
7.2.2	Objetivos mejor definidos	377
7.2.3	Autonomía de la política operativa	378
7.3	RÉGIMEN DE POLÍTICA MONETARIA BASADO EN METAS DE INFLACIÓN	379
7.4	LA ADOPCIÓN DE METAS DE INFLACIÓN: TRES CASOS.....	383
7.5	NIVELES DE INFLACIÓN Y VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO...	384
7.5.1	La inflación en países con metas de inflación	385
7.5.2	Volatilidad del tipo de cambio.....	385
7.6.	COMENTARIOS FINALES	388
7.7	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	389
	<i>Anexo 7.1</i> Comparación del proceso de adopción de metas de inflación en Colombia, Perú y Uruguay.....	390

ÍNDICE DE CUADROS, GRÁFICOS, FIGURAS Y RECUADROS

CUADROS

Cuadro 1.1	Costa Rica: Programa macroeconómico del BCCR (original, primera y segunda revisión y cifras definitivas), 2009..	5
Cuadro 1.2	Costa Rica: Principales variables macroeconómicas, 2008-2009.	7
Cuadro 1.3	Costa Rica: Población Económicamente Activa (PEA) ocupada por rama de actividad, 2008-2009.....	22
Cuadro 1.4	Costa Rica: Resultados financieros del Gobierno Central, 2007-2009.....	44
Cuadro 1.5	Costa Rica: Importaciones agrícolas de productos seleccionados, 2000-2009	52
Cuadro 1.6	Regiones del mundo: Tasas de crecimiento económico	56
Cuadro 1.7	Regiones del mundo: Variables macroeconómicas, 2008-2010....	57
Cuadro 2.1.A	Regiones del mundo: Encaje Mínimo Legal en Moneda Nacional (MN) y Moneda Extranjera (ME), 2009.....	190
Cuadro 2.2.A	Regiones del mundo: Encaje Mínimo Legal según situación o instrumento monetario, 2009	191
Cuadro 3.1	Costa Rica: Indicadores fiscales del Sector Público No Financiero Reducido, 2000-2008.....	228
Cuadro 3.2	Costa Rica: Indicadores fiscales del Gobierno Central, 2000-2009.....	229
Cuadro 3.3	Costa Rica: Elasticidades de largo plazo de la recaudación tributaria respecto al PIB, 2007	234
Cuadro 3.4	Costa Rica: Escenario pesimista 2 para la Deuda Pública Total, según opción 1, 2010-2014	252
Cuadro 3.5	Costa Rica: Gastos por intereses en la Deuda Pública Interna para distintos escenarios, 2010-2014	255
Cuadro 3.1.A	Datos utilizados en el análisis comparativo sobre carga tributaria	265
Cuadro 3.2.A	Costa Rica: Estimación del límite máximo de Endeudamiento Público	275
Cuadro 5.1	América Latina: Dispersión en el premio salarial de la educación: ¿Países o industrias? 2009	315
Cuadro 5.2	América Latina: Modelo de exportaciones y premio a la habilidad de los trabajadores en la industria, 2009.....	316
Cuadro 5.3	Costa Rica: Crecimiento anual de las exportaciones, 1998-2007.....	319
Cuadro 5.4	Costa Rica: Contribución al valor exportado total, 1998-2007	320

Cuadro 5.5	Costa Rica: Distribución de tasas de crecimiento anual del valor exportado por quintiles de empresas según su tamaño, 1998-2007.....	321
Cuadro 7.1	América Latina: Comparación de objetivos de bancos centrales, 2009	378
Cuadro 7.1.A	Notas sobre el proceso de adopción del marco de política monetaria de metas de inflación	390

GRÁFICOS

Gráfico 1.1	Costa Rica: Crecimiento del PIB, 1994-2009.....	13
Gráfico 1.2	Costa Rica: PIB real trimestral, 2008-209	14
Gráfico 1.3	Costa Rica: PIB, según sectores económicos, 2006-2009	15
Gráfico 1.4	Costa Rica: PIB, según tipo de industria, 2009.....	16
Gráfico 1.5	Costa Rica: PIB real trimestral, según gasto, 2009	18
Gráfico 1.6	Latinoamérica: Tasas de crecimiento, 2009.....	20
Gráfico 1.7	Costa Rica: Índice Accionario de la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica, 2008-2010.....	21
Gráfico 1.8	Costa Rica: Tasas de desempleo abierto y subempleo visible e invisible, 2001-2009.....	23
Gráfico 1.9	Costa Rica: Índice de Pobreza y Coeficiente de Gini, 1994-2009	24
Gráfico 1.10	Costa Rica: Expectativas de empleo, 2008-2010	25
Gráfico 1.11	Costa Rica. Índice de Precios al Consumidor (IPC), regulados, no regulados e Índice Subyacente de Inflación (ISI), 2008-2009	30
Gráfico 1.12	Costa Rica: Variación interanual IPC (bienes transables y no transables), 2008-2009.....	31
Gráfico 1.13	Costa Rica: Variación interanual del Índice de Precios al Productor Industrial (IPPI) y del Índice de Precios a la Construcción, 2008-2009	32
Gráfico 1.14	Costa Rica: Ponderación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), según sus grupos, 2009.....	33
Gráfico 1.15	Costa Rica: Variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) por sus grupos, 2009	33
Gráfico 1.16	Latinoamérica: Índices de inflación, 2008-2009.....	35
Gráfico 1.17	Costa Rica: Saldo de Reservas Internacionales Netas (RIN), meses de importación financiadas con RIN y relación RIN/Base Monetaria (BM), 2008-2009	38
Gráfico 1.18	Costa Rica: Depósitos en Cuenta Corriente y a plazo y crédito al sector privado no financiero (moneda nacional y moneda extranjera), 2007-2008	40

Gráfico 1.19	Costa Rica: Morosidad de los bancos comerciales del Estado, 2009.....	41
Gráfico 1.20	Costa Rica: Morosidad de los bancos comerciales privados, 2009.....	42
Gráfico 1.21	Costa Rica: Deuda pública total, externa e interna/PIB, 2005-2009.....	43
Gráfico 1.22	Costa Rica: Exportaciones de bienes, 1994-2009.....	47
Gráfico 1.23	Costa Rica: Indicadores de turismo, 2007-2009.....	48
Gráfico 1.24	Costa Rica: Llegadas de turistas según región, 2009.....	49
Gráfico 1.25	Costa Rica: Flujos de Inversión Extranjera Directa (IED), 2005-2009.....	50
Gráfico 1.26	Precio internacional del barril de petróleo, 2006-2010.....	51
Gráfico 1.27	Costa Rica: Factura petrolera, 2000-2009.....	51
Gráfico 1.28	Principales índices accionarios del mundo, 2006-2010.....	53
Gráfico 1.29	Costa Rica: Resultado financiero del sector público, 2006-2009.....	63
Gráfico 1.30	Costa Rica: Tasa Básica Pasiva y de Política Monetaria, 2007-2009.....	67
Gráfico 1.31	Costa Rica: Emisión, Base Monetaria y Medio Circulante, 2008-2009.....	68
Gráfico 1.32	Costa Rica: Crédito al sector privado en moneda nacional y extranjera, 2008-2009.....	69
Gráfico 1.33	Costa Rica: Cuasidinero como Moneda Extranjera/ liquidez total, 2009.....	70
Gráfico 1.34	Costa Rica: Tipos de cambio de intervención (compra y venta) y MONEX, 2007-2010.....	71
Gráfico 1.35	Costa Rica: Intervención del BCCR en el mercado cambiario, 2007-2010.....	72
Gráfico 2.1	Costa Rica: Premio por ahorrar en colones y variación porcentual del tipo de cambio, enero 2006 - marzo 2010.....	124
Gráfico 2.2	Costa Rica: Tasa Básica Pasiva y Tasa de Política Monetaria, marzo 2006 - febrero 2010.....	127
Gráfico 2.3	Margen de intermediación cambiaria en países seleccionados, enero 2007 - diciembre 2009.....	134
Gráfico 2.4	Costa Rica: Relación colón/US dólar, agosto 1998 - marzo 2010.....	137
Gráfico 2.5	Costa Rica: Volatilidad del tipo de cambio, enero 1999 - marzo 2010.....	138
Gráfico 2.6	Volatilidad de tipos de cambio seleccionados, julio 2009 - marzo 2010.....	139

Gráfico 2.7	Costa Rica: Mercados de Dinero en colones (montos negociados), enero 2008 - marzo 2010.....	141
Gráfico 2.8	Costa Rica: Mercados de dinero en US dólares (montos negociados), enero 2008 - marzo 2010.....	142
Gráfico 2.9	Costa Rica: BCCR (saldo de pasivos con costo respecto al PIB), 1996 - 2009.....	144
Gráfico 2.10	Costa Rica: BCCR (relación de pasivos con costo en US dólares respecto al total de pasivos con costo), 1996 - 2009.....	145
Gráfico 2.11	Costa Rica: BCCR (RIN incluido FLAR menos pasivos con costo), 1996-2009.....	146
Gráfico 2.12	Costa Rica: BCCR (relación patrimonio / PIB), 1958-2006.....	147
Gráfico 2.13	Costa Rica: Déficit del Gobierno Central / PIB, 1990-2009.....	150
Gráfico 2.14	Costa Rica: Relación Deuda Pública Total / PIB, 1985-2009.....	151
Gráfico 2.1.A	Costa Rica: MONEX (distribución de compras según importancia relativa de los participantes), 2006-2010.....	183
Gráfico 2.2.A	Costa Rica: MONEX (distribución de ventas según importancia relativa de los participantes), 2006-2010.....	184
Gráfico 2.3.A	Índice Herfindahl-Hirschman (concentración de mercado).....	184
Gráfico 2.4.A	Costa Rica: Rango diario de tipos de cambio de referencia, enero 2009 - septiembre 2009.....	185
Gráfico 2.5.A	Costa Rica: Rango diario de tipos de cambio de referencia, septiembre 2009 - enero 2010.....	185
Gráfico 2.6.A.	Costa Rica: Desempeño de margen cambiario versus margen efectivo, enero 2009 - enero 2010.....	186
Gráfico 3.1	Costa Rica: Indicadores fiscales para el SPNFR, 2000-2008.....	228
Gráfico 3.2	Costa Rica: Indicadores fiscales para el Gobierno Central, 2000-2009.....	230
Gráfico 3.3	Costa Rica: Evolución de los resultados fiscales del Gobierno Central, 2000-2009.....	231
Gráfico 3.4	Análisis comparativo de la carga tributaria e Ingreso Nacional Bruto (INB) per cápita.....	240
Gráfico 3.5	Análisis comparativo de la carga tributaria e Índice de Desarrollo Humano (IDH).....	242
Gráfico 3.6	Costa Rica: Tasa de Endeudamiento Público, 1991-2009.....	247
Gráfico 3.7	Costa Rica: Sostenibilidad del Endeudamiento Público, 2010-2014.....	250
Gráfico 3.8	Costa Rica: Gastos de intereses en la Deuda Pública Total y su tasa de interés implícita, 2010-2014.....	253
Gráfico 3.9	Costa Rica: Deuda Pública Total, Interna y Externa, 2010-2014..	254

Gráfico 5.1	Costa Rica: Crecimiento del PIB e ingreso principal real mensual (ciclos y efectos por año), 1989-2009.....	310
Gráfico 5.2	Costa Rica: Cambio de ingreso por año (diferentes niveles educacionales) 1989-2009.....	311
Gráfico 5.3	Costa Rica: Crecimiento de las exportaciones, diciembre 2005-diciembre 2009.....	312
Gráfico 5.4	Costa Rica: Crecimiento de las exportaciones (julio-julio) y componente cíclico de los retornos a la educación, 2000-2009	313
Gráfico 5.5	América Latina: "Premio" salarial por educación, 2009.....	314
Gráfico 5.6	Costa Rica: Valor unitario del producto típico, 1997-2007.....	323
Gráfico 5.7	Costa Rica: Efectos de distancia en las exportaciones agregadas (a) y efectos de distancia en el número de productos exportados (b), 1997-2007.....	324
Gráfico 6.1	Estados Unidos: Desempeño de los activos, por clase (como porcentaje del nivel pre- <i>Lehman</i>).....	330
Gráfico 6.2	Estados Unidos: Diferenciales de tasas de interés en distintos activos, 2002-2010.....	331
Gráfico 6.3	Regiones del mundo: Nuevas emisiones, 2002-2009.....	332
Gráfico 6.4	Crecimiento del crédito privado en las economías avanzadas (a), 2000-2009 y en mercados emergentes (b), 2002-2010. Variación porcentual anualizada del promedio móvil de tres meses.....	333
Gráfico 6.5	Mundo, economías avanzadas y emergentes: Producción industrial global (a) y exportaciones de mercancías (b), 2005-2009. Variación porcentual anualizada del promedio móvil a tres meses.....	334
Gráfico 6.6	Regiones del mundo: Tasas de interés de política monetaria, 2007-2010.....	335
Gráfico 6.7	Regiones del mundo: Tasas de interés reales de Corto Plazo, 2001-2010.....	336
Gráfico 6.8	Economías avanzadas y emergentes: Balance fiscal, 1996-2014 .	338
Gráfico 6.9	Economías avanzadas: Descomposición del crecimiento de la deuda pública, 2007-2014 Incremento total de la deuda: 35,5 por ciento del PIB.....	339
Gráfico 6.10	El Mundo, economías avanzadas y emergentes: Crecimiento del PIB real, 2000-2009. Variación interanual.....	341
Gráfico 6.11	Asia emergente e industrial, G2 y otras economías emergentes: Crecimiento del PIB real, 2006-2009 Variación interanual trimestral.....	342

Gráfico 6.12	Asia, economías avanzadas y emergentes no asiáticas: Contribuciones al crecimiento, 2007-2009 Variación interanual	343
Gráfico 6.13	Asia: Tasas nominales de política Períodos trimestrales promedio; pico del ciclo = cero	344
Gráfico 6.14	Asia: Cambio en balance fiscal en recesiones seleccionadas, 1997-2009. Datos en promedio	345
Gráfico 6.15	Asia, Asia emergente y Economías no asiáticas emergentes y avanzadas: Empleo, 2008-2009, Índice I 08=100, con ajuste estacional. Datos promedio.	346
Gráfico 6.16	Asia: Contribución a la recuperación del consumo privado durante la actual crisis, desde el inicio hasta el tercer trimestre del 2009	347
Gráfico 6.17	Asia: Comercio mundial y producción industrial asiática, 2004-2010. Variaciones de la media móvil trimestral Series desestacionalizadas, tasa anualizada	348
Gráfico 6.18	Asia con demanda interna fuerte y Asia con mayor dependencia de las exportaciones: Crecimiento del PIB Real, 2006- 2009. Variación trimestral. Series desestacionalizadas anualizadas	349
Gráfico 6.19	Asia: Crecimiento del PIB real por tipo de exportador, 2006-2009. Variación trimestral. Series desestacionalizadas anualizadas	350
Gráfico 6.20	Asia: Crecimiento del PIB real y valor agregado asociado a la demanda final de China	351
Gráfico 6.21	Mundo, Asia, economías avanzadas G20 y economías emergentes G20: Balance fiscal del gobierno general, 2007-2014. Promedios ponderados por el PIB ajustado por PPC	353
Gráfico 6.22	Países del G-20, economías avanzadas y emergentes del G-20: Deuda bruta del gobierno general, 2007-2014 Promedios ponderados por el PIB ajustado por PPC.....	354
Gráfico 6.23	Países emergentes: Flujos netos a fondos dedicados, 2007-2009.....	361
Gráfico 6.24	Asia Emergente (excl. China): Índice de Presión Cambiaria, 2008-2010.....	362
Gráfico 6.25	Asia: Índices accionarios, enero 2009 = 100, 2009-2010	363
Gráfico 6.26	Asia: Índices de precios de las propiedades, I 06=100, 2007-2010, 2009-2010.....	363
Gráfico 6.27	Principales sistemas bancarios en el mundo: Plazo promedio del financiamiento bancario al por mayor.....	367

Gráfico 6.28	Principales sistemas bancarios en el mundo: Necesidades de refinanciamiento de deuda de los bancos, por vencimientos, 2009-2015	368
Gráfico 7.1	América Latina: Autonomía de los bancos centrales, 2005	379
Gráfico 7.2	América Latina: Sistemas monetarios, 1995, 2000 y 2009	380
Gráfico 7.3	América Latina: Regímenes cambiarios, 1985-2008.....	382
Gráfico 7.4	América Latina: Tasas de inflación (a 12 meses) antes y después del sistema de metas de inflación, 1981-2006...	386
Gráfico 7.5	América Latina: Volatilidad cambiaria bilateral con respecto al dólar a 90 días, 1995-2010.....	387

FIGURAS

Figura 1.1	Mecanismo de transmisión de la tasa de interés de política monetaria	66
Figura 3.1.A	Costa Rica: Secuencia a seguir para el Endeudamiento Público.	270
Figura 7.1	Política monetaria en un marco de metas de inflación	381

RECUADROS

Recuadro 1.1	Reflexiones sobre modelos económicos	10
Recuadro 1.2	Reformas del sistema financiero	29
Recuadro 2.1	Opciones de régimen cambiario	160
Recuadro 3.1	Principios de universalidad, solidaridad, eficiencia y continuidad	215
Recuadro 3.2	El Estado Empresario en Costa Rica y la Corporación Costarricense de Desarrollo	220

PRESENTACIÓN

ANTECEDENTES

Este libro, titulado *Recesión con Estabilidad: Realineando la Senda hacia el Futuro*, forma parte de la serie denominada *Libro Anual* de la *Academia de Centroamérica*. La serie comienza a publicarse a principios de los ochenta, después de una fuerte crisis económica que azota a Costa Rica en esa época. La *Academia de Centroamérica* publica, en esos años, varios libros de gran utilidad para entender cómo se había llegado a la coyuntura que generó una caída tan fuerte en la riqueza y la producción del país y que, a la postre, significó la semilla de un nuevo modelo de desarrollo económico, que vino a sustituir al agotado modelo anterior (sustitución de importaciones). Títulos como *Costa Rica: Una Economía en Crisis* o *Costa Rica: Recuperación sin Reactivación* se convirtieron en referencia en las bibliotecas de los estudiosos de los problemas económicos nacionales.

La serie vuelve a tomar fuerza a partir de 1997 con un nuevo formato. En ese año, la *Academia de Centroamérica* empieza a publicar un libro anualmente, en el que se incluye un análisis de la economía del año previo, pero profundizando en el análisis de algún tema de importancia para el desarrollo económico de Costa Rica. Desde ese año, se han venido publicando en el *Libro Anual* diversos temas, como el crecimiento económico, la apertura al comercio internacional, la regulación económica y la inversión extranjera directa. Por ejemplo, el *Libro Anual* del 2009 se titula *Obstáculos al Crecimiento Económico de Costa Rica*, donde el énfasis se puso, precisamente, en el análisis de los principales obstáculos para lograr un crecimiento económico más alto y sostenible a través del tiempo. En dicho libro, se presentan dos estudios, uno sobre infraestructura y el otro sobre educación, identificados como dos de las áreas en las que Costa Rica se ha rezagado en cuanto a inversión pública se refiere. Esos dos temas se han convertido en *cuellos de botella* para el desarrollo del país.

La importancia de analizar los obstáculos al crecimiento en Costa Rica vino dada, a su vez, por el tema de fondo del *Libro Anual* del año 2008, denominado *Crecimiento Impulsado por la Inversión Extranjera*. En 2007, Costa Rica experimentó un período de alto crecimiento, en buena parte dado por la inversión extranjera directa (IED) que ha ingresado al país en los últimos 10 años. Por ello, el énfasis del *Libro Anual* del 2008 se puso en las condiciones del país para atraer estos flujos de inversión. De dicho estudio, sin embargo, se tomó conciencia de que, en el país, existen algunos obstáculos a la entrada de flujos de IED. Al mismo tiempo, se observa que esas mismas restricciones enfrentadas por los inversionistas extranjeros pueden extrapolarse a la totalidad de la economía como limitantes del potencial de crecimiento del país. En otras palabras, los obstáculos para una mayor atracción ingreso de inversión extranjera al país son los mismos que impiden a los inversionistas locales desarrollar sus actividades en Costa Rica. Por ende, estos aspectos se tornan en limitaciones al crecimiento de la economía en general.

MOTIVACION

Por medio de la presente publicación, *Recesión con Estabilidad: Realineando la Senda hacia el Futuro*, se hace, al igual que en otras ediciones del *Libro Anual*, un análisis de la economía costarricense durante el 2009, año caracterizado por las secuelas de una crisis económica y financiera global que trajo dificultades económicas a Costa Rica, tales como aumento del desempleo y caída de la producción interna. Si bien en el ámbito de la economía mundial se habla de la peor crisis de los últimos ochenta años, para el caso de Costa Rica no puede decirse que ésta haya sido tan extrema (¡una pulmonía!), aunque sí de cuidado (¡un fuerte resfrío!); en parte, debido a la existencia de finanzas públicas sanas hasta ese momento (equilibrio fiscal y tasas de endeudamiento público relativamente bajas) y, en parte, porque el sistema financiero no fue contagiado por el entorno internacional. En términos de crecimiento de la producción, en el 2009 se da un fuerte golpe al compararlo con las tasas de crecimiento de los años previos (7,9 por ciento en 2007 y 2,8 por ciento en 2008), experimentándose la primera variación negativa (caída) del PIB en alrededor de 25 años: su variación interanual de diciembre del 2008 a diciembre del 2009 fue del -1,1 por ciento.

Del análisis de las políticas públicas adoptadas durante el 2009 para enfrentar la crisis, debería poderse extraer lecciones acerca de cuáles fueron las acciones más efectivas. Eso debe llevar a mejorar la preparación de las autoridades económicas en el futuro. Ese es, al fin y al cabo, uno de los principales objetivos de este libro y de la mayoría de las actividades realizadas por la *Academia de Centroamérica*, pues así está escrito en su misión, al indicarse que se busca *realizar investigaciones sobre el desarrollo económico y social para facilitar la formulación de políticas económicas y sociales...*

PRIMERA PARTE

En el *Capítulo 1*, se presenta un análisis de la economía costarricense en el 2009 por parte de Norberto Zúñiga, asociado de la *Academia de Centroamérica*. La caída en la actividad económica, el aumento en el desempleo y en la pobreza, y el deterioro en la distribución del ingreso son evidencia de que el 2009 fue un año difícil para la economía costarricense, particularmente en la primera mitad. El trabajo incluye un análisis de la reacción del gobierno para enfrentar dicha situación económica, especialmente mediante la aplicación de sus políticas monetaria, cambiaria y fiscal. De dicho estudio, Zúñiga concluye que, si bien las políticas aplicadas pueden ser vistas como heterodoxas y hasta cuestionables, bajo las circunstancias en que fueron implementadas tuvieron un efecto compensatorio de esta coyuntura de crisis. Gracias a ellas, los efectos de la crisis mundial fueron menores a lo esperado. Entre sus principales conclusiones están, por un lado, que el buen aprovechamiento de los recursos generados durante la etapa de alto crecimiento económico creó el ambiente propicio para la aplicación de dichas políticas durante la crisis; y, por otro, a pesar de la adversa situación económica durante el 2009, el gobierno mantuvo su estrategia de desarrollo de largo plazo (es decir, se mantuvo el proceso de apertura económica, tanto a lo interno como a lo externo, dando confianza a los inversionistas, aún en tiempos de alta volatilidad e incertidumbre). Este capítulo incluye dos comentarios a cargo de Luis Loría y Jorge Guardia.

La crisis que el país ha experimentado entre finales del 2008 y durante el 2009, impone un alto en el camino para reflexionar sobre la senda a seguir en el futuro. Para el año 2010 y ante el inicio de la nueva administración, se consideró propicio discutir sobre el rumbo de la política económica de los próximos cuatro años. Por ello, mediante un análisis sobre temas más

específicos, se presentan, en esta **Primera Parte**, tres capítulos adicionales sobre la economía costarricense, con el fin de identificar los retos y desafíos enfrentados por las autoridades del gobierno en lo que a política económica se refiere; tratando, de esta forma, contribuir, en la medida de lo posible, a realinear la senda de la economía costarricense para los próximos años, por cuanto ésta se ha visto afectada, coyunturalmente, por la mencionada crisis económica global.

En este contexto, en el **Capítulo 2**, se presenta el trabajo realizado por Félix Delgado, asociado de la *Academia de Centroamérica*, sobre el análisis de las políticas monetaria y cambiaria. En este trabajo, Delgado presenta un recuento de cómo se llega a la presente situación referente a las políticas monetaria y cambiaria aplicadas por el Banco Central de Costa Rica (BCCR). Antes de analizar los retos que tiene el BCCR en su objetivo de llevar la tasa de inflación a niveles internacionales, el autor explica por qué esta institución decide abandonar el régimen cambiario de las llamadas “*minidevaluaciones*” (imperantes en Costa Rica por más de dos décadas), por qué se escoge un régimen de *bandas cambiarias* como transición hacia otro régimen conocido como de *flexibilidad cambiaria (flotación) administrada*, y por qué decide adoptarse el esquema denominado *metas de inflación* como su sistema de política monetaria. Finalmente, en su documento, Delgado expone cuáles son los retos principales que enfrenta el BCCR en sus políticas monetaria y cambiaria en los próximos años; entre ellos, se incluyen la definición del grado de rigidez con el que se aplicarán las *metas de inflación* y en qué momento se adoptaría el régimen de flexibilidad cambiaria, así como el modo de aplicarlo. Este documento cuenta con los comentarios a cargo de William Calvo y Luis Mesalles.

Un tema de la gran relevancia para las políticas económicas en Costa Rica para el periodo 2010-2014 se refiere al análisis de la situación fiscal, el cual fue realizado por Oswald Céspedes, asociado de la *Academia de Centroamérica*, y que se presenta en el **Capítulo 3**. El objetivo de este estudio es analizar algunos aspectos clave de la política fiscal (incluyendo la política de endeudamiento) en Costa Rica en los últimos años y plantear los principales retos a enfrentar por parte de las autoridades económicas del actual gobierno. En vista de la coyuntura internacional, la política fiscal en el 2009, por necesidad apremiante de las autoridades económicas y políticas del país, fue expansiva. En consecuencia, se incrementaron los

gastos públicos y, simultáneamente, se redujeron los ingresos fiscales (por efecto de la fuerte caída de la producción interna). El análisis realizado por Céspedes tiene un marco conceptual basado en la *teoría normativa de las finanzas públicas*, así como un instrumental analítico para evaluar la sostenibilidad del endeudamiento del sector público no financiero durante 2010-2014. En este trabajo se plantean las opciones a ser enfrentadas por las autoridades económicas en materia fiscal en los próximos años. Miguel Loría y Thelmo Vargas hicieron comentarios sobre el documento.

Esta **Primera Parte** del libro concluye con el **Capítulo 4**, en el cual se presentan las exposiciones hechas durante el seminario del mes de abril del 2010, en un panel sobre los retos y desafíos de la política económica para el cuatrienio 2010-2014. Aquí se recogen los puntos de vista de Luis Liberman, Segundo Vicepresidente de la República, de Carlos Sojo, sociólogo consultor, y de Eduardo Lizano, Presidente Honorario de la *Academia de Centroamérica*.

SEGUNDA PARTE

La **Segunda Parte** de este libro contiene tres trabajos a cargo de expertos internacionales, relacionados con los retos de la política económica, desde una perspectiva global. La reciente crisis económica, como se señaló anteriormente, obliga a evaluar con mayor detalle la aplicación de las políticas que se han tomado para enfrentarla. La visión de expertos en la materia, cuyo trabajo consiste en evaluar las políticas en diferentes regiones del mundo, representa un valioso valor agregado al análisis de la aplicación de las políticas económicas en Costa Rica.

En el **Capítulo 5**, se presenta un estudio acerca del impacto de las exportaciones en el crecimiento económico y el mercado laboral, a cargo de Daniel Lederman, *Economista Senior del Banco Mundial*, en el cual se analiza la relación entre el mercado laboral, el ciclo económico en el corto plazo y las exportaciones en Costa Rica. La lección más importante de este estudio es que la educación de los recursos humanos del país y las exportaciones deben *ir de la mano*. Esto es, para el caso de Costa Rica, en el corto plazo, cuando los ciclos son determinados por el comportamiento de las exportaciones (sobre todo choques de demanda externa), los efectos salariales (redistributivos del ingreso) entre trabajadores mejor educados y los menos educados

son, a primera vista, contra intuitivos: los primeros son los que pierden proporcionalmente más *vis-a-vis* los segundos. Lederman también trata de demostrar en su documento, utilizando datos de 16 países en América Latina y el Caribe, que la relación entre los retornos (premios salariales) asociados a la educación en los mercados laborales de la región latinoamericana y las exportaciones es un fenómeno que se observa en el largo plazo. Asimismo, el autor indica que el dinamismo exportador costarricense, desde mediados de la década de los noventa hasta el 2007, ha sido alto en términos de su crecimiento y, excluyendo de la muestra algunas empresas transnacionales grandes, éste se ha originado en un gran dinamismo de las empresas que sobreviven año con año como exportadores y que se cambian de productos con cierta facilidad.

Por su parte, en el **Capítulo 6**, Rodrigo Cubero, *Subjefe de División del Departamento de Asia y el Pacífico en el FMI*, hace un análisis del papel que ha jugado la política económica en el proceso de recuperación observado luego de la crisis económica global. Una de las advertencias del autor se refiere a la claridad de los vínculos económicos y financieros, cada vez más fuertes, entre las economías alrededor del mundo. Si bien estos vínculos han traído enormes beneficios, también han acarreado mayores riesgos, en el momento en que ocurre una *gran tormenta* económico-financiera, como la del 2008-2009 a nivel mundial. Los mercados financieros internacionales integrados tienden a exacerbar los ciclos económicos y, por ende, pueden generar beneficios y costos importantes. De ahí la necesidad de adecuar las regulaciones a la nueva situación, sobre todo en lo que a la supervisión macro prudencial en sistemas financieros se refiere; además, obliga a evaluar con cuidado bajo qué condiciones es posible aplicar medidas anticíclicas y qué características deben tener. En su estudio, Cubero resalta que el grado de recuperación de las economías asiáticas ha sido mayor que el del resto del mundo. Esto se debe, en buena medida, a la mejor preparación de dichas economías *vis-a-vis* las demás, sobre todo en lo relacionado con la aplicación de medidas anticíclicas. La combinación de posiciones fiscal y monetaria sólidas, así como bajos niveles de apalancamiento y una razonable situación de liquidez, les permitió a los gobiernos de los países asiáticos actuar con mayor agresividad y flexibilidad en el momento de aplicar políticas para contrarrestar los efectos adversos de la crisis.

Por último, en el **Capítulo 7**, Marco Piñón, *Jefe de la División de Centroamérica del FMI*, hace un análisis de los marcos de las políticas monetaria y cambiaria en América Latina, relacionándolo, precisamente, con cambios institucionales en diversos países. Su objetivo es el de ofrecer un marco de referencia para las reformas de política en proceso de implementación en Costa Rica. En su estudio, Piñón hace un breve recorrido sobre las reformas institucionales y legales, así como de los marcos regulatorios (incluyendo el aumento en la autonomía de los bancos centrales) y, posteriormente, pasa a analizar la evolución de los regímenes monetarios y cambiarios, especialmente en aquellos países con régimen de *metas de inflación*, para plantear lecciones a ser tomadas en cuenta en el caso costarricense.

AGRADECIMIENTOS

Se desea agradecer a los patrocinadores de esta publicación: *Banco BAC San José, Banco BCT y Banco Scotiabank*. Estas tres entidades financieras han acompañado, durante varios años, a la *Academia de Centroamérica* en esta iniciativa de ofrecer a la sociedad costarricense un análisis acerca de los temas más relevantes y de actualidad para la situación económica y social de Costa Rica.

Finalmente, quisiéramos agradecer a las personas de la *Academia de Centroamérica* que contribuyeron, directa o indirectamente, a la elaboración de este libro; en particular, a Adrián Pacheco, Asistente Economista, por su valiosa participación en la edición de los trabajos aquí publicados; a María Castro, Directora Administrativa y a todo su personal de apoyo, quienes facilitaron, en gran medida, el trabajo asociado a la elaboración de esta publicación y quienes fueron clave en la organización del seminario de abril del 2010 que sirvió de base para este libro.

LUIS MESALLES
OSWALD CÉSPEDES

AUTORES Y COMENTARISTAS

WILLIAM CALVO	Secretario del Consejo Monetario Centroamericano.
OSWALD CÉSPEDES	Asociado y Director de Proyectos de la Academia de Centroamérica.
RODRIGO CUBERO	Asociado de la Academia de Centroamérica y Subjefe de División del Departamento de Asia y el Pacífico en el Fondo Monetario Internacional.
FÉLIX DELGADO	Asociado de la Academia de Centroamérica y Director de Programas de Consejeros Económicos y Financieros S.A.
JORGE GUARDIA	Asociado de la Academia de Centroamérica y Ex Presidente del Banco Central de Costa Rica (1990-1993).
DANIEL LEDERMAN	Economista <i>Senior</i> del Banco Mundial.
LUIS LIBERMAN	Segundo Vicepresidente de la República de Costa Rica.
EDUARDO LIZANO	Presidente Honorario de la Academia de Centroamérica y Ex Presidente del Banco Central de Costa Rica (1984-1990) y (1998-2002).
LUIS LORÍA	Asociado de la Academia de Centroamérica y Presidente de <i>Strategic Advantage Consulting Group</i> .
MIGUEL LORÍA	Asociado de la Academia de Centroamérica y economista del Banco Interamericano de Desarrollo.
LUIS MESALLES	Presidente de la Academia de Centroamérica.
MARCO PIÑÓN	Jefe de la División de Centroamérica del Fondo Monetario Internacional
CARLOS SOJO	Presidente de Socioanálisis América Latina.
THELMO VARGAS	Asociado de la Academia de Centroamérica y Ex Ministro de Hacienda.
NORBERTO ZÚÑIGA	Asociado de la Academia de Centroamérica y Consultor.

SIGLASY ACRÓNIMOS

ARESEP	Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos
BC	Banco Central
BCCR	Banco Central de Costa Rica
BCIE	Banco Centroamericano de Integración Económica
BCU	Banco Central de Uruguay
BEM	Bonos de Estabilización Económica
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIRF	Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento
BM	Base Monetaria
BNV	Bolsa Nacional de Valores
BRIC	Brasil, Rusia, India y China
CAFTA	<i>Central America Free Trade Agreement</i>
CAT	Certificado de Abono Tributario
CCSS	Caja Costarricense de Seguro Social
CEMBI	<i>Corporate Emerging Market Bond Index</i>
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
CGR	Contraloría General de la República
CMCA	Consejo Monetario Centroamericano
CNFL	Compañía Nacional de Fuerza y Luz
CNP	Consejo Nacional de Producción
CODESA	Corporación Costarricense de Desarrollo S.A.
CONASSIF	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
CONAVI	Consejo Nacional de Vialidad
COPOM	Comité de Política Monetaria
CRICSA	Compañía Radiográfica Internacional Costarricense S.A.
DAX	<i>Deutschen Aktien Index</i>
DCC	Depósitos en Cuenta Corriente
DCP	Dirección de Crédito Público
DE	Deuda Externa
DEG	Derechos Especiales de Giro
DI	Deuda Interna
DON	Depósito <i>Overnight</i>
DPT	Deuda Pública Total
EE	Estado Empresario
EM	<i>Emerging Market</i>
EMBI	<i>Emerging Market Bond Index</i>
FAO	<i>Food and Agriculture Organization</i>

XXVIII

FEES	Fondo Estatal para la Educación Superior
FED	<i>Federal Reserve</i>
FLAR	Fondo Latinoamericano de Reservas
FMI	Fondo Monetario Internacional
GC	Gobierno Central
GDP	<i>Gross Domestic Product</i>
ICAA	Instituto Costarricense de Acueductos y Alcantarillados
ICE	Instituto Costarricense de Electricidad
ICT	Instituto Costarricense de Turismo
IDH	Índice de Desarrollo Humano
IED	Inversión Extranjera Directa
IMAE	Índice Mensual de Actividad Económica
IMAS	Instituto Mixto de Ayuda Social
INA	Instituto Nacional de Aprendizaje
INB	Ingreso Nacional Bruto
INEC	Instituto Nacional de Estadística y Censos
INS	Instituto Nacional de Seguros
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IPCNR	Índice de Precios al Consumidor No Regulados
IPCR	Índice de Precios al Consumidor Regulados
IPPI	Índice de Precios al Productor Industrial
ISI	Índice Subyacente de la Inflación
ITCER	Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real
IVA	Impuesto al Valor Agregado
ME	Moneda Extranjera
MEDI	Mercado de Dinero
MH	Ministerio de Hacienda
MIB	Mercado Interbancario
MIDEPLAN	Ministerio de Planificación
MIL	Mercado Integrado de Liquidez
MN	Moneda Nacional
MONEX	Mercado de Monedas Extranjeras
MSCI	<i>Morgan Stanley Capital Index</i>
NDL	<i>Natural Debt Limit</i>
OMA	Operación de Mercado Abierto
OPC	Operadoras de Pensiones Complementarias
PAE	Programa de Ajuste Estructural
PEA	Población Económicamente Activa
PIB	Producto Interno Bruto
PIV	Programa de Infraestructura Vial
PNB	Producto Nacional Bruto

PNUD	Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo
POC	<i>Province of China</i>
p.p.	puntos porcentuales
PPC	Paridad de Poder de Compra
PPP	<i>Purchasing Power Parity</i>
PROCOMER	Promotora de Comercio Exterior
PYME	Pequeñas y Medianas Empresas
RACSA	Radiográfica Costarricense Sociedad Anónima
RECOPE	Refinería Costarricense de Petróleo
RIN	Reservas Internacionales Netas
RMI	Reservas Monetarias Internacionales
RPNC	Régimen de Pensiones No Contributivas
SAFI	Sociedad Administradora de Fondos de Inversión
SAR	<i>Special Administrative Region</i>
SECMCA	Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano
SEPSA	Secretaría Ejecutiva de Planificación Sectorial Agropecuaria
SINPE	Sistema Nacional de Pagos Electrónicos
SNIP	Sistema Nacional de Inversión Pública
SPF	Sector Público Financiero
SPG	Sector Público Global
SPGR	Sector Público Global Reducido
SPNF	Sector Público No Financiero
SPNFR	Sector Público No Financiero Reducido
STAP	Secretaría Técnica de la Autoridad Presupuestaria
SUGEF	Superintendencia General de Entidades Financieras
SUTEL	Superintendencia de Telecomunicaciones
TBP	Tasa Básica Pasiva
TC	Tipo de Cambio
TLC	Tratado de Libre Comercio
TN	Tesorería Nacional
TNFP	Teoría Normativa de las Finanzas Públicas
TPM	Tasa de Política Monetaria
UCR	Universidad de Costa Rica
UNCTAD	<i>United Nations Conference on Trade and Development</i>
US dólares	Dólares de los Estados Unidos
VAR	<i>Value At Risk</i>
WEO	<i>World Economic Outlook</i>
ZF	Zona Franca

PRIMERA PARTE:
ANÁLISIS
DE COSTA RICA

LA ECONOMIA COSTARRICENSE DURANTE EL 2009: DE LA RECESIÓN A LA ESTABILIZACIÓN Y RECUPERACIÓN

NORBERTO ZÚÑIGA*

“Toda política económica es imperfecta. Lo perfecto es enemigo de lo bueno; es más, lo bueno resulta, la mayoría de las veces, también enemigo de lo que apenas es “regular”. Las oportunidades deben aprovecharse con las dos manos: hacer todo lo que se pueda mientras se pueda”.

“De manera denodada, el policy maker debe tratar de alcanzar un grado razonable de confianza, de parte de los agentes económicos y actores sociales. Ello es indispensable porque el comportamiento, las reacciones y las expectativas del público en general dependen, en gran medida, de la mayor o menor confianza que se tenga en quien sea responsable de la política económica. De si creen mucho o poco en él”.

Tomado de Lizano Fait, Eduardo; *¿De lo Obvio a lo Risible? Algunas reflexiones sobre la formulación y ejecución de la política económica*, en Academia de Centroamérica, Documentos 19, Enero 2010, p. 13 y p. 25, respectivamente.

1.1 INTRODUCCIÓN

Este estudio tiene como propósito analizar los principales resultados experimentados por la economía costarricense durante el 2009, las causas más relevantes, así como la influencia de las políticas económicas adoptadas por las autoridades nacionales. Este análisis reviste de particular interés para los diferentes analistas económicos y formadores de opinión, en vista de que

* El autor agradece los comentarios y sugerencias de los señores Oswald Céspedes y Luis Mesalles, así como la asistencia de Juan José Flores y Adrián Pacheco. La responsabilidad final del contenido del documento es exclusiva del autor.

durante ese año la economía mundial sufrió la crisis más profunda de las últimas décadas. Existe la percepción bastante generalizada de que el país *salió bien librado* y sus efectos fueron menos negativos de lo que en principio se vaticinaba. En ese sentido, será de gran relevancia identificar las razones principales de esta premisa, así como algunas lecciones de política económica.

La evaluación de lo sucedido en el 2009 debe tener, como punto de partida, lo acontecido en el año 2008, en particular al término de éste. El estudio de la Academia de Centroamérica, elaborado por Jorge Guardia, destaca lo observado en ese año de la siguiente manera:

Pocas veces la economía costarricense había experimentado cambios tan dramáticos en un período de tiempo tan corto. La tasa de crecimiento de la producción, medida por el índice mensual de actividad económica (IMAE) que calcula el banco central, cayó de un 6,9 por ciento en enero 2008 (variación interanual-tendencia ciclo) a -3,1 por ciento en diciembre, ambos del mismo año; el tipo de cambio nominal (cotizaciones en MONEX) subió de 482 colones por 1 US dólar en abril del 2008 a €560 por 1 US dólar al 31 de diciembre pasado; el tipo de cambio efectivo real cayó cerca de 20 puntos al finalizar el año; la inflación, medida por las variaciones en el índice de precios al consumidor (IPC), pasó de 10,8 por ciento en diciembre del 2007 a 14 por ciento en diciembre del 2008 y experimentó un cambio similar al medirse por las variaciones en el índice subyacente de inflación (ISI) que calcula el banco central; las tasas de interés también subieron abruptamente, pues la tasa básica pasiva pasó de 4,5 por ciento en mayo del 2008 a 12 por ciento en diciembre del mismo año; la liquidez y emisión monetaria variaron significativamente; y la variación del crédito al sector privado fue muy superior a la tasa de crecimiento real de la producción... (Guardia 2009, p. 3)

Adicionalmente, Guardia (2009) plantea que:

Si se pudiera resumir de alguna forma lo ocurrido en ese período, habría que decir que la economía costarricense pasó de una fuerte expansión de la producción y consumo a otro de ralentización o estancamiento en un período de 12 meses, y, luego, se convirtió en recesión. Como consecuencia, se afectaron las variables económicas, financieras y sociales, principalmente el empleo, ingreso real y niveles de pobreza de las familias costarricenses.”(p. 4).

En efecto, al final del 2008 la situación económica del país era preocupante. No sólo la actividad económica crecía a tasas negativas, sino que la estabilidad macroeconómica parecía amenazada. Durante ese año, la inflación, medida por el índice de precios al consumidor, se elevó de 10,8 por ciento a 13,9 por ciento y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de 6,0 por ciento a 9,3 por ciento del PIB. Existía presión en el mercado

cambiarlo, el banco central había vendido cerca de US 1.000 millones de dólares de sus reservas monetarias internacionales para atender la demanda de divisas y el tipo de cambio se pegó a la banda superior durante la mayor parte del segundo semestre. Las tasas de interés domésticas y el riesgo país se habían elevado.

CUADRO 1.1
COSTA RICA: PROGRAMA MACROECONÓMICO DEL BCCR
(ORIGINAL, PRIMERA Y SEGUNDA REVISIÓN Y CIFRAS DEFINITIVAS), 2009
(cifras en porcentajes)

Variables Macroeconómicas	Original	Primera Revisión	Segunda Revisión	Cifras definitivas
Inflación IPC (Meta a Dic)	9 (± 1 p.p.)	8 (± 1 p.p.)	4 a 6	4,0
PIB Real (Variación Anual)	2,2	-1,8	-1,3	-1,1
Ingres. Nac. Disp. Bruto Real (Variación Anual)	3,9	0,1	0,2	1,3
Cuenta Corriente (porcentaje del PIB)	-5,7	-4,9	-3,4	-2,2
Balanza Comercial (porcentaje del PIB)	-14,1	-13,9	-12,4	-8,9
Liquidez (Variación Interanual)				
Moneda Nacional	15,2	10,9	13,5	10,2
Moneda Extranjera (US dólares)	9,8	10,9	16,0	16,2
Crédito Sector Privado (Variación Interanual)				
Moneda Nacional	16,8	4,6	4,3	8,5*
Moneda Extranjera (US dólares)	13,1	4,8	3,0	1,2*
Resultado Financiero SPG (porcentaje del PIB)		-3,7	-4,5	-4,3
Resultado Financiero SPGR (porcentaje del PIB)	-3,7			-4,3
Gobierno	-2,8			-3,3
Resto del SPNF	0,1			-0,2
BCCR	-1,0			-0,8

* Sector privado no financiero.

FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCCR.

En primera instancia, esas circunstancias y una economía internacional en medio de una fuerte recesión, reducían las posibilidades de manejo y efectividad de las políticas internas. De hecho, esta situación se reflejó en las estimaciones incluidas en el Programa Macroeconómico aprobado por el banco central a fines de Enero del 2009, y especialmente, en la primera revisión realizada en el mes de Abril del mismo año, cuando se proyectó una caída en la producción de 1,8 por ciento, una inflación de 8 por ciento (+/- 1 p.p.) y un déficit en cuenta corriente/PIB de 4,9 por ciento. Cómo se verá a lo largo de este estudio, al final del año la producción nacional cayó a una tasa menor, además la inflación y los Depósitos en Cuenta Corriente (DCC) se redujeron prácticamente a la mitad de lo originalmente estimado.

No obstante lo anterior, no todo era negativo. Cabe destacar que en los últimos meses del 2008 se empezaron a observar factores que eventualmente contribuirían a que la situación al final del 2009 fuera mejor de lo que inicialmente se pronosticaba. A nivel externo, los precios del petróleo y de los alimentos se habían reducido significativamente y los gobiernos de los países más desarrollados y los emergentes (G-20), se comprometieron a adoptar políticas conjuntas para estabilizar el sistema financiero y devolver la confianza a los agentes económicos. Asimismo, las políticas expansivas monetarias y fiscales (*anticíclicas*) extraordinarias de la mayoría de países del mundo compensarían parcialmente la dramática disminución de la demanda privada.

En todo caso, el 2009 fue un año complicado, particularmente en la primera mitad. Como se mencionó, la economía costarricense experimentó una caída en la actividad económica y el desempleo y la pobreza se incrementaron; la distribución del ingreso también se deterioró. Al mismo tiempo, se presentó un fuerte desbalance en las finanzas públicas, en parte por la baja en los ingresos provenientes de impuestos, pero especialmente por el incremento en los gastos. Las causas del deterioro se encuentran en la crisis financiera que experimentó la economía internacional, en particular los Estados Unidos, la cual afectó las variables reales de los países europeos y la mayoría de naciones con las que Costa Rica tiene relaciones comerciales. Como consecuencia, el país observó menores volúmenes de exportación, turismo, inversión extranjera directa e ingresos de capital, principales fuentes de crecimiento económico.

CUADRO 1.2
COSTA RICA: PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS, 2008-2009
(cifras en porcentajes)

VARIABLES	2008	2009
Crecimiento del PIB Real	2,8	-1,1
Crecimiento del PIB Nominal	15,5	7,0
Crecimiento del PIB Real per cápita	-0,2	-2,9
Inflación	13,9	4,0
Devaluación anual (dic. a dic.)	11,1	2,8
Tasa Básica Pasiva (dic. cada año)	7,5	8,2
Cuenta Corriente (porcentaje del PIB)	-9,3	-2,2
Balanza Comercial (porcentaje del PIB)	-20,5	-8,9
Resultado Financiero del SPNF (porcentaje del PIB)	-0,1	-4,3
Tasa de desempleo Abierto	4,9	7,8
Porcentaje de Hogares Pobres	17,7	18,5
Coefficiente Gini	0,424	0,439

FUENTE: Elaboración propia con base en indicadores económicos del BCCR.

No obstante el deterioro en la mayoría de las variables reales a lo largo del año, cabe destacar la evolución de algunas series más relacionadas con el nivel de vida de la población como los salarios reales y el consumo privado, las cuales se incrementaron en 4,9 por ciento y 1,6 por ciento, respectivamente. Asimismo, los resultados generales ubican al país en una posición levemente superior que el promedio latinoamericano. Por ejemplo, mientras el PIB costarricense descendió 1,1 por ciento, el promedio de Latinoamérica y el Caribe disminuyó 1,8 por ciento.

Vale la pena resaltar la significativa mejora en algunos indicadores claves ligados a la estabilidad macroeconómica y financiera. Por ejemplo, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos/PIB se redujo de 9,3 por ciento en el 2008 a 2,2 por ciento en el 2009 y la inflación, con base en el índice de precios al consumidor, bajó de 13,9 por ciento a 4 por ciento. Al mismo tiempo, los meses promedio de importación financiados por reservas se ubicaron en el 2009 en 5,7 meses, mientras que para el 2008 la cifra fue de 3,8. El tipo de cambio, que se había devaluado 6,8 por ciento por ciento hasta el 11 de agosto, a partir de ahí se apreció 4,9 por ciento, como consecuencia de la mayor oferta neta (menor demanda neta) de divisas. Unido a

ello, las tasas de interés (Tasa Básica Pasiva) se redujeron 3 puntos porcentuales en el último trimestre del año. Parte de estos resultados se atribuyen a la menor inflación mundial y, en particular, a precios del petróleo y los alimentos más bajos, pero también al manejo de las políticas domésticas, como se comentará más adelante.

Al realizar un análisis del 2009 por sub-períodos, se detecta claramente que la evolución de las variables reales fue muy distinta al inicio del año de lo que se observó al final del período. En general, la situación en los últimos meses fue mucho más favorable que lo experimentado en los primeros meses. Efectivamente, mientras en el primer trimestre la actividad económica decreció 4,5 por ciento, en el último creció 2,9 por ciento (5 por ciento en diciembre, de acuerdo con la variación interanual del IMAE). Asociado a esa mejora, los meses finales mostraron un mejor comportamiento en las exportaciones, los ingresos tributarios, el empleo y la confianza de consumidores y empresarios. Asimismo, como consecuencia de mayores ingresos de capital, el mercado de divisas empezó a observar un superávit, el cual se reflejó en una tendencia a la apreciación del tipo de cambio.

A la par del adecuado manejo de las políticas macroeconómicas que se analizarán en este documento, durante el 2009 el país continuó avanzando en acciones y políticas para insertar a la economía costarricense en los mercados internacionales. Se aprobaron la mayoría de los proyectos complementarios del Tratado de Libre Comercio entre Centroamérica y República Dominicana con los Estados Unidos; se acordó uno con Singapur y se continuó con las negociaciones con China y la Unión Europea, este último paralizado en la segunda parte del año por la *complicación política* de la República de Honduras. Adicionalmente, en diciembre se aprobó la reforma a la Ley de Zonas Francas y se avanzó también en la apertura de los servicios de seguros e Internet.

El presente documento se encuentra dividido en siete secciones: la primera es la introducción, en la segunda se analiza el comportamiento de las principales variables reales, en la tercera se enfatiza en las variables ligadas a la estabilidad macroeconómica y financiera, en la cuarta se resalta la influencia de los resultados de la economía internacional, en la quinta se estudia el impacto de las políticas internas, en la sexta se realiza un resumen y conclusiones del estudio y, finalmente, en la séptima se exponen algunas lecciones de política y recomendaciones.

1.2 DETERIORO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES REALES

En esta sección se evalúa el impacto en las principales variables reales durante el 2009, cuyo análisis reviste de particular interés porque se encuentran íntimamente relacionadas con el nivel de vida de la población. Algunas de las series lo explican mejor que otras, pero en general tienden a complementarse. Como la evolución de las variables no fue uniforme a lo largo del año, y además hubo importantes cambios en períodos cortos, en la medida de lo posible se tratará de hacer referencia a períodos trimestrales o semestrales.

Durante el 2009 la mayoría de las variables reales mostraron importantes decrecimientos. Por ejemplo, la actividad económica, medida por el PIB, descendió 1,1 por ciento y en términos *per cápita* la caída fue de 3,1 por ciento¹. El deterioro de la actividad económica de ese año fue la más severa de los últimos 25 años. Después de la crisis de fines de los setenta y principios de los ochenta, Costa Rica nunca experimentó decrecimientos del Producto Interno Bruto. Los períodos de menor dinamismo fueron en 1996 y 2001, cuando el crecimiento fue de sólo 0,9 por ciento y 1,1 por ciento; el primero consecuencia de los problemas asociados con el cierre del Banco Anglo y el ajuste de las políticas fiscales y monetarias expansivas de los años previos. El segundo, resultado de la crisis de Estados Unidos relacionado con los problemas de las empresas tecnológicas.

Aparte de las variables anteriores, un análisis más minucioso de otras series podría brindar mejor información sobre el impacto más directo en el nivel de vida de la población. En ese sentido, variables como el consumo privado, los salarios reales y el ingreso nacional pueden ser más representativas. Los resultados indican que el comportamiento de estas variables fue más favorable, llegando incluso a ser positivo. Efectivamente, mientras el consumo privado creció 1,6 por ciento (leve disminución en términos *per cápita*), el ingreso nacional lo hizo en 1,3 por ciento y los salarios reales aumentaron 4,9 por ciento (de acuerdo con el índice de salario mínimo real calculado por el BCCR). Los niveles de pobreza y el coeficiente de Gini desmejoraron, pero el impacto fue menor al esperado.

1. En el período comprendido entre el último trimestre del 2008 y el tercero del 2009, la caída del PIB fue 2 por ciento y en términos *per cápita* de 4 por ciento.

Finalmente, evaluando el desempeño de estas variables por sub-períodos, el efecto más negativo se presentó en la primera mitad del año, en particular en el primer trimestre; en la segunda parte, especialmente en el último trimestre, dichas variables denotan señales más positivas. Por ejemplo, mientras la actividad económica, medida por el PIB trimestral, decreció un 4,5 por ciento en el primer trimestre, en el último se estima creció 2,9 por ciento. Esta aceleración se reflejó en la evolución de las exportaciones, el turismo, la acumulación de inventarios, la recaudación tributaria y el empleo. En el primer trimestre del 2010 el PIB experimentó un crecimiento superior al 5 por ciento y se espera que al final del año la tasa esté cercana al 4 por ciento.

En las siguientes secciones se realizará un análisis más detallado de la evolución de las referidas variables.

Recuadro 1.1 Reflexiones sobre modelos económicos

Es muy común y hasta riguroso que los economistas recurran a la utilización de modelos para explicar el comportamiento de variables de interés. Los modelos constituyen abstracciones de la realidad que ayudan a explicar los fenómenos económicos y generalmente se clasifican en dos tipos: 1) reducidos, muy simples y de pocas variables y ecuaciones; y 2) estructurales, generados por un proceso de maximización, con ecuaciones y variables determinadas simultáneamente. En ambos casos, pero preferiblemente en los más sofisticados, se parte de supuestos que simplifican la realidad acerca de determinados comportamientos.

Las discusiones acerca de la utilidad de los modelos siempre han estado presentes en la literatura. Algunos argumentan que estos instrumentos deberían ayudar a explicar lo sucedido con distintos fenómenos económicos (*historia*). Otros, sin embargo, mencionan que también deberían constituir herramientas relevantes de pronóstico. En ambos casos existen discrepancias, pero especialmente los cuestionamientos más serios son atribuidos a su capacidad predictiva. Precisamente las dificultades para prevenir la crisis actual han inducido a algunos a sugerir una reevaluación del marco analítico macroeconómico vigente. Si bien esto no garantiza evitar nuevas crisis, podría contribuir a enfrentarlas de mejor manera.

Muchos de los marcos utilizados se han basado en los modelos de equilibrio general keynesianos (Mankiw; 2006), según los cuales el producto, las tasas de interés y los precios, se determinan de manera simultánea, asumiendo que los salarios reaccionan lentamente a los *shocks* del sistema económico. Aparte del cuestionamiento de este supuesto, la estimación empírica de la mayoría de esos modelos trataron las expectativas, elemento crucial, de forma rudimentaria. No era posible definir el futuro según el promedio de las observaciones anteriores.

Continuación de recuadro 1.1

Posteriormente surgieron los modelos neoclásicos, que eliminaban los supuestos de rigidez de precios y salarios y postulaban que los agentes económicos formaban expectativas racionales acerca del futuro para maximizar sus beneficios. Luego los modelos *neokeynesianos* reintrodujeron las expectativas racionales, pero mantenían la rigidez de salarios y precios. Más recientemente aparecieron los nuevos modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general.

La bibliografía ha planteado algunas críticas a los modelos macroeconómicos. Se argumenta que los modelos empíricos de tradición keynesiana no han sido útiles para pronosticar los cambios del ciclo económico, pues generalmente concluyen que el futuro será bastante similar al pasado. El mismo Keynes era escéptico pues reconocía que las expectativas, cruciales para todo comportamiento, son muy difíciles de modelar dada la complejidad de la economía. Ante un futuro incierto, las expectativas de los agentes económicos tienden a guiarse por *mecanismos heurísticos e impulsos emocionales (espíritus animales; Akerlof y Shiller, 2009)* y a cambiar bruscamente respecto del pasado.

Por su parte, la reciente crisis ha demostrado que los modelos basados en el supuesto de las expectativas racionales son cuestionables. El rápido aumento y posterior caída de los precios de muchos activos pareciera incompatible con un proceso racional de determinación vinculado al valor subyacente, especialmente cuando en muchos mercados las expectativas se han basado en una simple extrapolación de acontecimientos pasados. De hecho, conforme la evolución de los activos no encontraron respaldo en las variables fundamentales, los precios resultaron ser insostenibles.

A diferencia de las referidas escuelas, la teoría austríaca asigna una importancia crucial a la creación de dinero y de crédito, por parte del sistema financiero y a la eventual generación de desequilibrios que, acumulados en el tiempo, bajan la rentabilidad de las inversiones y provocan alguna crisis económica. En virtud del rápido crecimiento monetario y crediticio de la última década, los activos alcanzaron precios poco congruentes con su valor fundamental, y el gasto se elevó significativamente. El riesgo consistía en que esos desequilibrios se revirtieran a niveles más aceptables, como efectivamente ocurrió en algunos países.

No obstante la relevancia asignada por la corriente austríaca a la creación de dinero y crédito en el origen de las crisis, escasamente mencionan los problemas del sector financiero y sus efectos negativos en la economía real. Hyman Minsky (1982) se refirió a ciertas etapas de crecimiento del crédito, en las que el horizonte se acortaba hasta culminar en un financiamiento *tipo Ponzi*. En la última etapa del auge, el financiamiento se concedería para atender los intereses de préstamos anteriores. En un momento imposible de predecir, comenzaría la caída, con importantes repercusiones para la economía real (*momento Minsky*). Aunque el agotamiento del crédito disponible aparecía como una cri-

Continuación de recuadro 1.1

sis de liquidez, su causa subyacente era el temor acerca de la insolvencia de las contrapartes, incluidos los demás bancos.

Los modelos *neoclásicos* y *neokeynesianos*, con sus supuestos simplificados, aportan poca orientación a corto plazo sobre la mejor manera de aplicar las políticas macroeconómicas. La crisis actual ha puesto de manifiesto grandes interrogantes prácticas sobre cómo manejar las crisis y cómo prevenirlas. Para evitar los errores de pronóstico y definir la política económica, la macroeconomía futura tendrá que abocarse a una serie de esfuerzos en diversos campos; dentro de ellos podrían mencionarse los siguientes:

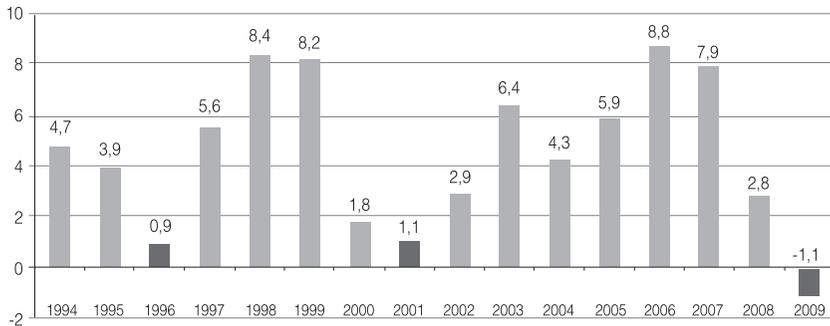
- Utilizar una diversidad de modelos, complementado con la intuición de funcionarios experimentados, a efecto de combinar arte y ciencia.
- Encontrar la forma de identificar y reaccionar ante la acumulación de desequilibrios como los previstos por la corriente austríaca, que desembocaron en la crisis actual.
- No circunscribirse únicamente a la estabilidad financiera, sino a evaluar cómo la creación excesiva de crédito y de dinero puede generar serias dificultades fuera del sistema financiero.
- Emplear un marco de análisis más amplio donde la responsabilidad de observar los desequilibrios y adoptar la respuesta de política recaerá principalmente en los bancos centrales y, en menor grado, en los supervisores financieros.
- No menospreciar la relevancia del sistema financiero, pues el excesivo apalancamiento de las familias y las empresas generalmente tendrán como contrapartida un desequilibrio en las entidades financieras, cuya corrección simultánea tendrá repercusiones en la actividad económica.
- Cuestionar la teoría de la eficiencia de los mercados y considerar la literatura sobre las deficiencias de información, los problemas de interrelación y los incentivos perversos.
- Tratar de manera más seria los postulados de las *finanzas conductuales* (Akerlof y Shiller, 2009), al igual que la visión de los operadores del mercado acerca de aquellas interacciones entre los agentes que pueden generar resultados injustificados (Soros, 2009).
- Analizar el papel de las redes estatales de protección y el eventual riesgo moral (*incentivos perversos*) y su repercusión en la gravedad de los ciclos financieros.
- No descartar la posibilidad de que los bancos comerciales sean ahora demasiado grandes, complejos, interrelacionados y globalizados como para dejarlos caer o tener que rescatarlos.

1.2.1 Producto Interno Bruto²

En el 2009 la economía costarricense experimentó una contracción en el nivel de actividad económica, como no lo había observado en más de dos décadas. Esto se reflejó en la mayoría de los sectores productivos, afectando importantes variables económicas y sociales. No obstante, conforme fue transcurriendo el año se fue notando una recuperación gradual, principalmente por la aceleración del sector manufacturero, el agropecuario y las actividades de servicios.

En el gráfico 1.1 se puede observar la caída en la tasa de variación anual del PIB, la cual fue la primera en los últimos 25 años. Desde la crisis de principios de los años 80, Costa Rica no había experimentado un crecimiento negativo del PIB. Véase Gráfico 1.1.

GRÁFICO 1.1
COSTA RICA: CRECIMIENTO DEL PIB, 1994-2009
(cifras en porcentajes de variación anual)



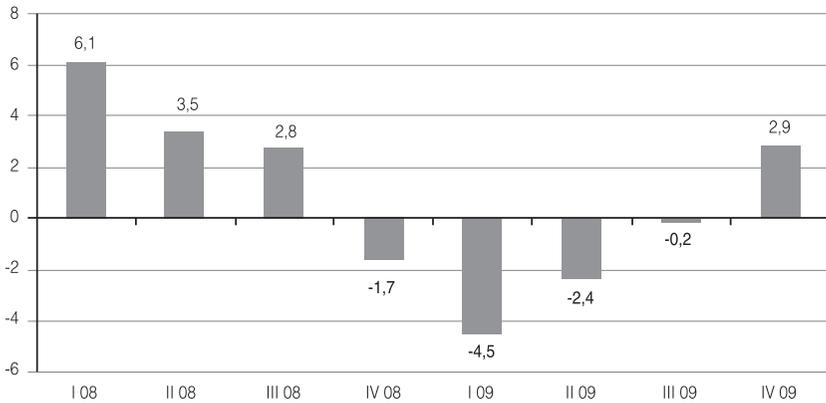
FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

El Producto Interno Bruto (PIB) a precios constantes se estima disminuyó un 1,1 por ciento en el año, especialmente por la contracción del primer semestre, pues en la segunda mitad presentó signos de recuperación. Más específicamente, los indicadores disponibles de corto plazo, como el IMAE y el PIB trimestral, indican que fue en el primer trimestre donde se concentró la mayor recesión cuando el producto disminuyó 4,5 por ciento en términos

2. Esta subsección utilizó documentos como BCCR (2010a), BCCR (2010b) y BCCR(2010c).

anualizados; en tanto que en el último trimestre el nivel de actividad mostró un significativo crecimiento (2,9 por ciento). Véase Gráfico 1.2.

GRÁFICO 1.2
COSTA RICA: PIB REAL TRIMESTRAL, 2008-2009
(cifras en porcentajes de variación interanual)



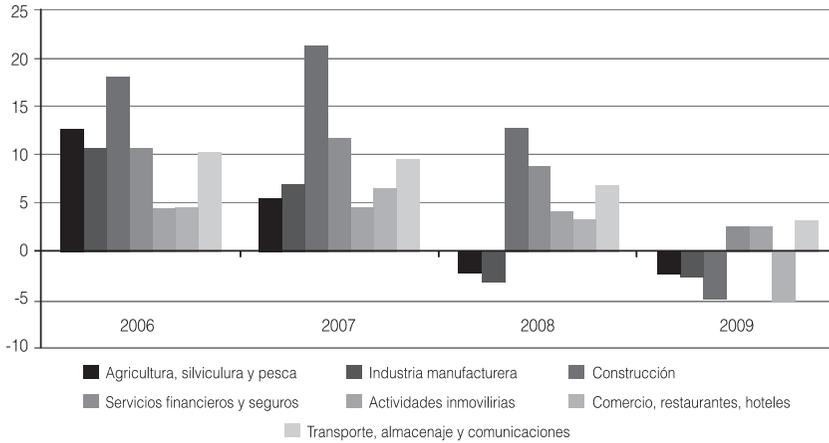
FUENTE: BCCR (2010b).

1.2.1.1 *Producto Interno Bruto por sectores económicos*

El análisis del PIB por sectores económicos indica que la caída para todo el año estuvo explicada por la mayoría de actividades, en especial industria, agropecuario, construcción y comercio. Cabe resaltar que a pesar de recesión económica, las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones crecieron continuamente a una tasa superior al 3 por ciento y el resto de servicios a más del 7 por ciento. Asimismo, mientras en el primer trimestre casi todas las actividades mostraron decrecimientos, en el último trimestre sucedió todo lo contrario. Algunas actividades como la industria, agropecuario y comunicaciones crecieron inclusive a tasas superiores al 4 por ciento³.

3. Debe tenerse en cuenta que la base de comparación, correspondiente al último trimestre del 2008, fue particularmente muy baja.

GRÁFICO 1.3
 COSTA RICA: PIB, SEGÚN SECTORES ECONÓMICOS, 2006-2009
 (cifras en porcentajes de variación interanual)



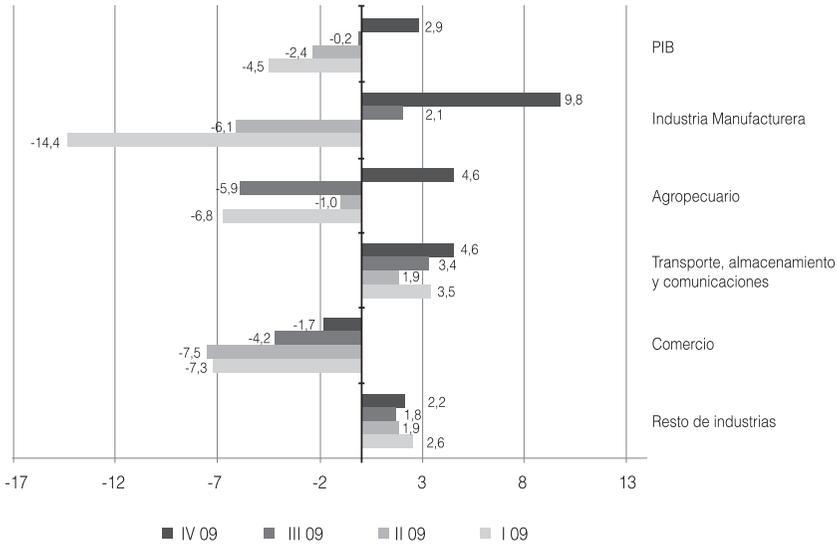
FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

En el caso de la industria, con el mayor peso relativo, su contracción se presentó en el primer semestre cuando disminuyó a una tasa promedio cercana al 10 por ciento en comparación con igual lapso del año previo, debido a la reducción en las exportaciones y a la menor demanda interna de la construcción y el agro. A partir del tercer trimestre empezó a mostrar crecimientos positivos (2,1 por ciento), el cual se aceleró en el último trimestre (9,8 por ciento), producto de la recuperación en las empresas amparadas a los regímenes especiales. Esto último se atribuye al traslado de cuotas de producción hacia Costa Rica por el cierre de centros de operación en otros países, así como a las tasas positivas observadas por las empresas medianas y grandes del régimen regular a partir de noviembre del 2009. Al final la reducción de esta actividad para el año fue de 2,6 por ciento.

El sector agropecuario, por su parte, presentó una contracción consecutiva durante los tres primeros trimestres a una tasa interanual promedio de 4,5 por ciento, explicada por los mayores costos de producción, el clima adverso para las cosechas de algunos productos, así como las difíciles condiciones de demanda internacional. En el cuarto trimestre, esta actividad mostró un crecimiento positivo de 4,6 por ciento, atribuible a la mayor colocación de piña y melón en mercados externos y la menor caída registrada en la producción de banano; esto último fruto de la recuperación de áreas de

cultivo en los últimos dos meses del 2009, las cuales fueron afectadas, a finales del 2008 e inicios del 2009, por las inundaciones y vendavales en la zona Atlántica. La contracción de este sector para todo el año fue de 2,5 por ciento.

GRÁFICO 1.4
COSTA RICA: PIB, SEGÚN TIPO DE INDUSTRIA, 2009
(cifras en porcentajes de variación interanual)



FUENTE: BCCR (2010b).

Las actividades de construcción, comercio, restaurantes y hoteles mostraron tasas negativas durante todo el año. En el caso de la construcción su comportamiento se explica particularmente por la disminución de las edificaciones privadas, ya que la construcción pública se mantuvo creciendo en varios proyectos ejecutados por administración y licitación⁴. La actividad comercial, por su parte, presentó una menor desaceleración en el último trimestre (1,7 por ciento comparado con 6,3 por ciento promedio en los

4. Cabe resaltar el abastecimiento de agua potable para el Área Metropolitana por el ICAA; avance en la construcción del Estadio Nacional; ampliación en la capacidad de almacenamiento y otras edificaciones por RECOPE; obras de conservación vial en varias zonas, mejoramiento de rutas nacionales y proyectos en algunos aeropuertos por el CONAVI; ejecución de la Planta Hidroeléctrica Rentaván por el ICE.

primeros tres trimestres), debido a la estabilidad en las ventas de vehículos y al incremento en la demanda de los grupos comerciales de alimentos, farmacia y cuidado personal.

La mayoría de los servicios mantuvieron un crecimiento continuo, sobresaliendo los transportes, almacenamiento y comunicaciones (telefonía celular e Internet), donde resaltan actividades de los centros de llamadas y procesamientos de datos, los centros de costos y servicios y la producción de *software*. La atracción del país por este tipo de servicios obedece a los menores costos de operación, la cercanía geográfica y horaria con Norteamérica, así como a la mano de obra calificada.

1.2.1.2 *Producto Interno Bruto por componentes del gasto*

Un análisis del comportamiento del PIB por componentes del gasto, indica que el deterioro de la actividad económica en el 2009 fue producto tanto de la contracción de la demanda interna (6,7 por ciento) como de las exportaciones de bienes y servicios (6,4 por ciento).

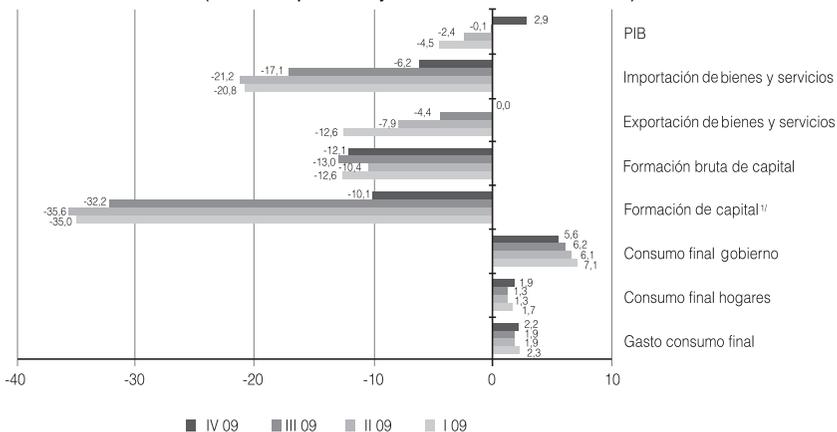
La demanda interna, que está compuesta por el consumo e inversión públicas y privadas, se redujo fundamentalmente por la dramática caída de la inversión privada (-17,6 por ciento), pero especialmente por la baja en los inventarios. Precisamente estos rubros se caracterizan por su elevada volatilidad y correlación con el ciclo económico y las expectativas. Cuando la demanda por bienes y servicios disminuye, los empresarios reducen los planes de inversión, de producción y utilizan los inventarios acumulados en períodos anteriores. En el último trimestre, sin embargo, la formación de capital sólo descendió 10 por ciento, comparado con caídas superiores al 30 por ciento en los tres trimestres previos, como consecuencia de algunas inversiones y, especialmente, por el reabastecimiento de inventarios.

La caída de la inversión privada fue parcialmente neutralizada por el crecimiento mostrado por el consumo final privado y el del Gobierno. En el caso del consumo final de las familias, destaca el crecimiento de 1,6 por ciento, ligeramente inferior al incremento de la población, lo que significa que a pesar de la crisis, el consumo *per cápita* se mantuvo relativamente estable. Este comportamiento encuentra alguna explicación en la evidencia empírica de muchos estudios que demuestra que el consumo de las familias es de los componentes menos volátiles. En efecto, las familias, en especial las

de bajos ingresos, en períodos de grandes dificultades económicas, se ven obligadas a posponer otros gastos y sólo como último recurso, disminuyen el rubro de alimentos. Asimismo, estudios realizados para Costa Rica concluyen que en este período se observó un cambio en los patrones de consumo, donde sobresalen el aumento en consumo de bienes menos suntuosos y la mayor utilización de *pulperías*.

Complementario a la explicación anterior, en medio de una situación de deterioro generalizado, esa evolución encuentra sustento en el leve incremento del ingreso nacional disponible, el aumento del poder de compra de los salarios reales y las políticas de empleo público y de ayudas directas otorgadas por el Gobierno (*programa Avancemos*). Mención especial merece destacar el comportamiento del ingreso nacional disponible, cuyo incremento de 1,3 por ciento atribuible a la mejora en los términos de intercambio (7,3 por ciento)⁵, más que compensó la contracción en el nivel de actividad. Este impacto positivo sobre el ingreso exhibió su mayor incidencia en el transcurso del primer semestre del 2009, cuando los precios internacionales de las materias primas alcanzaron niveles mínimos.

GRÁFICO 1.5
COSTA RICA: PIB REAL TRIMESTRAL, SEGÚN GASTO, 2009
(cifras en porcentajes de variación interanual)



1/ La formación de Capital incluye la formación bruta de capital fijo y la variación de existencias.

FUENTE: BCCR (2010b).

5. Los precios de los bienes y servicios de exportación se contrajeron, pero a tasas menores que las observadas en las importaciones.

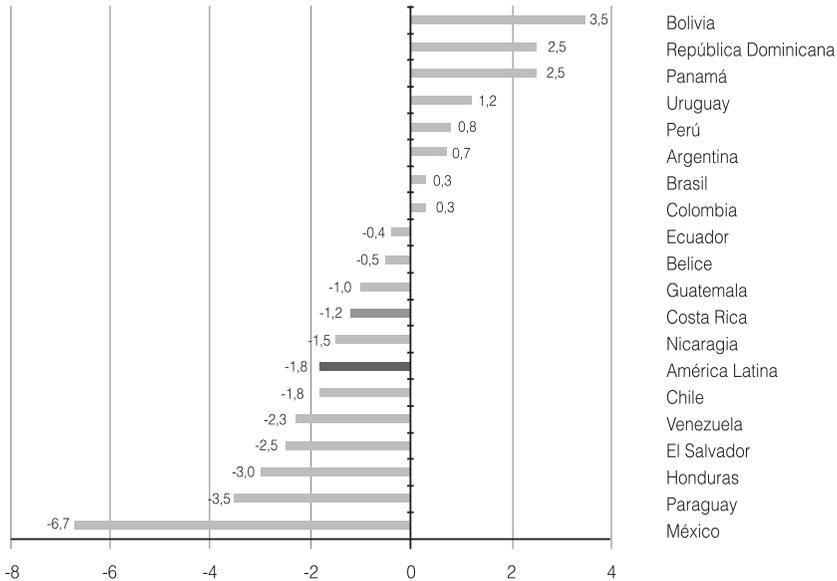
El consumo final del Gobierno se elevó 6,4 por ciento como resultado de las mayores erogaciones en salud, educación y otros servicios ofrecidos por la administración pública. Asimismo, destaca el aumento de la inversión pública, la cual se incrementó en 12,8 por ciento, donde destacan proyectos de carreteras, hidroeléctricos, telecomunicaciones y hospitalarios. Los mayores gastos del sector público, tanto en consumo pero especialmente en la inversión pública, compensaron parcialmente la reducción de la inversión del sector privado, actuando como política *contra cíclica*, y contribuyendo así a disminuir el impacto recesivo de la actividad económica profundizado por la crisis internacional.

La disminución de la demanda externa por parte de los principales socios comerciales fue reflejo del debilitamiento de la actividad económica mundial, que se tradujo en menores ventas de prácticamente toda la oferta exportable de bienes y servicios de nuestro país. Este descenso fue mucho mayor en el primer semestre cuando se redujo en 10,2 por ciento, especialmente por las menores ventas de productos manufacturados y las bajas en los servicios de transporte y turismo. En la segunda parte la demanda externa observó una recuperación, pues la reducción fue de sólo 2,2 por ciento, en línea con el mejor desempeño de los socios comerciales, la actividad de las empresas amparadas a regímenes especiales de comercio y el incipiente dinamismo de los productos agrícolas. De hecho en el último trimestre las exportaciones de bienes crecieron 3 por ciento en términos nominales y las de servicios 0,3 por ciento, ayudado por los mayores ingresos por turismo en diciembre.

1.2.2 Crecimiento de países latinoamericanos

En el siguiente gráfico se presenta una comparación de las tasas de crecimiento que experimentaron los países latinoamericanos durante el 2009. Costa Rica está ubicada ligeramente por encima del promedio latinoamericano, el cual fue afectado por la gran caída y peso relativo de México.

GRÁFICO 1.6
LATINOAMÉRICA: TASAS DE CRECIMIENTO, 2009
(cifras en porcentajes)

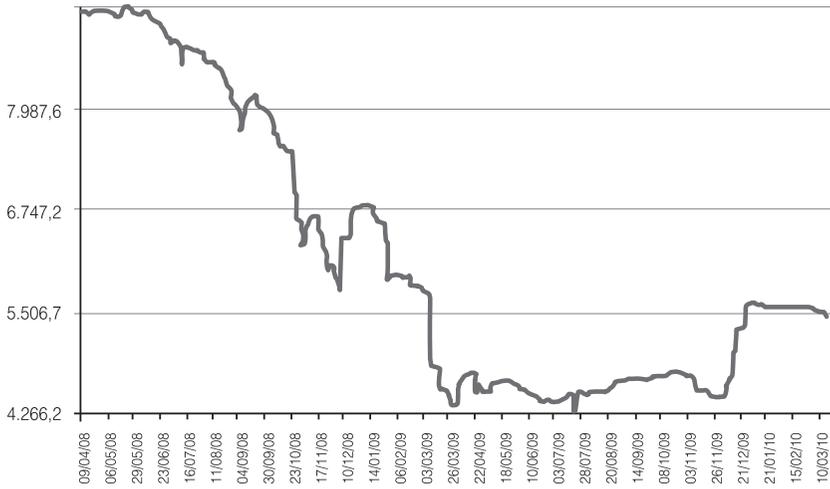


FUENTE: CEPAL (2010).

1.2.3 Evolución del Índice Accionario de la Bolsa Nacional de Valores

La difícil situación de la actividad económica del 2009 se reflejó de manera muy severa, por ejemplo, en el precio de las acciones de las empresas que cotizan en la Bolsa Nacional de Valores. Aún cuando este mercado no es muy profundo, constituye un indicador del impacto que se presentó en el valor de estas empresas. La mayoría de ellas cayeron a casi la mitad del valor que habían alcanzado dos años antes. En diciembre se nota una recuperación importante.

GRÁFICO 1.7
 COSTA RICA: ÍNDICE ACCIONARIO DE LA BOLSA NACIONAL
 DE VALORES DE COSTA RICA, 2008-2010



FUENTE: BNV.

1.2.4 Empleo, salarios y distribución del ingreso

Aún cuando la actividad económica y la generación de fuentes de empleo presentan ciertos rezagos, ambas están íntimamente correlacionadas. Durante los períodos de expansión, el empleo aumenta, el desempleo se reduce y, usualmente, es de esperar que las remuneraciones también se incrementen. En el caso de una desaceleración y en particular de una recesión como la experimentada por el país en el 2009, sucede lo contrario. Efectivamente, de conformidad con la Encuesta Nacional de Hogares, de mediados del 2008 a mediados del 2009, la tasa de ocupación total del país bajó de 53,9 a 52,1. Este efecto se reflejó en todas las regiones, sexo (hombres y mujeres) y prácticamente todas las edades.

Según datos de la Caja Costarricense del Seguro Social, en los últimos meses del 2009 empezaron a observarse leves incrementos en algunas actividades. Como consecuencia, al final de año el número de personas que perdieron su empleo fue de sólo 2.200. La distribución por sectores económicos, sin embargo, fue diferente. La construcción, industria, agricultura, intermediación financiera y las actividades inmobiliarias fueron las más

afectadas. Lo contrario sucedió con las actividades ligadas a ciertos servicios y las del sector público, las cuales experimentaron incrementos en los niveles de empleo.

CUADRO 1.3
COSTA RICA: POBLACIÓN ECONÓMICAMENTE ACTIVA (PEA)
OCUPADA POR RAMA DE ACTIVIDAD, 2008-2009

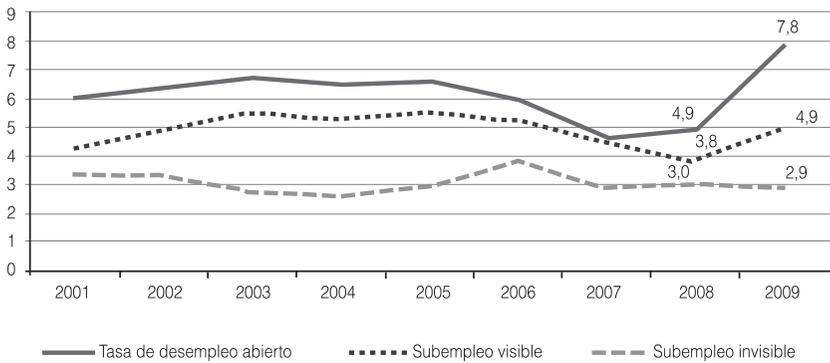
Variables	2008	2009	Tasa de variación (por ciento)
PEA Ocupada por rama de actividad	1.957.708	1.955.507	-0,1
Agricultura	235.060	224.322	-4,6
Pesca	6.572	7.270	10,6
Minas y canteras	2.167	1.593	-26,5
Industrias manufactureras	239.404	232.918	-2,7
Electricidad, gas y agua	27.953	27.094	-3,1
Construcción	152.579	128.942	-15,5
Comercio y reparación	377.608	389.576	3,2
Hoteles y restaurantes	100.309	105.738	5,4
Transporte, almac. y comun.	143.045	148.732	4,0
Intermediación financiera	53.339	49.040	-8,1
Actividades inmobiliarias y empresariales	137.581	130.278	-5,3
Administración pública	93.762	112.744	20,2
Enseñanza	112.552	114.628	1,8
Salud y atención social	64.671	73.066	13,0
Servicios Comunitarios y personales	81.132	75.784	-6,6
Hogares con servicio doméstico	118.956	123.167	3,5
Organizaciones extraterritoriales	2.697	5.394	100,0
Actividades no especificadas	8.321	5.221	-37,3

FUENTE: CCSS.

El desempleo y los indicadores de pobreza y desigualdad del ingreso empeoraron como resultado de la baja en la actividad económica. La tasa de desempleo abierto se elevó de 4,9 por ciento a 7,8 por ciento, cuyo deterioro fue parcialmente compensado por el incremento en el empleo público (principalmente de policías y profesores). También se incrementó la tasa de subempleo visible de 3,8 por ciento a 4,9 por ciento, lo que implicó que una

mayor proporción de la fuerza de trabajo laboró menos de 48 horas semanales, porque el menor dinamismo de la producción no les permitió trabajar una mayor jornada. La tasa de desempleo invisible, o sea los que reciben menos del salario mínimo, permaneció en alrededor de 3 por ciento.

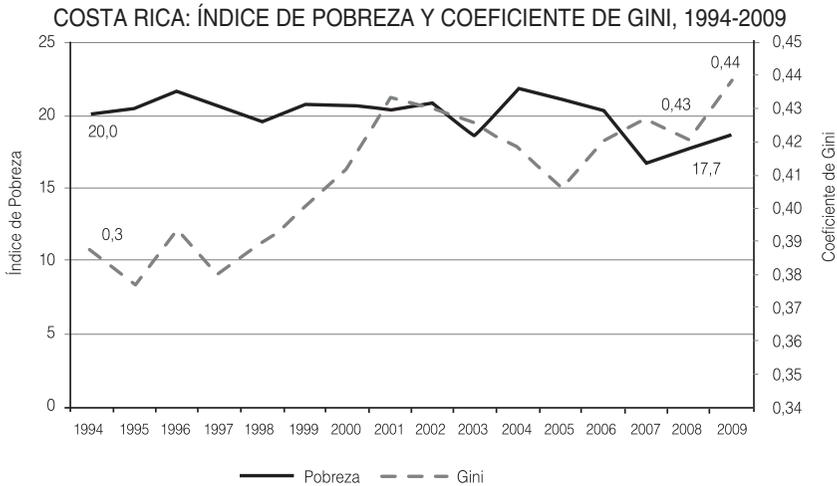
GRÁFICO 1.8
 COSTA RICA: TASAS DE DESEMPLEO ABIERTO
 Y SUBEMPLEO VISIBLE E INVISIBLE, 2001-2009
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en el INEC y el BCCR.

La proporción de hogares pobres subió de 17,7 por ciento a 18,5 por ciento y la distribución del ingreso también se empeoró, ya que el quintil más bajo perdió medio de punto porcentual. El deterioro de esos indicadores, sin embargo, fue menos severo de lo anticipado, en parte como resultado de la caída en la inflación y las mayores transferencias directas del Gobierno a sectores vulnerables. El continuado deterioro de la distribución del ingreso en los últimos años, es una situación preocupante y requerirá atenderse en el futuro para revertir esta tendencia. Sin embargo, es importante indicar que ello obedece, en buena medida, al mayor dinamismo y ventajas competitivas de actividades que suplen bienes y servicios especializados a mercados internacionales, todo lo cual les permite ofrecer remuneraciones más elevadas.

GRÁFICO 1.9

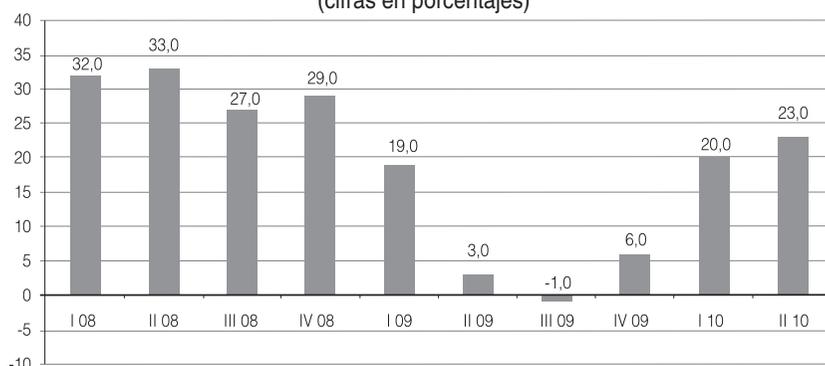


FUENTE: Elaboración propia con base en el INEC.

1.2.5 Expectativas de consumidores y empresarios

La mayoría de variables reales indican que la actividad económica empezó a reanimarse a partir del último trimestre. Esta evolución es coincidente con las diferentes mediciones y diversas fuentes relacionadas con las expectativas mostradas por parte de consumidores y empresarios. La contratación de trabajadores que generalmente es de las últimas en reaccionar cuando se está saliendo de un ciclo recesivo, sugiere una importante reactivación por parte de los empresarios en el cuarto trimestre del 2009, pero especialmente para el 2010, tal y como se exhibe en el siguiente gráfico.

GRÁFICO 1.10
COSTA RICA: EXPECTATIVAS DE EMPLEO, 2008-2010
(cifras en porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en la Encuesta de expectativas del empleo en Costa Rica. Manpower (2009 y 2010).

1.3 MAYOR ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y FINANCIERA⁶

Durante el 2009 la economía costarricense experimentó una importante estabilidad económica y financiera que se reflejó en una amplia gama de indicadores. La variable más conocida y directa para medir la estabilidad es la inflación observada y las expectativas, pero una definición más amplia debería incluir otras series complementarias e indirectas. Dentro de ellas podría incluirse el sector externo (déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, las reservas monetarias internacionales del banco central y los bancos comerciales, la variación del tipo de cambio); la política monetaria (nivel de tasas de interés, agregados monetarios restringidos y *colonización* de la riqueza financiera); el sistema financiero (morosidad de la cartera crediticia y suficiencia patrimonial); y la política fiscal (déficit y deuda del Sector Público, incluyendo el banco central).

El análisis más amplio permite realizar un mejor diagnóstico de este tema en una determinada coyuntura, pero también contribuye a evaluar la sostenibilidad futura de los resultados observados. Como se describirá adelante, con excepción de los resultados fiscales, la mayoría de esos indicadores

6. En la elaboración de esta sección han sido utilizadas diversas publicaciones del BCCR, así como estadísticas del INEC.

mostraron comportamientos que permiten deducir que el país alcanzó una aceptable estabilidad en el 2009. Buena parte de la explicación se atribuye a las condiciones recesivas de la economía mundial y la baja inflación y caída de los precios de productos primarios en los mercados internacionales. No obstante, a nivel interno la misma contracción económica, la mayor oferta de algunos bienes y las menores expectativas de inflación fueron relevantes en ese logro. No debe menospreciarse tampoco las políticas monetarias, cambiarias y financieras más efectivas adoptadas por las autoridades correspondientes.

En general en el 2009 el país observó una inflación, medida por el índice de precios al consumidor, de 4 por ciento, la menor en más de tres décadas. Asimismo, las expectativas de inflación tendieron a bajar desde niveles de 14 por ciento a fines del 2008 a 7 por ciento en el 2009. En el sector externo, el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos/PIB fue de sólo 2,2 por ciento (9,3 por ciento en el 2008); las reservas monetarias internacionales del banco central se incrementaron en US 267 millones de dólares, las de los bancos comerciales en US 877 millones de dólares y el tipo de cambio se depreció sólo 2 por ciento (la devaluación promedio del año fue mayor, pero en el último cuatrimestre se apreció casi 5 por ciento).

En cuanto a la política monetaria, las tasas de interés promedio del sistema bancario y las de política del BCCR se mantuvieron positivas en términos reales; los agregados monetarios restringidos (medio circulante y emisión monetaria) crecieron a tasas similares al PIB nominal y en el último cuatrimestre se presentó un importante aumento de los ahorros en moneda nacional (se reduce la *dolarización* de la primera parte del año). En relación con la sanidad del sistema financiero, los indicadores de morosidad y suficiencia patrimonial se deterioraron levemente, tendiendo a mejorar en los últimos dos meses. Finalmente, el déficit fiscal, el del banco central y la deuda pública se incrementaron significativamente, constituyéndose en la única desviación desde la perspectiva de estabilidad, pero justificado como política *anti cíclica* y por la mejora experimentada en los años previos.

Recuadro 1.2 Reformas del sistema financiero

Las crisis originadas en los sistemas financieros han formado parte del proceso de desarrollo económico y toma de riesgos, consustancial a la innovación, al progreso y el crecimiento económico. En consecuencia, la autoridad reguladora debe ejercer un delicado balance entre los aspectos positivos sobre el crecimiento económico, derivados del desarrollo financiero, y el control de riesgos que pueden redundar en crisis sistémicas.

Los sistemas financieros generalmente presentan las siguientes características:

- Elevado apalancamiento (alta relación entre deuda y capital), lo cual los hace intrínsecamente vulnerables.
- Diferencias en plazo y monedas de denominación entre sus colocaciones y sus captaciones, provocando fragilidad ante cambios bruscos.
- Comportamiento procíclico, mostrándose expansivo en épocas de auge y contractivo durante las recesiones.
- Eventuales quiebras comprometen la confianza y credibilidad de los ahorrantes e inversionistas.
- Influencia sistémica, donde las fallas de algunas instituciones de importancia pueden amenazar al conjunto del sistema financiero y al resto de la economía.
- Equilibrios insostenibles y pánicos pueden derivar en crisis sistémicas por deficiencias de autorregulación, elevadas asimetrías, fallas de información y riesgo moral, conflictos de interés y deficiencias en gobernabilidad.

La toma de riesgos es requisito indispensable para cumplir con la transformación de plazos y coadyuvar con el proceso de ahorro, inversión y crecimiento. Asimismo, los riesgos se incrementan por su naturaleza innovadora y rápida para aprovechar ventajas en ciertos segmentos, buscando oportunidades de rentabilidad y transformándose según el entorno; todo lo cual produce costos y beneficios, externalidades positivas y negativas para el crecimiento y la estabilidad.

La regulación prudencial es una herramienta básica para velar por el equilibrio entre el uso del ahorro para el crecimiento y la preservación de la confianza. Este dilema, sin embargo, se complica debido a las características de los sistemas financieros, unido a la formación de expectativas muy típicas del mercado en general. Las expectativas de bonanza y la tolerancia frente al riesgo suelen retroalimentarse. Por el contrario, los eventos negativos despiertan expectativas y comportamientos recesivos. Además, la regulación casi siempre está rezagada con respecto a los cambios en el sistema financiero, pero requiere una continua renovación.

Continuación de recuadro 1.2

La regulación tradicional, sin embargo, enfatiza en aspectos de suficiencia patrimonial, provisiones por pérdidas y normas sobre liquidez y descargos de monedas y plazos para un banco considerado individualmente. No se toman en consideración aspectos que inclusive han estado presentes, en las crisis sistémicas previas incluida la actual: el crecimiento sostenido del crédito agregado y alzas continuas de precios de activos y la concentración del crédito en ciertos segmentos del mercado, elementos indicativos de una acumulación de riesgo sistémico (probabilidad de que una institución financiera en problemas se traduzca en una disrupción de los mercados y sistemas de pagos, ocasionando dificultades en otras instituciones y en el resto de la economía).

Recientemente, el mismo Comité de Basilea, así como autoridades responsables de la estabilidad financiera, ha propuesto incorporar esos aspectos agregados que subyacen en las crisis sistémicas. Han aceptado, implícita o explícitamente, la necesidad de un nuevo enfoque que fortalezca la incipiente regulación prudencial macro financiera. No obstante, todavía debe abordarse la mejor manera de implementar indicadores financieros y reglas generales, aun cuando individualmente las instituciones cumplan con sus límites de riesgo.

En general hay cuatro grandes áreas que revisten especial interés en materia de regulación financiera:

- Enfoque macro prudencial complementario al actual marco regulatorio orientados a prevenir las crisis: las significativas expansiones del crédito y alzas sostenidas en los precios de ciertos activos, han precedido a varias crisis financieras, generando cuestionamientos sobre el papel de la política monetaria en la acumulación de burbujas.
- Mecanismos de regulación prudencial a fin de reducir la prociclicidad: los mercados financieros están gobernados por expectativas de rentabilidad futura, demostrando ser muy optimistas y tolerantes al riesgo en las fases ascendentes y excesivamente pesimistas y adversas durante las declinaciones, acentuando las fluctuaciones cíclicas.
- Ámbito tradicional de la regulación y supervisión a toda institución que muestre riesgos sistémicos: la responsabilidad de la autoridad reguladora consiste en elevar la transparencia de los riesgos incurridos por esas instituciones, individualmente y del sistema en su conjunto.
- Conflictos de interés que afectan la divulgación fidedigna y oportuna de los niveles de riesgo: las carencias en estas áreas se combinan con una regulación y cambios en el sistema financiero que originan incentivos inadecuados al riesgo.

Las políticas regulatorias y prácticas de supervisión son claves para un adecuado desempeño del sistema financiero en general, pero son indispensables en el caso de bancos sistémicamente influyentes. Estas instituciones brindan beneficios como economías de escala, acceso al financiamiento internacional,

Continuación de recuadro 1.2

instrumentos innovadores y aplicación de complejas prácticas de gestión de riesgo, pero los costos que debe afrontar la sociedad en caso de quiebra son muy elevados: respaldo de los contribuyentes, significativa contracción del crédito e inestabilidad financiera.

De manera más específica, el nuevo marco de supervisión, con énfasis en los bancos sistémicamente influyentes, debería incluir al menos los siguientes elementos:

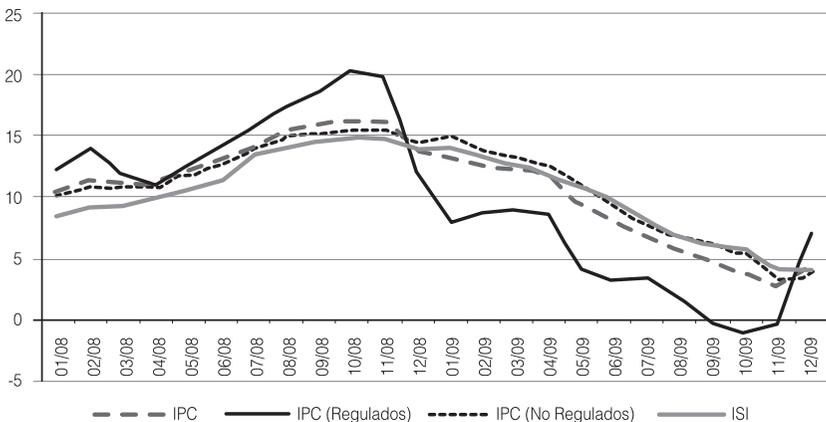
- Formular una definición práctica de este tipo de instituciones basándose en criterios como el volumen de activos o depósitos, complejidad de sus operaciones y aplicarles exigencias más estrictas.
- Fortalecer las normas y prácticas de gestión de riesgo, desde el personal hasta los procesos y los sistemas, de modo que esté capacitada para frenar excesos de riesgo, sobre todo en las épocas de prosperidad.
- Fijar restricciones a las operaciones de alto riesgo expresadas como porcentajes de su capital y actúen como salvaguardias automáticas.
- Establecer criterios de idoneidad más estrictos para los directorios, exigiéndoles dedicación exclusiva y conocimientos técnicos para comprender y supervisar estas instituciones.
- Optar por normas de remuneración prudentes que condicionen las bonificaciones a objetivos de desempeño, cumplimiento de principios prudenciales y a una suficiente capitalización.
- Adoptar y robustecer una sólida supervisión consolidada que evalúe el riesgo a nivel del holding, no de cada subsidiaria.
- Prepararse para la posible quiebra de un banco de esta naturaleza y reducir al mínimo el daño para la economía y el sistema financiero en su conjunto.
- Crear mecanismos para una posible disolución ordenada, autorizando a un ente gubernamental a tomar control provisionalmente hasta la liquidación, reestructuración o venta.
- Establecer reglas explícitas que determinen el orden de prioridad de los pagos y las pérdidas mínimas que sufrirán los acreedores en caso de que el gobierno asuma provisionalmente las operaciones.
- Exigir contribuciones por adelantado a un fondo de resolución, paliando así parte de los costos que el gobierno quizá deba afrontar para mantener en funcionamiento una institución en quiebra.
- Disponer de una protección jurídica para que los funcionarios competentes puedan ejercer la autoridad de resolución de estas instituciones y tener seguridad de actuar sin temor a un juicio sin causa justa.
- Replantear el criterio de imposibilidad de quiebra, por su tamaño, de algunos bancos. Aunque algunos bancos sean demasiado grandes para liquidarlos de inmediato, todos tienen posibilidades de quebrar.

1.3.1 Variables de inflación

La reducción del ritmo inflacionario en el 2009 quedó de manifiesto en la desaceleración de todos los índices de precios, dentro de los que se incluyen los precios al consumidor –IPC– (bienes regulados y no regulados; comerciables y no comerciables), la subyacente de inflación (ISI), los precios al productor industrial (IPPI) y los precios de construcción de viviendas. Recientemente el banco central realizó cálculos de un nuevo indicador de inflación, medias truncadas del IPC, que también confirma esos hallazgos.

Como se puede visualizar en el siguiente gráfico, al final del año el IPC sólo creció 4 por ciento (la más baja en casi cuatro décadas), donde destaca el menor incremento de los precios de los bienes no regulados (3,3 por ciento) en comparación con los regulados (7,2 por ciento). Asimismo, la descomposición de este índice entre bienes comerciables y no comerciables indica que los primeros aumentaron sólo 2,7 por ciento y los segundos 4,8 por ciento. El ISI se mantuvo en 4 por ciento. Por su parte, los índices de precios al productor industrial y de la construcción de viviendas más bien mostraron disminuciones de 1 por ciento y 1,7 por ciento, respectivamente.

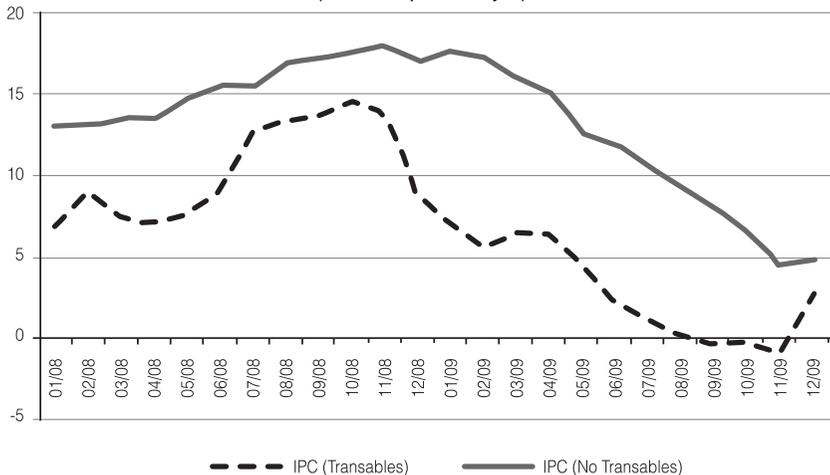
GRÁFICO 1.11
COSTA RICA. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPC),
REGULADOS, NO REGULADOS E ÍNDICE SUBYACENTE DE INFLACIÓN (ISI),
2008-2009
(cifras en porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

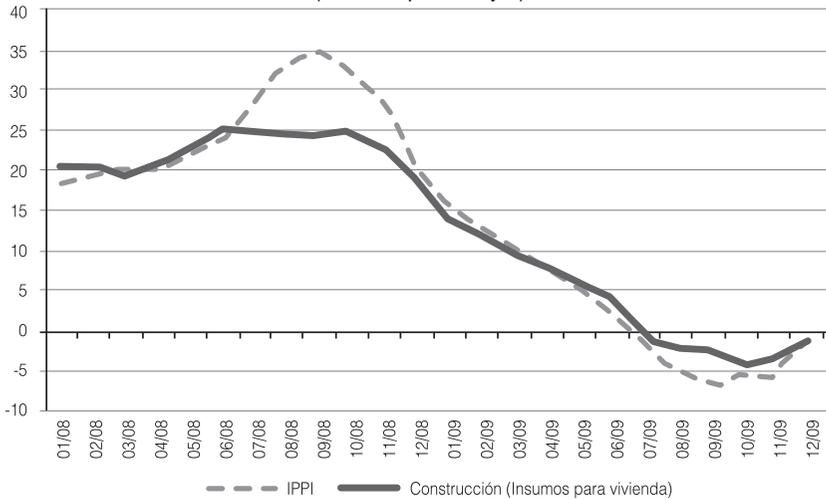
Como se comentó antes, la baja inflación observada constituyó un fenómeno bastante generalizado en la mayoría de naciones internacionales, atribuible al contexto económico recesivo y la reducción en los precios de los productos primarios. La alta integración del país con el resto del mundo implicó un bajo impacto de la inflación importada, la cual se reflejó en el menor crecimiento de los bienes transables (2,7 por ciento). La favorable evolución de los precios domésticos también se benefició de una serie de factores internos, dentro de los que destacan la caída de la demanda interna, la mayor oferta de productos agrícolas, la menor variación del tipo de cambio, la baja en las expectativas de inflación y el mejor control monetario del BCCR; todo lo cual influyó para que los bienes no regulados sólo crecieran 3,3 por ciento. El fuerte incremento de los precios de los bienes regulados puede requerir un análisis y evaluación de los modelos utilizados por la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos (ARESEP) para determinar su validez y aplicación actual.

GRÁFICO 1.12
 COSTA RICA: VARIACIÓN INTERANUAL ÍNDICE DE PRECIOS
 AL CONSUMIDOR (IPC)
 (BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES), 2008-2009
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

GRÁFICO 1.13
 COSTA RICA: VARIACIÓN INTERANUAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS
 AL PRODUCTOR INDUSTRIAL (IPPI) Y DEL ÍNDICE DE PRECIOS
 A LA CONSTRUCCIÓN, 2008-2009
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

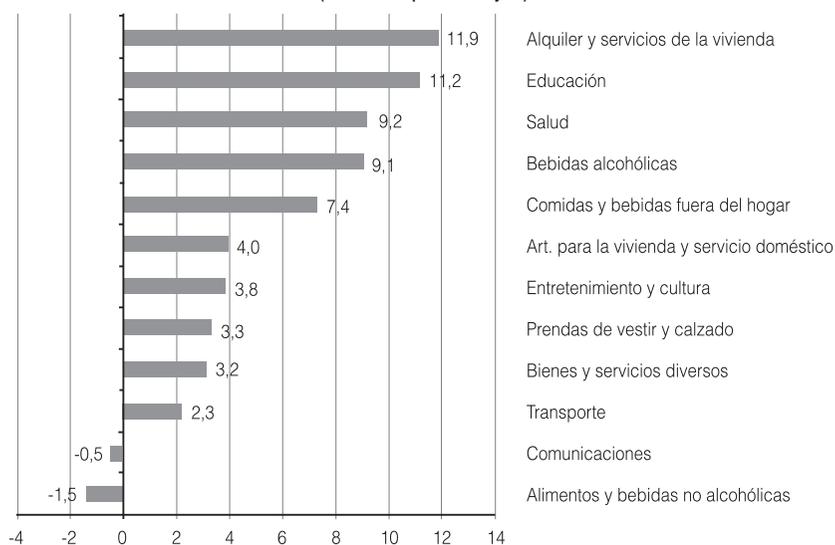
La canasta de consumo del IPC está conformada por 292 bienes y servicios y un análisis más detallado indica que la contribución porcentual de los diferentes componentes fue diferente en la desaceleración. En general los alimentos y bebidas, así como las comunicaciones mostraron disminuciones; y el rubro de transporte sólo creció levemente; todo ello asociado a los menores precios internacionales de productos primarios y petróleo. Como resultado, el principal aporte a la baja inflación provino de los alimentos, incluyendo las comidas y bebidas fuera del hogar (60,4 por ciento), destacando las hortalizas, leguminosas, tubérculos y frutas (23,3 por ciento), así como el pan, cereales y aceites (13,6 por ciento). En segundo lugar se ubicó el componente transable (22 por ciento), excluidos los alimentos y los bienes y servicios regulados, como consecuencia de la caída en las cotizaciones de los granos en el mercado internacional, así como el menor impacto del tipo de cambio.

GRÁFICO 1.14
COSTA RICA: PONDERACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPC),
SEGÚN SUS GRUPOS, 2009
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en el INEC (2009).

GRÁFICO 1.15
COSTA RICA: VARIACIÓN INTERANUAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS
AL CONSUMIDOR (IPC) POR SUS GRUPOS, 2009
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en el INEC (2009).

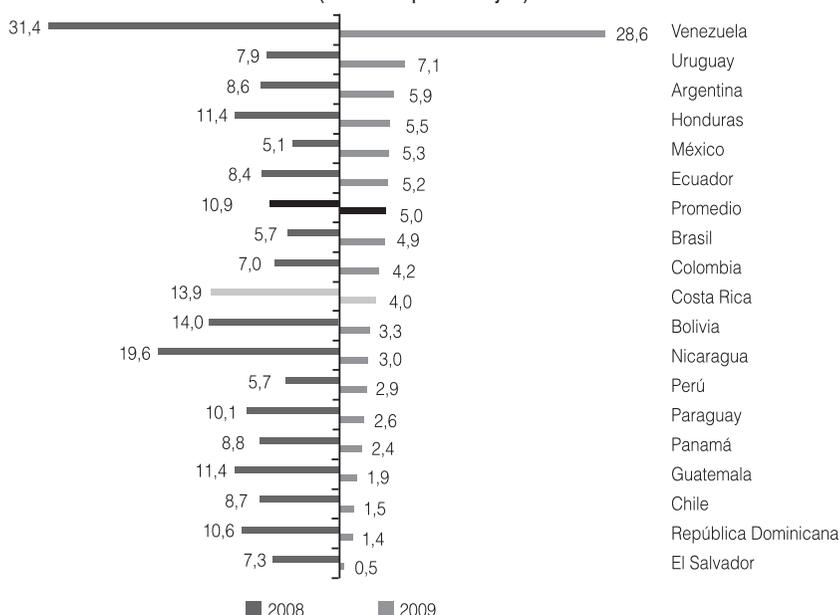
La evolución de las variaciones porcentuales del IPC no fue uniforme a lo largo del año. En la primera parte acumuló un incremento de 1,2 por ciento, debido a la reducción en los precios del grupo de alimentos (-4,5 por ciento), en especial productos agrícolas, pan, cereales, carnes y aceites; así como el grupo de combustibles y servicio de transporte público (-6 por ciento). En el segundo semestre el IPC duplicó el aumento de la primera parte (2,8 por ciento), donde sobresalen los grupos transporte y alimentos. En esta segunda mitad, sin embargo, hubo una mayor uniformidad o menor dispersión entre los distintos componentes. Mientras en el primer semestre, siete de los doce grupos presentaron tasas iguales o inferiores al 6 por ciento, en el segundo semestre once de los doce grupos estuvieron dentro de ese rango.

De conformidad con investigaciones recientes del BCCR, los resultados anteriores permiten confirmar un cambio en la evolución de la inflación, ya que la desaceleración más generalizada del segundo semestre es consistente con el estudio de medias truncadas del IPC, que ofrece otra medición de inflación subyacente. A juzgar por este estudio, *“el nuevo indicador basado en medias truncadas del IPC, al igual que el ISI, constituye una medida de inflación en el largo plazo, relevante para la toma de decisiones de política monetaria. Los principales resultados de este estudio señalan que en el 2009 el proceso de reducción de la inflación se consolidó y fue generalizado, y que la inflación se estabilizó en niveles bajos de alrededor del 4 por ciento durante la segunda mitad del año”* (BCCR; 2010b).

Aun cuando en principio el autor comparte los argumentos de que existen condiciones que apuntan hacia una consolidación de la tasa de inflación a menores niveles, las investigaciones basadas sólo en observaciones pasadas de los mismos índices de precios podrían sesgar la interpretación. Esta preocupación se acentúa cuando los análisis son realizados para períodos tan cortos como un semestre. Es importante abordar con mayor profundidad este tema, así como la posibilidad de disponer de algunos otros indicadores adelantados relacionados con el comportamiento de los bienes raíces, los mercados bursátiles y quizás los accionarios.

Aún cuando la baja inflación experimentada en el 2009 fue bastante generalizada, Costa Rica observó una reducción mayor que el promedio latinoamericano, tal y como se puede visualizar en el siguiente gráfico. Cabe destacar que dicho promedio estuvo influido por la elevada inflación de Venezuela.

GRÁFICO 1.16
LATINOAMÉRICA: ÍNDICES DE INFLACIÓN, 2008-2009
(cifras en porcentajes)



FUENTE: CEPAL (2010).

1.3.2 Variables externas⁷

Los resultados del sector externo pueden ser analizados desde la perspectiva de la estabilidad macroeconómica. Ha sido característico de algunos países en desarrollo que los desequilibrios se reflejen, en un inicio, en las transacciones con el resto del mundo y, eventualmente, impacten la estabilidad interna. Esto fue típico cuando los países tenían regímenes cambiarios fijos o semifijos. Aún cuando el país tiene un sistema de tipo de cambio más flexible, para estos propósitos siempre será importante realizar una evaluación conjunta de variables como el déficit de la cuenta corriente/PIB,

7. Las transacciones de un país con el resto del mundo se resumen en la balanza de pagos, la cual contiene tres cuentas principales: la cuenta corriente, incluye la parte real de los movimientos de bienes y servicios; la cuenta de capital y financiera, incorpora los flujos financieros y la inversión extranjera directa; y finalmente, el resultado de ambas, reflejada en las variaciones de las reservas monetarias.

las reservas monetarias del BCCR y de los bancos comerciales así como el comportamiento del tipo de cambio. En general, de conformidad con estos indicadores la economía nacional experimentó una apreciable estabilidad externa.

La crisis financiera internacional y la consecuente pérdida de dinamismo de la economía nacional, tuvo su manifestación más clara en los resultados del sector externo. Paradójicamente, a lo largo del año este sector experimentó un relativo equilibrio que se reflejó en un bajo desbalance de la cuenta corriente y un incremento en las reservas monetarias internacionales. El tipo de cambio estuvo sometido a presión durante los primeros siete meses, debido básicamente a las menores entradas de capital, pero en los últimos meses empezó a fluctuar entre las bandas y mostró una apreciación cercana al 5 por ciento.

En el 2009 la cuenta corriente de la balanza de pagos se estima alcanzó un déficit de 2,2 por ciento del PIB, uno de los más bajos en las últimas décadas y significativamente inferior al 9,3 por ciento observado un año antes. Esta disminución se atribuye a la caída en el faltante de la balanza comercial (59,6 por ciento/US 2.024 millones de dólares), producto de la contracción en las importaciones de bienes (25,4 por ciento)⁸, pues las exportaciones de mercancías también se redujeron en 7,4 por ciento (9,8 por ciento las regulares y 5,6 por ciento las de regímenes especiales). Asimismo, el buen desempeño de las exportaciones de algunas actividades de servicios, principalmente las asociadas a los centros de servicios y asesorías a empresas, compensó en parte la caída en los ingresos por turismo.

Los desbalances de la cuenta corriente fueron aumentando a lo largo del año, pero aún no constituyeron un factor de desequilibrio preocupante. Mientras en el primer semestre este rubro como proporción del PIB presentó un pequeño superávit de 0,3 por ciento (US 89 millones de dólares), en la segunda parte el faltante fue de 2,4 por ciento (US 724 millones de dólares). Aún más, en tanto en el primer trimestre el superávit fue de 0,4 por ciento del PIB, en el último la brecha negativa ascendió a 1,5 por ciento.

8. Las importaciones regulares cayeron 27,3 por ciento, de las cuales un tercio correspondió a la reducción en la factura petrolera, producto del menor valor unitario del cóctel (US 42,4 dólares en promedio). Por su parte, los bienes internados al país por los regímenes especiales se contrajeron en 21,0 por ciento.

Este incremento del desbalance externo se relaciona con la recuperación de la actividad económica que implicó un menor decrecimiento (aceleración) de las importaciones respecto a las observadas en los trimestres previos⁹; así como al mayor valor de los hidrocarburos¹⁰.

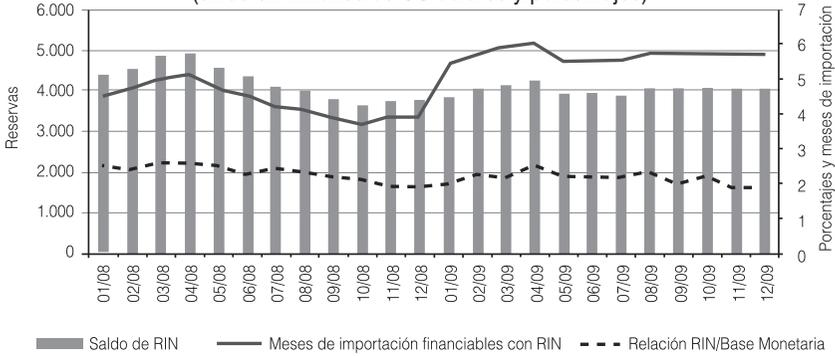
Las reservas monetarias internacionales del banco central, por su parte, se incrementaron en US 267 millones de dólares, con lo cual se acumuló un saldo de US 4.067 millones de dólares al final del 2009, como resultado de las operaciones reales (cuenta corriente) y financieras (cuenta de capital) con el resto del mundo. Este saldo implicó mejoras muy significativas cuando se mide en relación con otras variables, ya que representó 13,9 por ciento del PIB; 5,7 meses de las importaciones regulares; y 1,9 veces la base monetaria (3,9 y 1,9, respectivamente para diciembre del 2008).

El aumento de las reservas monetarias del BCCR se presentó de manera bastante uniforme en los dos semestres del año. En la primera mitad el alza fue de US 136,7 millones de dólares, atribuible a los mayores depósitos de las entidades financieras en el BCCR por concepto de encaje mínimo legal, consecuencia del proceso de dolarización observado en la economía en ese período. Por su parte, en el segundo semestre la elevación fue de US 130,5 millones de dólares, en virtud del registro de US 132,8 millones de dólares de la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) por parte del FMI (US 209 millones de dólares)¹¹.

-
9. Las menores caídas se presentaron principalmente en las importaciones de insumos y bienes de capital.
 10. El valor unitario del barril fue mayor en US 11,8 dólares respecto al cuarto trimestre del 2008 y representó una factura petrolera superior en US 76,3 millones de dólares (0,3 por ciento del PIB).
 11. Según información del BCCR (2010b), la Junta de Gobernadores del FMI acordó otorgar esta asignación el 7 de agosto del 2009 con el objetivo de proporcionar liquidez y complementar las reservas de divisas de los países miembros. En este segundo semestre el país también incrementó el aporte al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) en US 31,1 millones de dólares y acumular así un total de US 189,2 millones de dólares.

GRÁFICO 1.17

COSTA RICA: SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN),
MESES DE IMPORTACIÓN FINANCIABLES CON RIN
Y RELACIÓN RIN/BASE MONETARIA (BM), 2008-2009
(cifras en millones de US dólares y porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en el BCCR (2010a).

Las reservas monetarias internacionales de la banca comercial, especialmente la privada, aumentó en US 877 millones de dólares en el 2009, la mayoría de las cuales se presentaron en el primer semestre. Este incremento se atribuye a la cancelación de pasivos externos de corto plazo, con base en la captación doméstica y la recuperación de créditos en moneda extranjera realizada por los bancos, y constituyó una notable mejoría en la capacidad de pago internacional del país.

En relación con el comportamiento del tipo de cambio cabe destacar dos períodos claramente identificables a lo largo del año. Hasta el 11 de agosto el banco central tuvo que intervenir en el mercado cambiario vendiendo divisas para suplir el exceso de demanda. En esta etapa, el superávit generado por el sector privado no fue suficiente para atender los requerimientos netos del sector público. Como consecuencia, el tipo de cambio de MONEX se pegó en el límite superior de la banda, alcanzando un nivel máximo de ₡591,25 por dólar en esa fecha y observándose una devaluación de 6,8 por ciento.

A partir del 12 de agosto, como resultado de un cambio en los factores de oferta y demanda de divisas, el banco central dejó de intervenir en el mercado cambiario. Después de ese momento, el tipo de cambio en MONEX empezó a separarse de la banda superior y terminó ubicándose al final del año en ₡561,83 (₡49,23/8,1 por ciento por debajo del límite superior que fue de ₡611,05) y mostrando una apreciación de 4,9 por ciento en ese período.

Al final del año la variación del tipo de cambio promedio en MONEX, de diciembre 2008 a diciembre 2009, fue de sólo 1,5 por ciento, con una clara tendencia a la apreciación en los primeros meses del 2010.

De conformidad con el último reporte publicado por el banco central, los ingresos de capital (incluye errores y omisiones y capital no determinado), correspondientes al cuarto trimestre fueron los más altos del año. *“Este resultado se atribuye a una menor disminución de los flujos privados netos, comparada con los primeros nueve meses, de la inversión extranjera directa en los sectores de turismo, industria manufacturera y en las actividades inmobiliarias, producto del reinicio de algunos proyectos de turismo y construcción que habían sido paralizados a inicios del año”* (BCCR, 2010c).

Asimismo, en contraste con lo acontecido en los primeros tres trimestres, en los últimos tres meses el sector privado no financiero registró un financiamiento neto de créditos comerciales y de la banca financiera internacional¹². De acuerdo con el BCCR (2010c), *“la oferta promedio diaria del trimestre se ubicó en US 50,8 millones de dólares, mientras que la demanda promedio por día hábil fue de US 44,6 millones de dólares. Esto permitió a la Autoridad Monetaria adquirir divisas para el sector oficial por alrededor de US 392,5 millones de dólares sin generar presiones al alza del tipo de cambio del dólar”*.

1.3.3 Variables monetarias

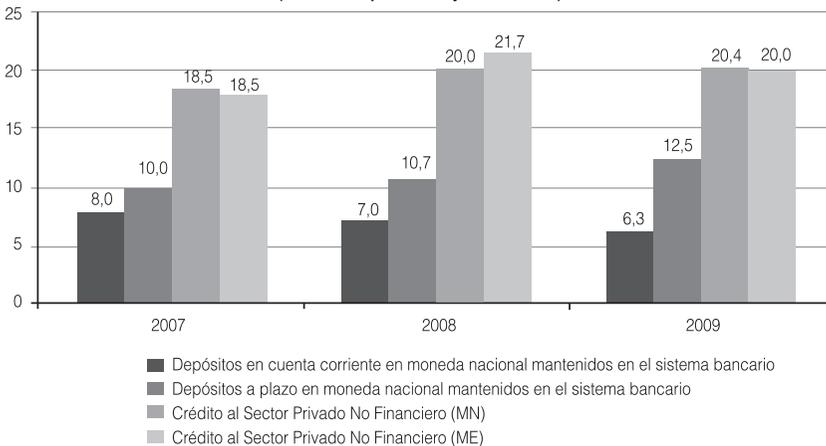
La política monetaria será analizada con mayor detalle en el próxima parte. Sin embargo para efectos del análisis de la estabilidad macroeconómica de esta sección, es importante analizar la evolución de las principales variables monetarias. Cabe mencionar que durante todo el período, las tasas de interés, promedio del Sistema Bancario Nacional y la de política monetaria, se mantuvieron positivas en términos reales, en tanto los agregados monetarios mostraron crecimientos muy cercanos a los del PIB nominal. En términos generales el referido comportamiento permite argumentar que las principales variables ligadas a la política monetaria no constituyeron un

12. En el cuarto trimestre, el sector público obtuvo financiamiento neto por únicamente US 66 millones de dólares, principalmente para el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) y para atender la infraestructura vial (Consejo Nacional de Vialidad).

factor de inestabilidad en el futuro cercano y, más bien, tienden a complementar la afirmación de una mayor estabilidad durante el 2009.

Por otra parte, en el último trimestre se presentó un proceso de *desdolarización* (o *colonización*) de los ahorros financieros, lo cual podría interpretarse como una señal adicional de estabilidad, en el tanto ello estuviera sustentada en un cambio estructural que permitiera un mayor control monetario por parte del banco central. No obstante, es muy factible que dicho proceso se intensificara como resultado de la apreciación que presentó en ese período *el colón*, con el objetivo de evitar pérdidas financieras de mantenerse en la moneda extranjera. En general, la evolución de estas variables refuerza una mayor confianza en la moneda nacional y la tesis de que la estabilidad del 2009 se reflejó también en los indicadores monetarios, lo cual fue apoyado por la mayor flexibilidad cambiaria y la menor intervención del banco central, así como, en parte, por la misma contracción económica.

GRÁFICO 1.18
COSTA RICA: DEPÓSITOS EN CUENTA CORRIENTE Y A PLAZO Y CRÉDITO
AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO
(MONEDA NACIONAL Y MONEDA EXTRANJERA), 2007-2008
(cifras en porcentajes del PIB)



FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

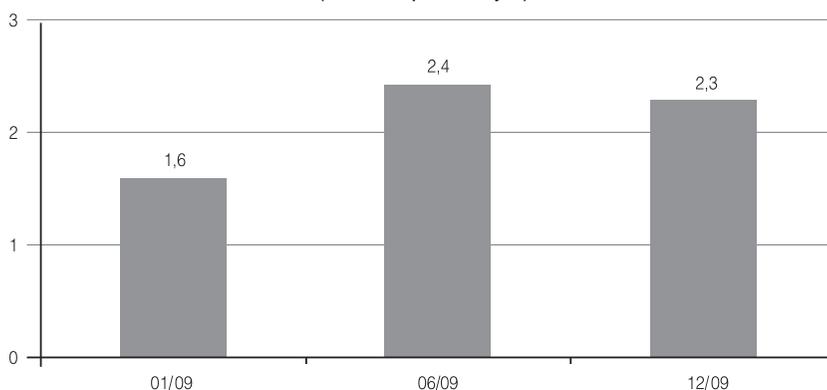
1.3.4 Variables Financieras

La estabilidad y solidez del sistema financiero es clave para evitar que una eventual crisis del sector, se transmita al resto de la economía. En el tanto un sistema financiero muestre señales de debilitamiento, la estabilidad macroeconómica estará amenazada. Por eso el análisis de este sector es clave para complementar la evaluación acerca de la estabilidad de un país. Si bien este análisis es complejo y escapa a los objetivos de este estudio, existen algunos indicadores que podrían brindar indicios de la salud de un sistema bancario: la morosidad de la cartera crediticia, la suficiencia patrimonial y la posición externa neta.

En los siguientes gráficos se puede notar que, en general, la cartera morosa se incrementó muy levemente en el primer semestre, principalmente en los bancos del Estado; período en el cual la crisis internacional se manifestó con mayor intensidad. En el segundo semestre este indicador se mantuvo invariable en los bancos privados y se redujo en los bancos del Estado.

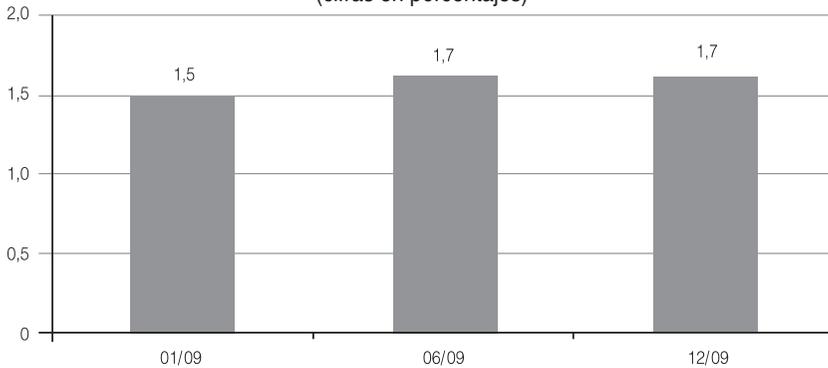
GRÁFICO 1.19

COSTA RICA: MOROSIDAD DE LOS BANCOS COMERCIALES DEL ESTADO, 2009
(cifras en porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en SUGEF.

GRÁFICO 1.20
 COSTA RICA: MOROSIDAD DE LOS BANCOS COMERCIALES PRIVADOS, 2009
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en SUGEF.

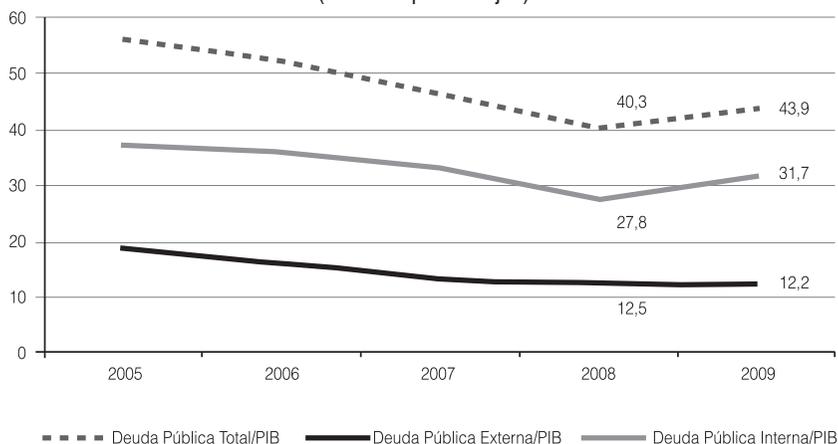
Los riesgos del sistema financiero costarricense son inferiores que los de los países desarrollados, pues no muestra tanto sofisticación y grado de bancarización. Efectivamente en Costa Rica no está presente la compleja estructura de financiamiento e instrumentos *derivados* y *titularizaciones*, característicos de otras naciones con sistema financieros más sofisticados. De hecho, el sistema financiero local sigue dominado por bancos comerciales del Estado que mantienen en cartera una parte significativa del riesgo de sus colocaciones. Asimismo, emplean un sistema de fondeo sustentado en depósitos, colocaciones de bonos *estandarizados* y, en algunos casos, en recursos externos.

Esta menor complejidad ha contribuido a que, en la presente coyuntura, el sistema financiero nacional y los de la región, no hayan mostrado los síntomas y fallas que originaron la crisis en varios mercados de países desarrollados. Asimismo, los progresos en la regulación bancaria, ligados a las recomendaciones del Comité de Basilea, han permitido a las instituciones bancarias estar en mejor posición para hacer frente a fluctuaciones en la actividad económica. La prueba más palpable se presentó en los últimos meses del 2008 y primeros del 2009 cuando los recursos de corto plazo provenientes del exterior se redujeron abruptamente, pero no desembocaron en una crisis.

1.3.5 Variables fiscales

Al igual que en el caso de la política monetaria, la política fiscal será analizada con mayor profundidad en la próxima parte. Para efectos de complementar la evaluación de esta sección, cabe destacar que el comportamiento de las variables fiscales es clave para realizar un análisis de la estabilidad macroeconómica, especialmente para evaluar su sostenibilidad. Durante el 2009 el déficit del Gobierno y el del banco central, así como el saldo de la deuda se incrementaron significativamente, en parte con el propósito de atenuar la contracción de la inversión privada.

GRÁFICO 1.21
COSTA RICA: DEUDA PÚBLICA TOTAL, EXTERNA E INTERNA/PIB, 2005-2009
(cifras en porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

Como se nota en el anterior gráfico, la deuda pública/PIB se incrementó 3,6 puntos porcentuales y por primera vez en más de cinco años, el Gobierno Central mostró un déficit primario. Si bien esta situación no constituyó un factor de inestabilidad en el 2009 porque el país había mejorado sus cuentas fiscales en los últimos años y el sector privado no requirió de financiamiento, estas desviaciones deberán atenderse a la brevedad para no afectar la credibilidad y confianza de los agentes económicos. El panorama de vulnerabilidad fiscal a nivel internacional, hará que los inversionistas presten mayor atención a este tema. De hecho en los primeros meses del 2010 algunos países

de Europa han experimentado fuerte presión de los mercados financieros, en particular Grecia, pero también Portugal, España, Irlanda. Italia e Inglaterra tampoco escapan a las preocupaciones por la sostenibilidad fiscal.

CUADRO 1.4
COSTA RICA: RESULTADOS FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL,
2007-2009
(cifras en porcentajes del PIB)

Rubros	2007	2008	2009
Ingresos	15,5	15,9	14,2
Ingresos tributarios	15,5	15,8	14,2
Aduanas	5,7	5,7	4,4
Renta	3,8	4,2	4,0
Ventas (internas)	2,8	2,8	2,7
Otros ingresos	3,0	3,2	3,2
Gastos	11,8	13,5	15,3
Renumerationes	5,3	5,5	6,6
Pensiones	2,1	2,1	2,3
FEES	1,0	1,0	1,2
Otros gastos	3,5	4,9	5,2
Resultado Primario	3,7	2,4	-1,1
Servicio de interes	3,1	2,2	2,1
Total Gastos	14,9	15,7	17,5
Resultado financiero total	0,6	0,2	-3,3

FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

1.4 EFECTOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

Esta sección pretende explicar cómo se relacionan los principales resultados macroeconómicos de Costa Rica durante el 2009 con los acontecimientos de la economía internacional. Costa Rica se caracteriza por ser una economía extraordinariamente pequeña¹³, lo cual, junto con las políticas adoptadas, la han

13. Geográficamente tiene un área terrestre de apenas 51.000 kilómetros cuadrados y una población cercana a 5 millones de habitantes. La jurisdicción sobre los mares es de 589.000 km² (10 veces mayor al territorio terrestre) y más de 1.400 km de costas, pero aún no se explota plenamente. En todo caso, para el 2009 el Producto Interno Bruto,

convertido en un país muy abierto. Efectivamente, por cualquier índice que se emplee, Costa Rica es una de las economías más abiertas de Latinoamérica. Utilizando indicadores como exportaciones más importaciones como proporción del PIB, inversión extranjera *per cápita* o en relación al PIB, las tarifas arancelarias promedio, permiten ubicar al país en los primeros lugares.

La gran apertura comercial y financiera de la economía costarricense significa que la evolución de los principales resultados estará muy relacionada con los ciclos económicos mundiales, particularmente de Estados Unidos, Europa y Centroamérica. Este proceso de transmisión se presenta mediante los impactos que experimentan muchas de las variables, cuya relevancia es clave en el desempeño de los diferentes sectores y actividades nacionales. En efecto, los cambios en la inversión extranjera directa, el turismo, las exportaciones, así como los precios de los combustibles y de los alimentos (trigo, maíz, arroz), determinados en los mercados internacionales, impactan sobremedida la estructura productiva y de consumo del país.

En relación con el tema de los mecanismos de transmisión, cabe realizar dos importantes aclaraciones: i) Distinto a otros países, en particular del área centroamericana, las remesas no constituyen una variable muy relevante para el caso costarricense, pues sus montos son relativamente pequeños (menos de 2 por ciento del PIB). ii) Similar a la mayoría de países latinoamericanos, el impacto de la crisis no se reflejó fuertemente en el sistema financiero, en parte por los avances logrados en supervisión, pero también porque nuestro sistema no es muy sofisticado ni integrado a los mercados mundiales. Esto indudablemente fue muy positivo porque las crisis financieras generalmente suelen ser extremadamente costosas y difíciles de recuperar en un corto período.

La gran integración e interrelación del país con el mundo, ha permitido beneficiarse de los ciclos expansivos de la economía internacional. En efecto, cuando el mundo crece a tasas elevadas, generalmente Costa Rica, dada su relativa pequeñez, tiene grandes posibilidades de incrementar sus exportaciones, la recepción de turismo y los ingresos de capital. Esto incrementa la producción, las importaciones, el consumo, el empleo y los salarios reales. Eso sucedió en el período de 2002-2007 cuando la economía

exportaciones e importaciones, representaron respectivamente el 0,05, 0,05 y 0,07 por ciento de las cifras mundiales.

mundial experimentó una de las mayores expansiones. Sin embargo, cuando el mundo se contrae, como ha acontecido a partir del 2008, usualmente la actividad económica y las otras variables reales costarricenses se ven seriamente afectadas, tal y como pasó en los últimos dos años.

En la siguiente sub-sección se hará referencia al efecto de los principales elementos, identificados como mecanismos de transmisión, en el desenvolvimiento de la economía nacional. En algunos casos, la evolución impactó negativamente al país, pero en otros más bien la benefició. Por ejemplo, la recesión de la economía de Estados Unidos afectó de manera negativa las compras de ese país (menores exportaciones), el turismo y la inversión extranjera directa. No obstante, la baja en los precios de los combustibles y los alimentos más bien nos beneficiaron, contribuyendo así a mejorar los términos internacionales de intercambio y a disminuir la inflación doméstica. Luego se hará referencia a la evolución de las principales variables de la economía mundial, enfatizando en los principales países con los que tenemos relaciones comerciales y financieras.

1.4.1 Principales mecanismos de transmisión

El análisis de los mecanismos de transmisión es clave para identificar las causas y magnitud de los resultados observados en la economía costarricense. Para ello es importante destacar las características y los factores más relevantes en el desempeño de las diferentes actividades. En los últimos años el país ha venido diversificando su economía, pero su actividad productiva aún es muy dependiente de Estados Unidos, Europa y Centroamérica. China ha venido incrementando sus volúmenes de comercio, especialmente en el área de microprocesadores, la mayoría de los cuales posteriormente se dirigen al mercado estadounidense. La importancia relativa de esos países en las exportaciones, turismo e inversión extranjera directa costarricenses, implica que una contracción económica en esas naciones, tendrá serios efectos adversos en el crecimiento del país, ya que la posibilidad de venderles nuestra oferta de bienes y servicios se reduce. Durante el período de expansión mundial, Costa Rica se benefició marcadamente.

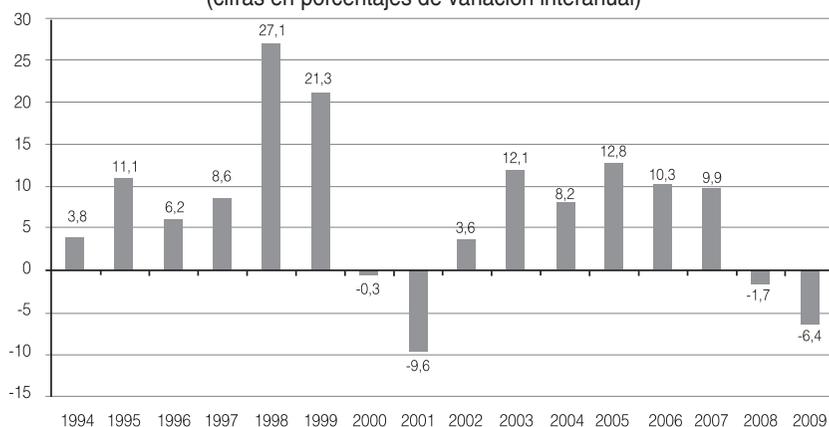
En esta sección se presenta el comportamiento de las principales variables generadoras de divisas, por país de destino u origen, según corresponda. Dentro de ellas están las exportaciones de bienes, el turismo y la inversión

extranjera directa. Esto permite visualizar el impacto de la contracción de la economía mundial, sobre estos importantes rubros, por país o región. Para facilitar la comparación, los gráficos incluyen las variaciones porcentuales anuales, de los últimos tres años.

1.4.1.1 Exportaciones

Las exportaciones de bienes, que por muchos años ha constituido uno de los principales motores de crecimiento del país, se redujeron en 6,4 por ciento durante el 2009. De acuerdo con PROCOMER (2009) durante los primeros once meses del presente año el sector agrícola alcanzó un valor acumulado de US 1.713 millones de dólares, (una baja del 12,3 por ciento, si se compara con el mismo lapso de 2008). Todo esto, producto de los descensos en el envío al exterior de productos como el café y el banano. A su vez, se observa un incremento de las exportaciones de piña (1,2 por ciento), así como una recuperación en el valor exportado de flores, follajes y hojas. En el mercado centroamericano, se manifestaron caídas importantes en destinos como El Salvador (46,6 por ciento) y en Nicaragua (11,7 por ciento). Dentro de una caída prácticamente generalizada, cabe destacar el dinamismo de las exportaciones a Francia (74,1 por ciento), Suecia (54,1 por ciento), Holanda (19,7 por ciento) y China (11,6 por ciento). (PROCOMER, 2009 p. 3).

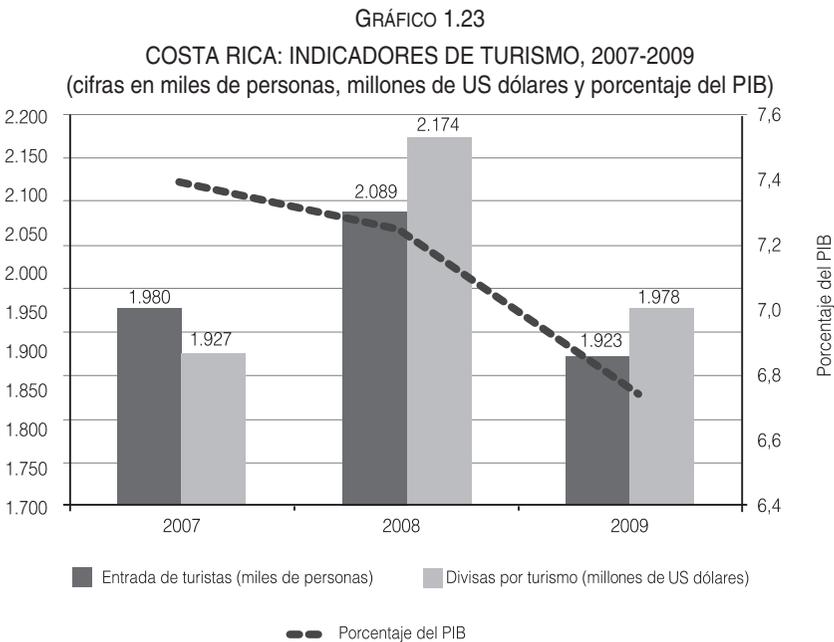
GRÁFICO 1.22
COSTA RICA: EXPORTACIONES DE BIENES, 1994-2009
(cifras en porcentajes de variación interanual)



FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

1.4.1.2 Turismo

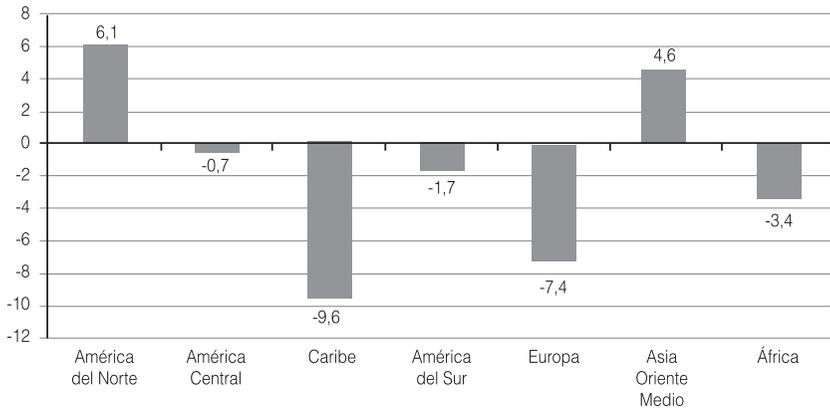
El turismo receptivo se ha convertido en una actividad preponderante en el desenvolvimiento económico y social del país. En los últimos años ha mostrado tasas de crecimiento cercanas al 10 por ciento y representa 7,2 por ciento del PIB. Según datos de la Cámara de Turismo, esta actividad genera empleo directo a 105.738 personas. En el 2009 la crisis económica mundial redujo los ingresos de esta actividad en 9 por ciento (US 196 millones de dólares).



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCCR e ICT.

En el siguiente gráfico se puede observar las variaciones de turistas por país de origen.

GRÁFICO 1.24
COSTA RICA: LLEGADAS DE TURISTAS SEGÚN REGIÓN, 2009
(cifras en porcentajes de variación interanual)

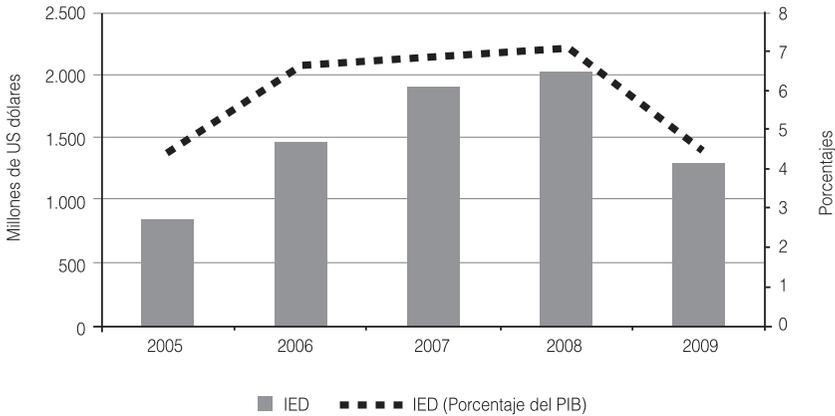


Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR e ICT.

1.4.1.3 Inversión extranjera directa

A nivel mundial, UNCTAD estima que la IED registró una baja de casi el 40 por ciento; muy similar a la que se presentó en América Latina (cerca de un 41 por ciento). Se estima que la recuperación de la IED para el 2010 será lenta. Para una economía en desarrollo como la costarricense y con fuertes necesidades financieras, los ingresos de capital externos constituyen un complemento indispensable del ahorro doméstico. Dentro de estos, en la última década la inversión extranjera directa ha sido clave en el desarrollo de la economía costarricense. Esta inversión ha representado en promedio 4 por ciento del PIB y ha beneficiado a diversas actividades y regiones, como se observa en el siguiente gráfico. También ha ayudado a financiar los déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos y ha sido preponderante en el desempeño de la economía costarricense. Aparte de los volúmenes de recursos financieros, ha contribuido a mejorar la eficiencia mediante la introducción de nuevas tecnologías en diversas áreas: producción, mercadeo, servicios, capacitación al personal, compras a pequeñas empresas nacionales.

GRÁFICO 1.25

COSTA RICA: FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED), 2005-2009
(cifras en millones de US dólares y porcentajes)

FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCCR.

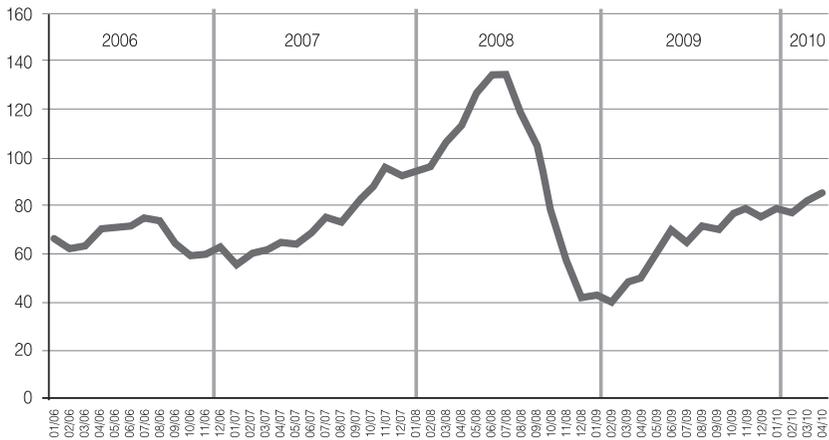
Durante el 2009 la IED disminuyó considerablemente (casi US 700 millones de dólares), concentrada especialmente en los sectores inmobiliario (poco más de US 200 millones de dólares) y agricultura y manufactura (casi US 600 millones de dólares). De acuerdo con Trejos (2010), la caída en estos dos últimos grupos obedeció a la falta (o atraso) en la reinversión de importantes empresas durante de la crisis, sobre todo en manufactura. No obstante, los sectores de servicios y financiero crecieron casi US 100 millones de dólares; en el primer caso en virtud de la instalación de nuevas empresas y en el segundo, a la apertura en el mercado de seguros (incorporación de nuevos agentes y/o alianzas estratégicas entre compañías foráneas y locales).

1.4.1.4 Dependencia del petróleo

A pesar de que el país dispone de una gran proporción de energía proveniente de fuentes naturales, el petróleo es muy relevante en el sector productivo y en el consumo de los costarricenses. El gasto anual en petróleo ascendió a US 1.239 millones de dólares y representó 4,2 por ciento del Producto Interno Bruto en el 2009¹⁴. Tal y como lo expone la señora

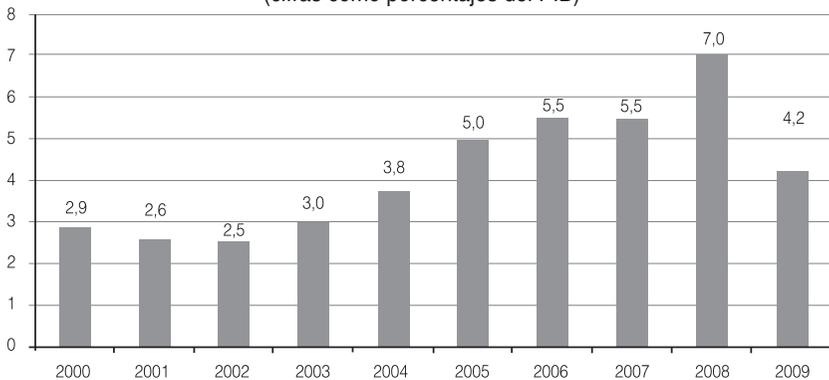
14. Estas cifras fueron significativamente mayores en el 2008 cuando los precios se elevaron a niveles históricos y llegó a constituir un 7 por ciento del PIB y 22 por ciento de las exportaciones.

GRÁFICO 1.26
 PRECIO INTERNACIONAL DEL BARRIL DE PETRÓLEO, 2006-2010
 (cifras en US dólares)



FUENTE: Elaboración propia con base en datos de www.economagic.com.

GRÁFICO 1.27
 COSTA RICA: FACTURA PETROLERA, 2000-2009
 (cifras como porcentajes del PIB)



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCCR.

Presidenta de la República en un artículo publicado en *La Nación* (4 de julio del 2010; p. 36A), “*La dependencia de los combustibles fósiles en el país ha venido aumentando hasta alcanzar en el 2009 el 64 por ciento de la energía comercial, siendo el sector transporte el principal consumidor de hidrocarburos en el país*”. No obstante, las menores erogaciones por concepto de factura petrolera

durante el 2009, en comparación con el año previo, significaron un importante alivio en el desequilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos y contribuyeron a reducir la presión en el mercado de divisas. Asimismo, los menores precios internacionales por barril importado ayudaron a reducir la inflación doméstica.

1.4.1.5 Importancia de algunos alimentos

El sector agropecuario costarricense, en términos generales, no cuenta con condiciones competitivas para producir una variedad de los alimentos que consume la población. Por esa razón, el país debe importar buena parte del consumo de trigo, arroz, frijoles y maíz. Estos productos tienen una importancia relativa directa en la dieta de los costarricenses, pero también de manera indirecta a través del alimento para la producción avícola, ganadera y porcina, entre otros. De acuerdo con las ponderaciones establecidas por el INEC en el Índice de Precios al Consumidor, los alimentos antes mencionados tienen el siguiente impacto: el trigo un 0,04, el arroz un 0,98, los frijoles un 0,36 y el maíz un 0,08. Durante el 2009 los precios promedio de la mayoría de estos bienes mostraron importantes reducciones, lo cual contribuyó a mejorar el poder de compra de los consumidores costarricenses, a través de un aumento en los términos internacionales de intercambio y una reducción de la inflación interna. De acuerdo con el Observatorio del Hambre de la FAO (2009), la reducción de los precios internacionales de los *commodities* fue clave en la disminución de la inflación general de la Región.

CUADRO 1.5
COSTA RICA: IMPORTACIONES AGRÍCOLAS
DE PRODUCTOS SELECCIONADOS, 2000-2009
(cifras en millones de US dólares)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
Maíz amarillo	47,9	50,4	55,1	62,9	84,6	72,4	74,7	124,4	180,4	164,2
Frijoles	15,3	14,6	17,9	16,0	19,4	26,4	20,3	27,9	54,6	34,1
Arroz con cáscara	10,6	13,4	12,0	21,8	41,6	38,1	38,3	60,2	47,2	47,2
Trigo	40,5	36,6	36,7	42,3	42,2	49,7	42,7	60,2	116,1	74,7

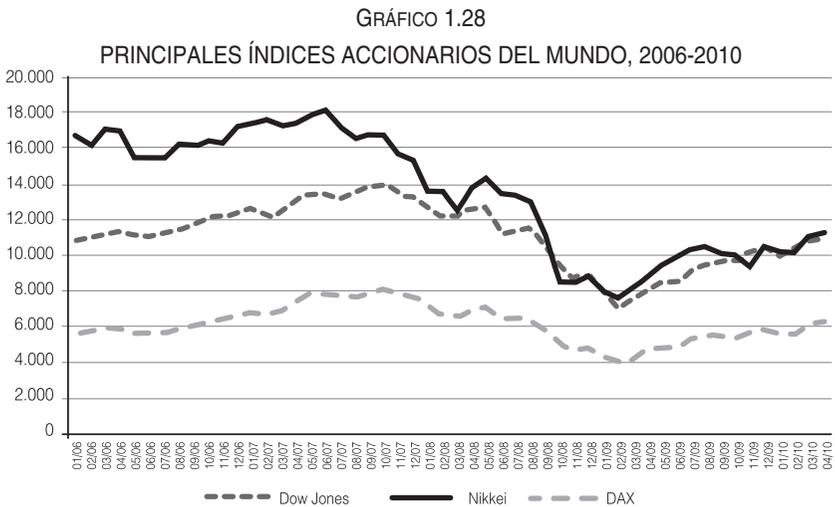
* Cifras preliminares.

FUENTE: Elaboración propia con base en SEPSA y PROCOMER.

1.4.2 Economía internacional¹⁵

La crisis financiera internacional se inicia en el 2008 con la caída en el nivel de actividad de las economías desarrolladas y la desaceleración significativa en las emergentes. La alta probabilidad de contagio y de quiebras, debido a la desconfianza y a la incertidumbre vinculada a la extensión de la crisis hipotecaria *subprime*, terminó materializándose a fines de septiembre de ese año con la bancarrota del banco de inversión Lehman Brothers.

Como resultado de esos acontecimientos se contrajo la liquidez en los mercados internacionales, las tasas de interés interbancarias aumentaron en forma importante y los precios de las acciones y de los productos básicos cayeron significativamente en las primeras semanas de octubre del 2008. Como no se conocía la exposición al riesgo de los otros agentes financieros, los bancos evitaron prestar sus fondos, generando una significativa ausencia de liquidez en los mercados interbancarios y una contracción del crédito. Con ello, la crisis financiera se transmitió al sector real y muy rápidamente a los países en desarrollo.



FUENTE: Markets Stats, Yahoo Finance.

15. En la elaboración de esta sección se han utilizado diversas publicaciones de organismos financieros internacionales y regionales.

Los problemas anteriores continuaron prácticamente durante el primer trimestre del 2009. En este período se presentó la recesión más profunda en la economía mundial. Por ejemplo, Estados Unidos, Europa, Japón y Latinoamérica decrecieron interanualmente 3,3 por ciento, 3,2 por ciento, 8,8 por ciento y 2,5 por ciento, respectivamente. Inclusive las economías asiáticas mostraron importantes desaceleraciones. Todo esto se manifestó en los principales índices accionarios, los cuales alcanzaron mínimos en más de una década. Como se describió en el primera parte, durante el primer trimestre también se presentó en Costa Rica la mayor contracción de la actividad económica (4,5 por ciento/6,5 por ciento en términos *per cápita*).

El compromiso externado por las autoridades de los países desarrollados de mantener los estímulos macroeconómicos para compensar la debilidad del consumo privado y de actuar de manera coordinada, se estima favoreció la menor aversión al riesgo en los mercados financieros y la formación de expectativas más positivas sobre la recuperación económica. Como resultado de las amplias medidas de política adoptadas por los bancos centrales y los gobiernos, los mercados financieros empezaron a recuperarse a partir de mediados de marzo, reflejándose en un incremento en los índices accionarios y posteriormente en menores desaceleraciones de la actividad económica de los países desarrollados. Con algún grado de rezago, la contracción de Costa Rica también empezó a moderarse en los siguientes trimestres.

De manera casi simultánea se presenta un repunte de las entradas de capital en algunas economías emergentes, en particular en Asia y América Latina. Si bien los flujos de capitales bancarios aún no se habían recuperado, la reactivación de la inversión de cartera generó un aumento de los activos de los mercados emergentes, especialmente de los activos de renta variable y en menor medida de los activos inmobiliarios. La secuencia de esta recuperación y algunos de factores explicativos fueron los siguientes:

- Cambios en las preferencias de los inversionistas y mayor apetito por el riesgo, beneficiando a los activos de riesgo.
- Abandono de los refugios tradicionales en búsqueda de rendimientos más elevados, dado el bajo nivel de las tasas de interés en las economías avanzadas.
- Caídas de las cotizaciones del dólar y de los bonos del Tesoro, así como en la salida de capitales de los fondos del mercado del dinero.

- Mejora en las perspectivas de crecimiento en los mercados emergentes.
- Expectativas de apreciación de los tipos de cambio en estas regiones, estimulando nuevas entradas de capital.

Después de la peor desaceleración mundial de la historia reciente, la producción y el comercio mundiales se reactivaron y se extendieron a los países desarrollados en el segundo semestre de 2009. La confianza mejoró en los sectores financiero y real, impulsada por las extraordinarias medidas de estímulo adoptadas. En las economías avanzadas, el inicio del cambio de ciclo en los inventarios y el repentino dinamismo del consumo en Estados Unidos contribuyeron a una evolución positiva. La demanda interna final se fortaleció en algunas naciones emergentes y en desarrollo, así como la acumulación de existencias y la normalización del comercio mundial. Costa Rica también empezó a observar también indicios de mejora en las principales variables reales a partir del III trimestre, pero el crecimiento positivo se materializó hasta el IV trimestre (2,9 por ciento).

En realidad la recuperación mundial inició con más vigor del previsto, pero a un ritmo diferente entre regiones y países, en función de las condiciones iniciales, el impacto de los *shocks* externos y las medidas de política adoptadas. Por ejemplo, las principales economías emergentes de Asia lideraron la recuperación mundial. El repunte de los precios de las materias primas ayudó a sustentar el crecimiento en las naciones productoras. Las trayectorias de crecimiento también fueron variadas en las economías avanzadas. Las estimaciones del Fondo Monetario Internacional publicadas en enero del 2010 sugieren una caída de -0,8 por ciento en la producción mundial en el 2009, en buena medida determinada por disminuciones inferiores a los proyectados inicialmente para países desarrollados como Estados Unidos, la Eurozona, así como por la evolución positiva de economías emergentes, en especial China e India. Costa Rica también mostró una evolución menos negativa, pues mientras en la primera revisión del programa macroeconómico se estimó una caída de 1,8 por ciento, al final el decrecimiento sería de 1,1 por ciento.

Específicamente, en Estados Unidos la actividad económica empezó a mostrar tasas positivas de crecimiento a partir del tercer trimestre (después de cuatro trimestres consecutivos de tasas negativas), acelerándose

en el cuarto trimestre (tasa anualizada de 5,6 por ciento), siendo el consumo privado el componente más dinámico. Al final del año la mayor economía del mundo decrecerá alrededor de 2,7 por ciento. Las economías de la zona del euro también mostraron una evolución favorable en tercer trimestre (menor en el cuarto), reflejo de la mejora en las exportaciones y el consumo en algunos de sus países miembros, aunque para el año caería 4,2 por ciento. Asimismo, economías emergentes como China, mostraron proyecciones revisadas progresivamente al alza (7,7 por ciento y 10,5 por ciento en el tercer y cuarto trimestre) y se prevé una variación positiva de 8,5 por ciento para todo el año. En el caso de Japón y Rusia las previsiones contemplan una caída de 5,4 por ciento y 7,5 por ciento, en el mismo orden. Para Latinoamérica, se estima una disminución de 2,5 por ciento en la actividad económica.

CUADRO 1.6
REGIONES DEL MUNDO: TASAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO
(cifras en porcentajes)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Mundial	4,6	5,3	4,8	5,1	5,2	3,1	-1,1	3,1
Estados Unidos	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,1	-2,7	1,5
Zona del Euro (15 países)	0,8	2,1	1,6	2,8	2,6	0,8	-4,2	0,3
Japón	1,4	2,7	1,9	2,4	2,4	-0,7	-5,4	1,7
Asia-Países recién industrializados	3,2	5,9	4,7	5,7	5,6	1,5	-2,4	3,6
Rusia	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	5,6	-7,5	1,5
Latinoamérica	2,2	6,1	4,7	5,5	5,7	4,2	-2,5	2,9

FUENTE: World Economic Outlook, FMI (2010).

Como consecuencia de la recesión económica, las tasas de desempleo se elevaron significativamente. En Estados Unidos se superó el 10 por ciento; en Europa se ubicó muy cerca del 10 por ciento, en Japón 4,4 por ciento, en la misma China se incrementó a 4,2 por ciento y en Latinoamérica a 8,3 por ciento. En Costa Rica la tasa de desempleo se elevó de 4,9 por ciento a 7,8 por ciento (a mediados de cada año). Esta situación, junto con los menores volúmenes de financiamiento, así como la dramática caída en la riqueza de las personas reflejada en los índices accionarios, provocaron una apreciable disminución de la demanda mundial y con ello de los precios de

los combustibles y otras materias primas. Esto contribuyó a reducir las tasas de inflación, la cual fue de 1,5 por ciento en Estados Unidos, 0,3 por ciento en la Zona Euro, 1,7 por ciento en Japón y 2,9 por ciento en Latinoamérica. En Costa Rica la inflación fue de 4,1 por ciento, la menor en más de tres décadas (13,9 por ciento en 2008).

CUADRO 1.7
REGIONES DEL MUNDO: VARIABLES MACROECONÓMICAS, 2008-2010
(cifras en porcentajes)

	2008	2009	2010
Volúmen de Comercio	2,8	-12,3	5,8
Desempleo			
Estados Unidos	7,2	8,1	n.d.
Zona Euro	8,2	9,9	n.d.
Centroamérica	6,0	9,0	n.d.
Inflación (por ciento)			
Estados Unidos	3,4	0,1	1,3
Zona Euro	9,2	5,2	6,2
Centroamérica	11,2	3,8	3,8
Tasa Libor (6 meses promedio)	3,0	1,1	0,7
Déficit fiscal			
Estados Unidos	5,9	12,5	10,0
Zona Euro	1,8	6,2	6,6
Centroamérica	0,5	1,6	8,5

n.d.: No disponible

FUENTE: FMI, SECMCA y CEPAL.

Al final del 2009 la economía mundial evolucionó en un entorno de mayor optimismo y las expectativas de recuperación en la actividad económica fueron más generalizadas. A pesar de este mejor panorama, existe coincidencia entre los analistas internacionales de la persistencia de riesgos importantes, por cuanto la recuperación económica no ha sido homogénea y sigue dependiendo en buena medida de los estímulos fiscales y monetarios, especialmente en economías desarrolladas y algunas emergentes. Ello introduce preocupaciones adicionales, por cuanto un retiro prematuro de estas políticas puede frenar la recuperación, pero un retraso puede derivar en presiones inflacionarias y en el surgimiento de burbujas en los precios de diversos activos. En los primeros meses del 2010 algunos países

de la Eurozona han sido afectados por la desconfianza de los mercados financieros relacionado con la sostenibilidad fiscal a mediano plazo. Grecia en particular ha experimentado aumento en el riesgo-país de hasta cinco puntos porcentuales. El euro ha observado depreciaciones de más de 10 por ciento.

La política monetaria ha sido muy expansiva, con tasas de interés que descendieron a mínimos sin precedentes en la mayoría de las economías avanzadas y muchas emergentes. También se ha registrado una expansión de los balances de los bancos centrales de las principales economías avanzadas a niveles nunca antes observados. Las políticas fiscales proporcionaron un importante estímulo y el apoyo público al sector financiero resultó crucial para reducir la interacción negativa entre el sector financiero y el sector real. Aún hay dudas de que la demanda privada autónoma (no la inducida con políticas) esté afianzándose, al menos en las economías avanzadas. A mediados del 2010 nuevamente ha salido a relucir las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento observado. Los principales índices accionarios de Estados Unidos han mostrado caídas superiores al 15 por ciento en los meses de mayo y junio.

Con la reanudación del crecimiento en muchas economías emergentes, los flujos de cartera se han reactivado, provocando un relajamiento de las condiciones financieras y generando nuevas preocupaciones con respecto a las valoraciones de los precios de los activos. Existe el temor de que esta afluencia de capitales genere *burbuja*s de precios y ejerza presión alcista sobre los tipos de cambio, lo que puede complicar la ejecución de políticas monetarias y cambiarias. Esto plantea la preocupación acerca de los efectos que estos capitales puedan tener en el precio de los activos y su reacción ante un endurecimiento de la política monetaria en los países desarrollados. El alza de los precios de los activos todavía no se puede considerar excesiva y generalizada, aunque en algunos países y mercados las presiones recrudescieron considerablemente. Con la crisis europea y las inquietudes sobre la *creación de burbujas* en la economía China, en los primeros meses del 2010 los países latinoamericanos han observado importantes ingresos de capital, que han apreciado muchas de sus monedas. En Costa Rica el colón se ha apreciado de manera significativa, propiciando discusiones en relación con sus efectos en sectores generadores de divisas.

1.5 IMPACTO DE LAS POLÍTICAS INTERNAS

Esta sección tiene como propósito evaluar las principales políticas adoptadas por las autoridades costarricenses y su impacto para enfrentar la crisis financiera internacional durante el 2009. En general los gobiernos disponen de diferentes políticas de corto plazo para influir en las decisiones de los agentes económicos, afectando el poder de compra de consumidores y rentabilidad de los proyectos.

Dentro de este arsenal se pueden mencionar la política fiscal (tasas impositivas, transferencias, empleo, salarios, obras de infraestructura); la política salarial (salarios mínimos, flexibilidad de jornadas); la política monetaria (tasas de interés, encajes, crédito) y la política financiera (capitalización bancos, regulación y *blindajes* financieros, convenios de estabilización). Usualmente se utilizan políticas que afectan la demanda interna, pero también se pueden identificar acciones que impacten la oferta (disminuyendo cargas, regulaciones y riesgos). El objetivo principal es moderar una caída en la actividad económica cuando se presenta una recesión; ó evitar un sobrecalentamiento e incremento de la inflación en un ciclo expansivo¹⁶.

En relación con la parte fiscal, el Gobierno aplicó una política expansiva autónoma, en el sentido de que discrecionalmente incrementó los gastos de capital y especialmente los corrientes (transferencias, empleo, salarios). La estrategia de dar en concesión obras relevantes también pueden ubicarse como parte de la política fiscal en un sentido amplio, pero con la ventaja de no impactar el gasto público y el desequilibrio presupuestario. Por el lado de los ingresos, se presentó una importante caída que implicó una reducción de la carga tributaria (Impuestos/PIB), básicamente como resultado de la contracción del ciclo económico y no por una disminución inducida de las tasas impositivas.

Al final se presentó un significativo incremento en el desbalance fiscal, el cual sólo se justifica parcialmente por la coyuntura recesiva y por contribuir a compensar parcialmente la menor actividad del sector privado. Al mismo tiempo, de momento, no constituye grandes riesgos para la estabilidad económica, porque en los últimos años se realizaron esfuerzos para reducir los déficits fiscales, los niveles de deuda pública, así como para mejorar la

16. Hay muchos que argumentan que estas intervenciones afectan negativamente el equilibrio de la economía y terminan provocando mayores costos.

estructura de los pasivos. No obstante, en los próximos meses especialmente cuando el sector privado empiece a reactivarse, será necesario adoptar acciones para reducir los desequilibrios y evitar una competencia por los recursos financieros. Esto cobra mayor relevancia si se considera que la política fiscal usualmente se caracteriza por su poca flexibilidad y dificultad para ajustarla en un corto período, particularmente en la presente coyuntura que implicó un aumento de algunos gastos catalogados como permanentes, lo cual influirá en el desequilibrio de los próximos años.

Las políticas salariales implicaron un aumento en las remuneraciones reales de los trabajadores de los sectores público y privado. En condiciones menos recesivas, esta política podría catalogarse como contraproducente, pero prevalecieron ciertas circunstancias que la favorecieron, en particular la del sector privado. El deterioro de los salarios reales del año previo, así como la significativa baja inesperada en la inflación del 2009, justificaron el aumento en el poder de compra de las familias, en especial las de bajos recursos, contribuyendo a mantener el consumo interno y el nivel de vida. En el caso del sector público, la política era menos necesaria porque los niveles salariales son mayores y existen otros ingresos adicionales (*antigüedades, méritos y salario escolar*), aparte de que significó un aumento del déficit fiscal que requirió incluso que los gastos corrientes (sueldos y salarios) fueran atendidos con endeudamiento.

La aplicación de la política monetaria, por su parte, fue contractiva durante la mayor parte del 2009, lo cual se reflejó en las elevadas tasas de interés y el bajo crecimiento de los agregados monetarios restringidos y el crédito al sector privado. Así, esta política no contribuyó directamente a evitar una mayor caída de la actividad económica, tal como ocurrió en muchos de los países del mundo, donde fue *contra cíclica*. Lo anterior, sin embargo, puede justificarse por los *pocos espacios* que tenía el BCCR, como consecuencia de la presión en el mercado cambiario; las elevadas expectativas de inflación y devaluación en los primeros meses; así como el mayor déficit fiscal y la alta captación de recursos por emisores de deuda pública.

En ese sentido, cabe reconocer que, tal y como lo estipula el Artículo 2 de la Ley Orgánica del BCCR, la institución concedió prioridad al objetivo de estabilidad y sólo después de que las condiciones lo ameritaran, varió la política monetaria. En efecto, desde mediados de agosto del 2009 el BCCR dejó de intervenir en el mercado cambiario y comenzaron a ajustarse hacia

la baja las expectativas de inflación y devaluación. Fue entonces a partir de setiembre de ese año cuando las tasas de interés empezaron a reducirse de manera natural. El aporte de la política monetaria, nada despreciable, fue de manera indirecta, al generar confianza y evitar una mayor incertidumbre y presión en el mercado cambiario, en caso de que hubiera bajado las tasas de interés y encajes, como algunos insistieron en su momento.

En el caso de la política cambiaria, que inició con el sistema de bandas en octubre del 2006, estuvo influida por la intervención del BCCR hasta mediados de agosto del 2009. En una primera etapa, desde que empezó el sistema hasta principios de mayo del 2008, la paridad estuvo pegada al límite inferior como consecuencia del exceso de oferta de divisas. En ese período el TC se apreció cerca de un 5 por ciento y llegó a niveles ligeramente inferiores a los ₡500 por dólar. De no haber sido por las compras de divisas por parte del BCCR, es muy probable que la apreciación hubiese sido mayor. En una segunda etapa, a partir de mayo del 2008 y hasta el 11 de agosto del 2009, el tipo de cambio se adhirió al límite superior. En el lapso de quince meses el tipo de cambio se depreció 19 por ciento y de no haber sido por las ventas de divisas por parte del BCCR, la devaluación hubiese sido superior.

En una tercera etapa, en los últimos meses del 2009, el TC empezó a fluctuar entre las bandas y en cuatro meses y medio se apreció 4,9 por ciento. Aún cuando el lapso es muy corto para evaluar la bondad de esta política, la mayor flexibilidad del tipo de cambio intenta reducir el impacto de los *shocks* externos en la economía real y disminuir o eliminar el efecto del sector externo en los agregados monetarios y, con ello, controlar la inflación. Los flujos de capital de corto plazo y los cambios de monedas de los portafolios internos, así como un mercado relativamente pequeño se han reflejado en una importante volatilidad y una apreciación. Esto ha generado dudas sobre la adecuada determinación y la influencia en el sector real y financiero, en particular por la falta de instrumentos de cobertura.

Finalmente, las políticas financieras contribuyeron a generar confianza y suplir la liquidez en caso de necesitarse. Dentro de ellas podrían ubicarse las siguientes: el aporte de capital del Gobierno a los bancos del Estado por un monto de US 117 millones de dólares a fines del 2008; la suscripción de un Convenio con el Fondo Monetario Internacional a principios del 2009; la consecución de una línea de crédito con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) si los bancos comerciales la necesitaran; las líneas de crédito

suscritas por el banco central con organismos financieros regionales (BCIE, FLAR, BIRF, BID) para apoyar las reservas monetarias y servir como *blindaje financiero*. No debería despreciarse la solicitud por parte del Poder Ejecutivo a los bancos comerciales del Estado para reducir las tasas de interés para vivienda y la mayor flexibilización del CONASSIF para renegociar algunos préstamos del sector privado en dificultades.

En las siguientes sub-secciones se analizará con mayor detalle las principales políticas adoptadas por las autoridades.

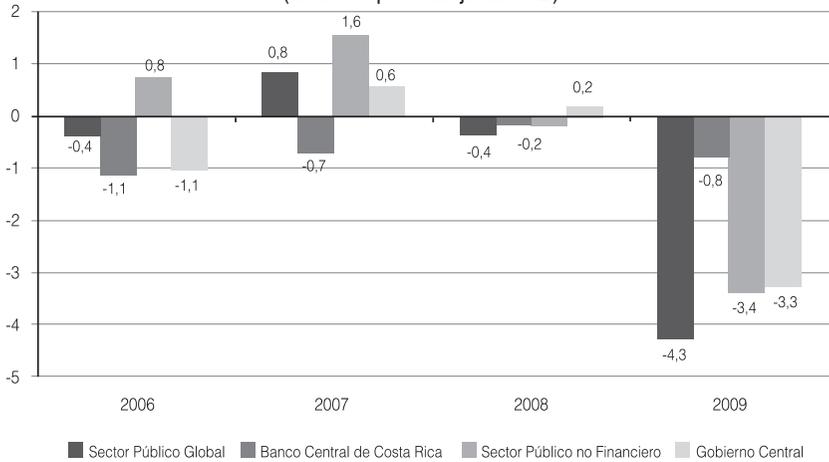
1.5.1 Política fiscal

Durante el 2009 la política fiscal es catalogada como expansiva, pues se caracterizó por un significativo incremento del gasto público y una reducción de los ingresos impositivos. Como resultado, la situación financiera del Sector Público Global Reducido se deterioró significativamente y mostró un déficit de un 4,3 por ciento del PIB. En el caso del Gobierno Central, el desbalance se incrementó a 3,3 por ciento del PIB, comparado con un superávit de 0,6 por ciento y 0,2 por ciento en el 2007 y el 2008. El mayor desbalance se justifica parcialmente como parte de la política *contra cíclica* aplicada por el Gobierno para atenuar los efectos de la crisis internacional. Esta política aumentó los gastos de consumo y de inversión del Gobierno y con ello compensó parcialmente la menor actividad del sector privado. Sin embargo, algunos gastos se caracterizaron por su permanencia (mayor empleo y salarios), lo cual afectará la situación financiera del sector público en los próximos años.

En lo que se refiere a los egresos totales del Gobierno, estos crecieron significativamente y representaron 15,3 por ciento del PIB en 2009, comparado con 13,5 por ciento en 2008, es decir, casi dos puntos porcentuales adicionales. Los mayores incrementos se presentaron en el rubro de remuneraciones, las cuales se elevaron de 5,5 por ciento del PIB a 6,6 por ciento (más de un punto porcentual); ello como resultado de los incrementos salariales para profesionales y las mayores contrataciones de empleados, especialmente para seguridad y educación. Asimismo, también crecieron las transferencias para programas sociales como *Avancemos*, el régimen de pensiones no contributivas y el Fondo de Educación Superior. El fuerte deterioro fiscal requirió que los gastos corrientes fueran financiados con endeudamiento (aprobado con el Presupuesto

Extraordinario) y, por tanto, que el Gobierno experimentara un déficit primario de 1,1 por ciento del PIB (el primero en los últimos cinco años).

GRÁFICO 1.29
COSTA RICA: RESULTADO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO, 2006-2009
(cifras en porcentaje del PIB)



FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

Los gastos de inversión también se incrementaron y generalmente no son recomendados como mecanismo para enfrentar una recesión debido al largo período requerido para su ejecución. No obstante, si se pudieran aplicar oportunamente tienen la ventaja de aumentar la inversión real y mejorar la rentabilidad financiera y social, razón por la cual terminan influyendo en la capacidad productiva del país en el mediano plazo. En este caso, afortunadamente la mayor inversión en obras de infraestructura coincidió con el período de recesión, cumpliéndose ambos objetivos simultáneamente, es decir, contribuir a paliar la contracción económica y, al mismo tiempo, ayudar a mejorar la capacidad productiva y la calidad de vida de la población. Aparte de los gastos de inversión realizados directamente por el Gobierno, cabe destacar la relevancia que durante este período presentó la inversión mediante el sistema de concesión de obras públicas. Esta modalidad tiene la ventaja de mejorar y ampliar la infraestructura, pero sin que el Gobierno realice las correspondientes erogaciones¹⁷.

17. De conformidad con información proporcionada por el Consejo Nacional de Concesiones, durante el 2009 la inversión realizada ascendió a 1,4 por ciento del PIB.

Los ingresos tributarios, por su parte, observaron una reducción de 1,5 puntos porcentuales del PIB, al caer de 15,8 por ciento del PIB en el 2008 a 14,2 en el 2009. Esta caída se atribuye principalmente a los menores impuestos de aduanas, los cuales disminuyeron 1,3 puntos porcentuales del PIB, producto del menor valor de las importaciones. De acuerdo con el Reporte del Fondo Monetario Internacional, dos terceras partes de la disminución de la recaudación aduanera se explica por la reducción en la base imponible¹⁸ y el resto por la caída en la tasa efectiva. Esto último se atribuye a la contracción observada en la importación de ciertos bienes duraderos con elevados impuestos, como vehículos y artefactos eléctricos domésticos. El referido estudio indica que sólo por concepto de ingresos sobre carros importados la reducción se estima en 0,5 por ciento del PIB¹⁹. Adicionalmente, también se presentaron reducciones en los impuestos sobre la renta de las empresas debido a las menores utilidades, así como los impuestos sobre las ventas.

En cuanto al resto del sector público no financiero reducido, acumuló un déficit de 0,2 por ciento del PIB, comparado con el superávit de 0,5 por ciento del 2008. Esta desmejora respondió, principalmente, a los resultados de dos de las principales instituciones públicas: la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS) y el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), en buena medida como resultado del significativo incremento en los gastos de remuneraciones, compra de bienes y servicios y transferencias corrientes. En el caso del ICE, también destacó la mayor adquisición de maquinaria y equipo.

El banco central, por su parte, observó un déficit de 0,8 por ciento del PIB, el cual fue superior al observado en los dos años previos (1,1 por ciento en 2007 y 0,2 por ciento en 2008), pero inferior al experimentado durante más de tres décadas. El faltante significó una expansión monetaria de ₡138.018 millones, es decir, 22,5 por ciento del saldo de la emisión monetaria de diciembre de 2009, lo cual aún es elevado para garantizar la estabilidad. El resultado se explica por la caída en los ingresos sobre depósitos en el exterior, debido tanto a las menores tasas internacionales de interés, como al

18. Disminuye 20 por ciento por la baja en el valor de las importaciones en colones; excluyendo zonas francas y petróleo.

19. El impacto negativo fue magnificado porque los impuestos a las ventas se aplican sobre los precios de importación. Además, según el FMI, la implementación del CAFTADR redujo los tributos a las importaciones en alrededor de 0,2 por ciento del PIB.

saldo promedio de reservas monetarias²⁰. Los gastos por concepto de operaciones de mercado abierto en moneda nacional crecieron relativamente poco, en virtud de las ventas de divisas por parte del BCCR hasta mediados de agosto para defender el techo de la banda cambiaria, lo cual contribuyó a reducir las necesidades de absorción monetaria.

Como consecuencia de los resultados anteriores, la deuda pública total como proporción del PIB alcanzó a fin del 2009 un 42,3 por ciento, elevándose casi 3 puntos porcentuales con respecto a diciembre del 2008. Dentro de esta deuda, la del Gobierno Central pasó de 24,6 por ciento del PIB a 27,5 por ciento (incremento de 2,9 p.p.), contrario a la tendencia decreciente observada en los últimos seis años cuando se redujo en 16 puntos porcentuales. Para analizar los factores explicativos de la evolución de la deuda, usualmente se utiliza la siguiente fórmula:

$$\Delta d = p + d_{t-1} * ((r-g)/(1+g))$$

Donde:

d: deuda como proporción del PIB

d_{t-1} : deuda como proporción del PIB del periodo anterior

p: déficit primario como proporción del PIB

r: tasa de interés real

g: crecimiento económico

Como se explica en mayor detalle en el capítulo 3 (anexo 3.5), en general, la mayoría de esos factores contribuyeron a explicar el incremento observado. De no presentarse una mejora en todos los componentes, en particular en el resultado primario, la deuda podría elevarse significativamente en los próximos años, con consecuencias poco favorables para la estabilidad y el crecimiento del sector privado.

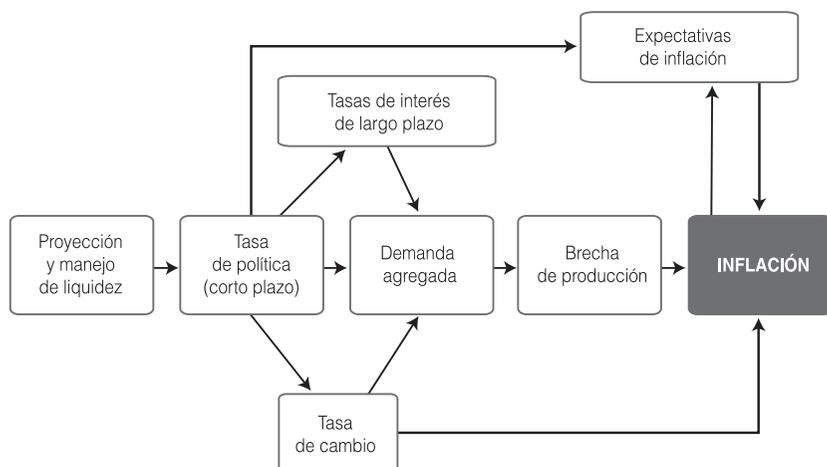
1.5.2 Política monetaria

Las tasas de interés se han convertido en el principal instrumento de control monetario dentro del nuevo esquema de *metas de inflación* aplicado por el banco central. A través de las variaciones en la *tasa de interés de política mone-*

20. Según el BCCR, el saldo promedio de las reservas en el 2009 fue US 214,5 millones de dólares inferior al observado un año antes, en tanto que la tasa de interés promedio fue menor en 4,0 p.p.

taria, el BCCR pretende influir en el resto de tasas de interés de la curva de rendimiento, las expectativas de inflación, la demanda agregada y el tipo de cambio, tal y como se visualiza en la Figura 1. Para que estos mecanismos de transmisión sean efectivos, es importante contar, entre otros elementos, con mercados de liquidez profundos y desarrollados. Con ese propósito, el BCCR adoptó acciones para integrar los diferentes mercados de dinero del medio financiero local y facilitar el control de la liquidez. A partir de agosto entró en funcionamiento el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) en el BCCR.

FIGURA 1.1
MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA TASA DE INTERÉS
DE POLÍTICA MONETARIA

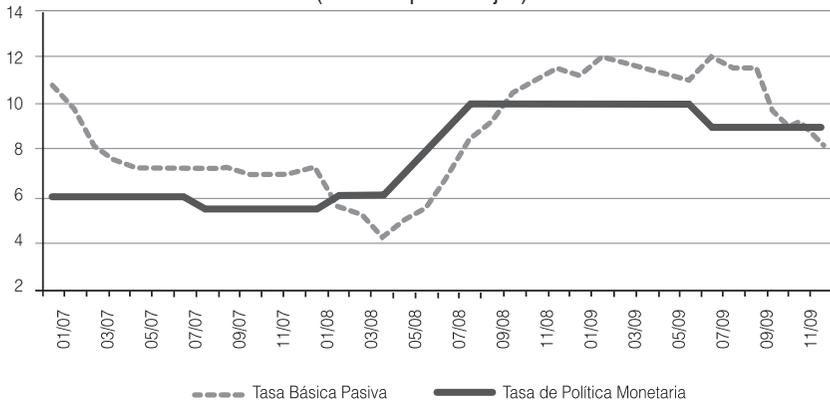


FUENTE: Cubero, Rodrigo (2010).

Durante buena parte del 2009 la política monetaria ejecutada puede ser considerada como contractiva, no obstante la recesión observada por la economía nacional. Lo anterior se atribuye a los elevados niveles de las tasas de interés (nominal y real), así como al cambio en la metodología de cálculo del encaje mínimo legal, que implicó un incremento en la tasa efectiva promedio²¹. En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de las tasas de interés nominales, básica pasiva y de política monetaria.

21. Se incrementó la proporción de depósitos promedio mantenidos en el BCCR por concepto de encaje para reducir su variabilidad a partir del tercer trimestre. Las Asociaciones Solidaristas fueron instruidas para mantener el requisito de liquidez en títulos del banco central de corto plazo.

GRÁFICO 1.30
 COSTA RICA: TASA BÁSICA PASIVA Y DE POLÍTICA MONETARIA, 2007-2009
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

Similar a la mayoría de variables macroeconómicas, en general durante el 2009, estos precios relativos mostrarán dos tipos de comportamientos claramente identificables. En la primera parte, se presentó un incremento en las tasas de interés del sistema financiero local; ello no obstante la recesión económica y el deseo de muchos sectores para que disminuyeran. Uno de los elementos claves en esa decisión fue la presión en el mercado cambiario, donde el banco central estuvo vendiendo divisas al tipo de cambio correspondiente al límite superior de la banda cambiaria. Unido a ello, las expectativas de devaluación y de inflación se mantenían en niveles elevados y las tasas de interés aún eran negativas en términos reales. El Gobierno Central también ejercía presión por los mayores requerimientos de financiamiento.

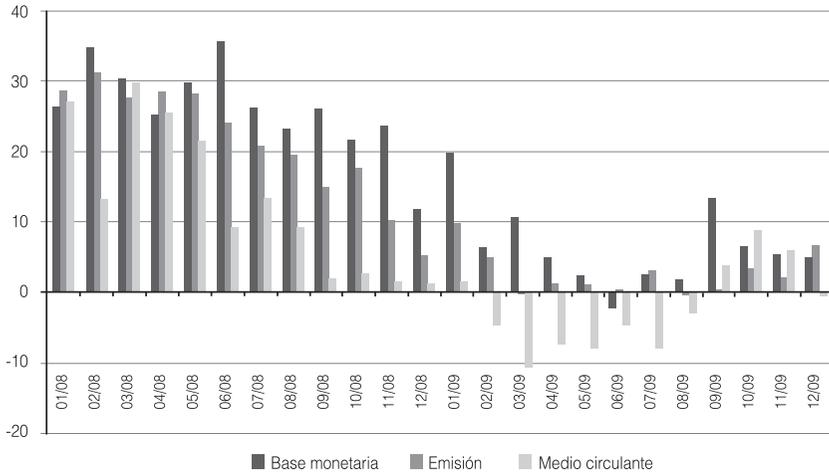
Durante el último trimestre las condiciones cambiaron significativamente. El mercado cambiario mostró una menor presión y a partir de mediados de agosto el banco central dejó de vender divisas. El tipo de cambio empezó a fluctuar y a exhibir cierto comportamiento a la apreciación. Con ello se disminuyeron las expectativas de devaluación y de inflación, lo cual permitió al banco central y al Gobierno reducir sus tasas de interés de captación, principalmente en los instrumentos de corto plazo. Esta decisión influyó en el resto de intermediarios financieros, los cuales disminuyeron las tasas de interés pasivas, reflejándose en una caída en el año de 3,25 p.p. en la Tasa Básica Pasiva (TBP). Así, el comportamiento de las tasas de interés pasivas,

junto con las menores expectativas de inflación, implicó tasas de interés reales positivas²².

El análisis de los agregados monetarios siempre genera dudas en cuanto a la definición más apropiada, el grado de control por parte del banco central, así como la interpretación en cuanto a variables de oferta/demanda monetaria. En todo caso, la evolución del medio circulante, el agregado más restringido, sólo creció 6,9 por ciento en el año, por debajo incluso del crecimiento nominal del PIB. Este bajo incremento podría reflejar una menor demanda por saldos monetarios de conformidad con la caída en la actividad económica y las mayores tasas reales de interés. Cabe destacar que mientras en la primera mitad del año, este indicador mostró incluso tasas negativas, en la segunda parte exhibió una aceleración consistente con la recuperación de la producción y la mayor preferencia por la moneda nacional.

GRÁFICO 1.31

COSTA RICA: EMISIÓN, BASE MONETARIA Y MEDIO CIRCULANTE, 2008-2009
(cifras en porcentajes de variación interanual)

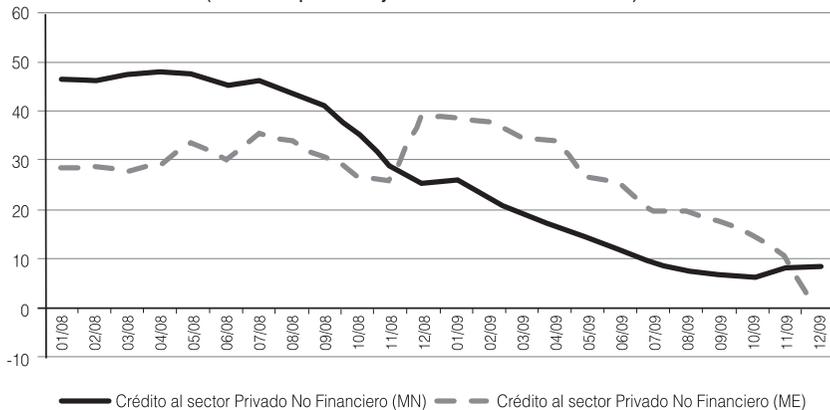


FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

22. Considerando las expectativas de variación del tipo de cambio, el premio por ahorrar en colones se mantuvo positivo y se incrementó al final del año.

En cuanto a los agregados monetarios más amplios, estos crecieron a tasas superiores a las del crecimiento del PIB nominal, en parte debido al traslado parcial de vencimientos de títulos de deuda externa del Gobierno en los primeros meses del año²³, así como a la repatriación de capitales en el último cuatrimestre. Asimismo, conforme se fueron reduciendo las expectativas de devaluación y de inflación a partir de setiembre y se incrementó el premio por estos ahorros, se observó una mayor preferencia por estos instrumentos y una reducción del proceso de dolarización que se había iniciado desde abril del 2008.

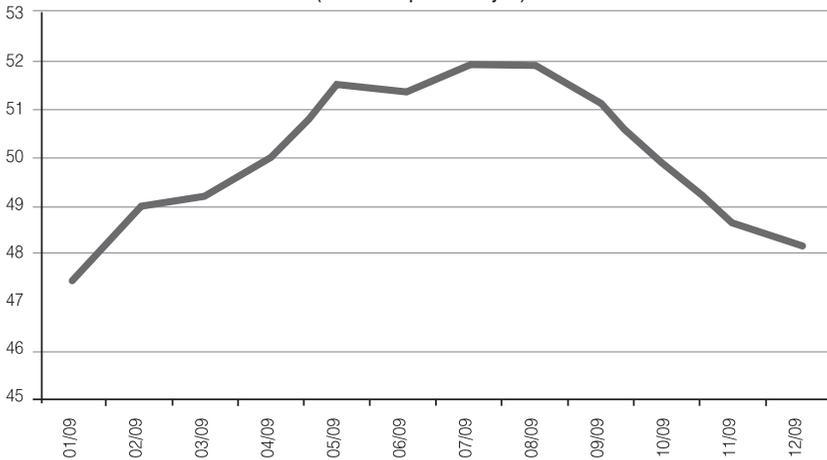
GRÁFICO 1.32
 COSTA RICA: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN MONEDA NACIONAL
 Y EXTRANJERA, 2008-2009
 (cifras en porcentajes de variación interanual)



FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

23. Según información del BCCR, de los títulos del Gobierno colocados en el exterior por US 300 millones de dólares (vencieron en mayo del 2009), poco más de la mitad que pertenecían a nacionales fue canalizado hacia estas opciones de ahorro.

GRÁFICO 1.33
 COSTA RICA: CUASIDINERO COMO MONEDA EXTRANJERA/ LIQUIDEZ TOTAL,
 2009
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

En relación con el crédito al sector privado, este presentó una significativa desaceleración en el 2009 (4,1 por ciento), atribuible a la contracción de la actividad económica, las expectativas poco favorables de inversionistas y consumidores, así como las dificultades para tener acceso al financiamiento de la banca comercial; lo anterior no obstante la adecuada disponibilidad de recursos financieros (los agregados amplios y la riqueza financiera crecieron a tasas superiores al PIB nominal). Por tipo de moneda, el crédito en colones creció un 8,8 por ciento, en tanto en US dólares más bien se redujo 1,8 por ciento²⁴.

1.5.3 Política cambiaria

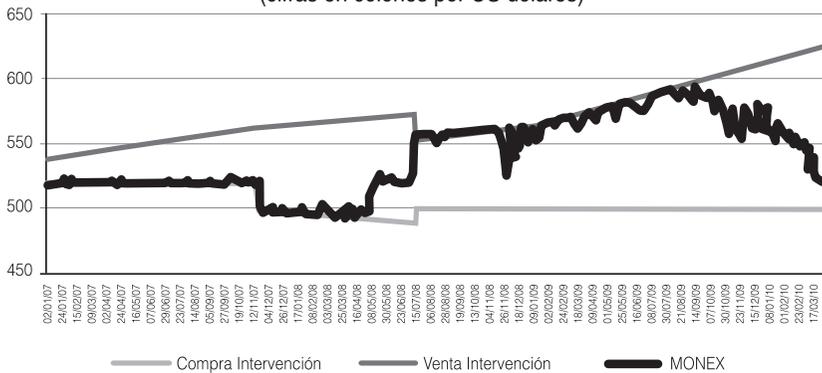
Durante el 2009 el BCCR continuó con la aplicación del sistema de bandas, donde prevaleció una banda inferior de $\text{¢}500$ por dólar y una banda superior que se incrementaba en razón de 20 céntimos diarios y llegó en diciembre a $\text{¢}611,05$ por dólar. Desde que se inició este régimen y hasta mediados de agosto del 2009, el mercado cambiario se caracterizó porque

24. Cabe destacar la evolución de la deuda por tarjetas de crédito, la cual asciende a alrededor de US 486 mil millones de dólares (2,6 por ciento del PIB) y presenta una morosidad de 2,5 por ciento.

las cotizaciones estuvieron pegadas a las bandas y consecuentemente por la intervención del banco central.

En la etapa inicial, desde octubre del 2006 hasta principios mayo del 2008, la situación superavitaria del mercado cambiario mantuvo la cotización pegada a la banda inferior, lo cual obligó al banco central a comprar el sobrante de divisas. A partir de mayo del 2008 la situación del mercado de divisas cambió radicalmente y, con excepción de los últimos dos meses del 2008, hasta principios de agosto del 2009 la paridad cambiaria se pegó a la banda superior, por lo cual el BCCR tuvo que atender la mayor demanda de divisas.

GRÁFICO 1.34
 COSTA RICA: TIPOS DE CAMBIO DE INTERVENCIÓN
 (COMPRA Y VENTA) Y MONEX, 2007-2010
 (cifras en colones por US dólares)

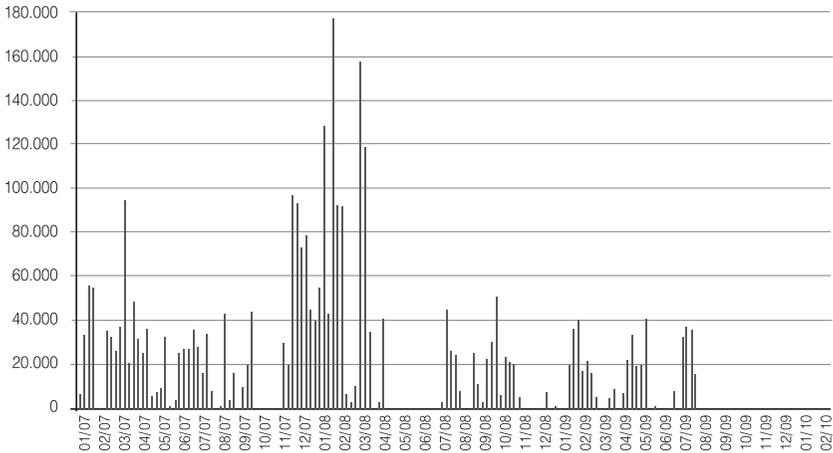


FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

A partir del 12 de agosto del 2009, las condiciones del mercado cambiario variaron significativamente y la paridad empezó a fluctuar entre los límites de las bandas, congruente con los resultados de la balanza de pagos. Los flujos de capital fueron más que suficientes para financiar los bajos desequilibrios de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Durante las últimas 20 semanas del 2009 que el BCCR dejó de intervenir en ese mercado, la paridad cambiaria mostró una apreciación de 4,9 por ciento y una mayor variabilidad. Al final del año el tipo de cambio promedio de MONEX cerró en ¢561,82, inferior en ¢49,23 respecto al límite superior de la banda cambiaria. En todo el año, de principio a fin de período, el tipo de cambio

mostró una depreciación de 1,5 por ciento (11,4 por ciento en el 2008), pero la devaluación promedio fue cercana al 9 por ciento (11,1 por ciento en 2008), como resultado de los mayores niveles mostrados en la primera parte del año.

GRÁFICO 1.35
COSTA RICA: INTERVENCIÓN DEL BCCR EN EL MERCADO CAMBIARIO,
2007-2010
(cifras en miles de US dólares)



FUENTE: Elaboración propia con base en los indicadores económicos del BCCR.

La variabilidad del tipo de cambio nominal se ha reflejado también en mayores movimientos en el tipo de cambio real. Teóricamente se supone que esta mayor flexibilidad ayuda a reducir el impacto de los shocks externos sobre las variables reales y a permitir mayor control sobre los agregados monetarios. Sin embargo, en presencia de un mercado relativamente pequeño, una cuenta de capital abierta y una elevada *dolarización* interna, los flujos financieros de corto plazo y las decisiones de cartera de monedas ejercen una influencia preponderante en su determinación, con resultados un tanto cuestionables. La apreciación real observada hasta mediados del 2010 pudiera estar afectando a importantes sectores generadores de divisas, en particular porque el proceso de ajuste ha sido muy corto y no se han tomado acciones complementarias.

Con el propósito de continuar avanzando hacia un esquema de *metas de inflación* y contribuir con la determinación flexible del tipo de cambio, es

importante adoptar medidas para mejorar la operativa del mercado de divisas, así como ayudar al desarrollo de mercado de coberturas cambiarias como mecanismo de protección. Para ello es necesario aumentar la información y la transparencia, en particular sobre las reglas de intervención del BCCR para moderar fluctuaciones cambiarias, así como las compras que realice a nombre del sector público. Igualmente relevante sería valorar y clarificar la conveniencia de que el BCCR adquiera divisas en momentos de fuertes excesos de oferta como medida *anti cíclica*.

1.5.4 Política financiera

Las políticas financieras, definidas en un sentido amplio, resultan de suma importancia y complementarias para mantener la confianza, credibilidad y liquidez del sistema económico. Dentro de estas acciones se pueden ubicar los esfuerzos realizados para capitalizar los bancos del Estado a fines del 2008, las medidas de carácter precautorio conocidas como *blindaje financiero*, la suscripción de un convenio de estabilización con el Fondo Monetario Internacional, así como decisiones, a nivel microeconómico, sobre las reglas prudenciales que deben cumplir los bancos comerciales. A nivel macroeconómico las decisiones de manejo de la deuda pública y de administración de las reservas monetarias internacionales del BCCR también podrían ser contempladas dentro de estas políticas.

En relación con la capitalización a los bancos del Estado, el Gobierno decidió otorgar un monto total de US 117 millones de dólares, distribuidos entre los tres bancos, de la siguiente manera: US 50 millones de dólares al Banco Nacional; US 50 millones de dólares al Banco de Costa Rica y US 17 millones de dólares al Banco Crédito Agrícola de Cartago. Esto permitió mejorar los indicadores de suficiencia patrimonial y, con ello, incrementar la capacidad para otorgar financiamiento a los agentes económicos.

El *blindaje financiero* tiene como propósito mejorar la capacidad de respuesta del país o del banco central ante eventuales efectos desfavorables sobre la posición de la balanza de pagos. El país suscribió paquetes de líneas de crédito con diversos organismos financieros internacionales como el BCIE (US 200 millones de dólares); FLAR (US 300 millones de dólares); BID (US 500 millones de dólares); BIRF (US 500 millones de dólares). Esto indudablemente constituyó un apoyo ante dificultades de liquidez y contribuyó

a dar confianza para atender la demanda externa de divisas, evitando ajustes drásticos en el tipo de cambio. En el 2009 Costa Rica no requirió utilizar estos recursos.

El 13 de abril del 2009 el país suscribió un acuerdo *stand-by* con el Fondo Monetario Internacional, por un monto de US 735 millones de dólares. Aparte de la posibilidad de acceder a recursos externos, estos programas representan una garantía implícita de estabilidad macroeconómica, en caso de que los países los cumplan. Por lo general se formulan permitiendo desequilibrios del sector público y balanza de pagos en función de las diversas fuentes de financiamiento accesibles. Contrario a lo sucedido en reiteradas ocasiones en el pasado, en esta oportunidad se permitió al país contar con un déficit fiscal de poco más de 4 por ciento del PIB. Las dos revisiones realizadas por personeros de este organismo internacional fueron cumplidas satisfactoriamente, pero el país no recurrió al desembolso de recursos.

En el campo bancario los esfuerzos de regulación y supervisión son esenciales para evitar una crisis sistémica. Esto cobra mayor relevancia si se toma en cuenta que durante los dos años previos, el crédito al sector privado creció a tasas superiores al 30 por ciento. Los resultados observados permiten inferir que no obstante la crisis internacional y las dificultades de la economía nacional, los indicadores de solvencia y de calidad crediticia del sistema bancario se comportaron adecuadamente. La información disponible sugiere que el deterioro de estos indicadores fue leve y se presentó especialmente en el tercer trimestre; en los últimos dos meses se percibió una leve mejora. Debe reconocerse, sin embargo, que la favorable evolución de la cartera morosa se explica en parte por las readecuaciones de plazos y tasas de interés, así como por las pérdidas asumidas por algunas instituciones. En todo caso, la estabilidad del sistema financiero permitió soportar adecuadamente los ajustes al alza en las tasas de interés para mantener el equilibrio del sector externo.

El manejo macroeconómico de años previos, reflejados en los resultados fiscales y de deuda, así como en la evolución y administración de las reservas monetarias internacionales, constituyen elementos claves para atenuar el impacto de una crisis, en particular por la percepción de los inversionistas, organismos internacionales y calificadoras de riesgo. En los últimos años el país redujo los déficits fiscales, disminuyó la deuda, especialmente la externa, e incrementó las reservas monetarias. En el primer caso, coadyuvó a

realizar una política fiscal *anti cíclica* y, en el segundo, permitió intervenir en el mercado cambiario para atender la mayor demanda de divisas y evitar ajustes más bruscos en el tipo de cambio. El país, consciente o inconscientemente, había ahorrado en el período de bonanza (*vacas gordas*), lo cual fue clave para atenuar el impacto de la crisis internacional.

Si bien en determinadas circunstancias, como las experimentadas durante el período de análisis, podría justificarse algún deterioro en las cuentas fiscales, sería muy conveniente contar con un marco y reglas que permitan un riguroso manejo fiscal en función del ciclo económico. Así, mientras en períodos de recesión o muy bajo crecimiento económico podría permitirse un mayor déficit financiero del Gobierno, durante períodos de auge deberían procurarse ahorros y mejoras en los indicadores fiscales y de deuda pública. En ese sentido, la política fiscal podría actuar efectivamente como herramienta *contra cíclica* sin generar preocupantes desequilibrios macroeconómicos. Algo similar podría estudiarse y evaluarse para las reservas monetarias internacionales.

1.6 RESUMEN Y CONCLUSIONES

Durante el 2009 la economía costarricense experimentó un significativo deterioro en las principales variables reales. En efecto, en ese período la inversión, incluyendo variación de existencias, cayó 28 por ciento, el Producto Interno Bruto disminuyó 1,1 por ciento (3 por ciento en términos *per cápita*), la tasa de desempleo abierto aumentó tres puntos porcentuales (subió de 4,9 por ciento a 7,8 por ciento) y el número absoluto de desempleados se elevó en aproximadamente 90 mil personas. Con excepción de las actividades relacionadas con los servicios prestados a empresas y telecomunicaciones, el resto mostró variaciones negativas. Dentro de las más afectadas se encontraron: la industria, la construcción, la agricultura y el turismo. De acuerdo a estas variables, Costa Rica presentó la contracción más profunda del último cuarto de siglo.

Al realizar un análisis más detallado, es posible inferir que el comportamiento de otras variables más relacionadas con la calidad de vida de la población, se vieron menos afectadas. En efecto, en el 2009 el consumo privado se incrementó 1,6 por ciento (casi estable en términos *per cápita*), el ingreso nacional aumentó 1 por ciento y los salarios reales mejoraron 5 por

ciento. Si bien los niveles de pobreza subieron levemente al pasar de 17,7 por ciento a 18,5 por ciento, su impacto fue inferior al esperado. La evolución de estas variables fue más favorable que las observadas en los períodos de 1996 y 2001, cuyo crecimiento fue de los más bajos pero aún positivo.

La comparación de algunas de las referidas variables a nivel latinoamericano, ubica al país en una posición levemente superior que el promedio. Mientras el PIB medio de esos países mostró una contracción de 2,1 por ciento en 2009, en Costa Rica fue de 1,1 por ciento. Estos resultados cobran mayor relevancia en vista de que, según diversos estudios, la región se desempeñó mejor que en el pasado, así como en comparación con otros mercados emergentes.

Una evaluación de la actividad económica por sub-períodos, permite visualizar una continua recuperación conforme fue transcurriendo el año. La mayoría de los indicadores de la actividad económica presentaron mejoras significativas durante los últimos meses del 2009 en comparación con las de los primeros. Por ejemplo, el PIB y las exportaciones de bienes y servicios crecieron durante el cuarto trimestre 2,9 por ciento y 0,1 por ciento, en tanto en el primer trimestre descendieron 4,5 por ciento y 12,6 por ciento, respectivamente. Asimismo, mientras la formación bruta de capital y las importaciones descendieron 10,1 por ciento y 6,2 por ciento en el último trimestre, en el primero habían caído 35 por ciento y 20,8 por ciento, en el mismo orden. A la par de esas variables también se empezó a observar un mayor dinamismo en el turismo, los flujos de capital, el empleo y los ingresos tributarios, así como mejores expectativas de consumidores y empresarios. Al final del 2009 la economía presentó una considerable recuperación, la cual se ha mantenido en el transcurso del 2010.

Es importante destacar la mejora observada en los principales indicadores de la estabilidad macroeconómica: la inflación fue de apenas 4,1 por ciento (la menor en más de tres décadas); el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos/PIB ascendió a 2,2 por ciento del PIB (9,2 por ciento en el 2008); las reservas monetarias internacionales representaron 5,7 meses de las importaciones regulares (3,8 en 2008); el tipo de cambio se devaluó 1,5 por ciento y empezó a fluctuar entre las bandas, con tendencia a la apreciación; las tasas de interés disminuyeron 3 puntos porcentuales; los agregados monetarios líquidos crecieron al ritmo de la producción nominal; los indicadores de morosidad y suficiencia patrimonial se deterioraron

muy levemente. Asimismo, las expectativas de inflación y de devaluación se ajustaron hacia la baja. La evolución del déficit fiscal y del banco central, así como los indicadores de deuda, sin embargo, mostraron incrementos que deberán atenderse en el futuro cercano.

La difícil situación que experimentó la actividad económica doméstica se atribuye a la crisis financiera internacional que afectó significativamente a los principales países con los que Costa Rica mantiene relaciones comerciales y financieras, dentro de los que destacan Estados Unidos, Europa y Centroamérica. La alta integración de Costa Rica implica una elevada correlación con los ciclos de la economía mundial, cuyo proceso de transmisión impacta variables de gran relevancia en el desempeño de los diferentes sectores y actividades. Como consecuencia de la recesión mundial, las compras de bienes y servicios de esos países así como los ingresos por turismo y los flujos de capital disminuyeron de manera considerable. La misma situación internacional, sin embargo, contribuyó a mejorar los términos de intercambio (por menores precios de combustibles y alimentos) y el ingreso nacional, así como a reducir el impacto de la inflación importada.

Las políticas internas adoptadas por las autoridades costarricenses, en general, contribuyeron a reducir el impacto provocado por la crisis internacional. Dentro de estas políticas se incluyen la fiscal, la salarial, la monetaria, la cambiaria y la financiera, las cuales usualmente se utilizan para afectar la demanda interna, pero también pueden diseñarse para impactar la oferta (disminuyendo cargas, regulaciones y riesgos). Cuando se presenta una recesión, el objetivo principal de las políticas públicas debería ser moderar la caída en la actividad económica y atenuar los consecuentes efectos adversos en la calidad de vida de la población. A este respecto, cabe reconocer la existencia de analistas argumentando que estas intervenciones afectan negativamente el equilibrio de la economía y terminan provocando mayores costos. En la coyuntura recesiva recién pasada, sin embargo, la mayoría de estudios evidencian los beneficios de las referidas políticas, aún cuando tendrán que enfrentarse retos en el mediano plazo en particular para sanear los balances de los gobiernos y bancos centrales.

Dentro del campo de la política fiscal, el Gobierno y las principales instituciones públicas ejecutaron una política expansiva que se reflejó en un mayor nivel de gasto, tanto corrientes (aumento de empleo, remuneraciones

y transferencias a grupos vulnerables)²⁵, como de capital (obras de infraestructura directas). Con frecuencia se argumenta que los gastos de capital usualmente no contribuyen a paliar las crisis porque requieren un período más prolongado para materializarse. En el caso costarricense, esos mayores gastos coincidieron precisamente con el período de crisis, por lo que no sólo contribuyeron a reducir el impacto de la recesión económica, sino que mejoraron la capacidad productiva y la calidad de vida de la población. No obstante, preocupa el comportamiento observado por el rubro de remuneraciones, las cuales se incrementaron en más de un punto porcentual del PIB como resultado de mayores niveles de empleo y salarios. Esto tendrá repercusiones en el resultado de las finanzas públicas en los años venideros.

Cabe destacar las mayores inversiones realizadas en este período mediante el sistema de concesión de obras públicas, con efectos positivos en la infraestructura, sin las correspondientes erogaciones del Gobierno. Este mecanismo, bien utilizado, será de gran utilidad para aumentar la inversión, mejorar la infraestructura nacional y financiarse a través de los usuarios directos. Por otra parte, aún cuando las tasas impositivas no fueron disminuidas de manera autónoma, la alta correlación con el ciclo económico implicó una reducción de la carga tributaria del Gobierno de 15,9 por ciento del PIB en el 2008, a 13,7 por ciento en 2009. Como consecuencia, el déficit fiscal del sector público global se incrementó a 4,3 por ciento del PIB, ayudando a compensar el menor gasto privado en consumo e inversión. En el desglose del PIB por componentes del gasto, el consumo real del Gobierno creció 6,4 por ciento y la inversión pública 12,8 por ciento, con un importante aporte al PIB.

El mayor desbalance fiscal no afectó la estabilidad ni la confianza de los agentes económicos durante el 2009, porque en los años previos el país había realizado esfuerzos importantes para mejorar los resultados financieros y el monto y estructura de la deuda pública. En los últimos cinco años esta deuda como proporción del PIB se redujo 16 puntos porcentuales y se incrementó el plazo promedio de vencimiento. Además, la mayor deuda pública tampoco implicó un desplazamiento del sector privado porque la

25. Algunos gastos corrientes asociados con un incremento en el empleo, sin embargo, por tratarse de programas permanentes, es probable que continúen afectando la situación fiscal.

menor actividad económica requirió de poco financiamiento. No obstante, esta política fiscal expansiva deberá corregirse en el futuro cercano para evitar un *estrujamiento* del sector privado y afectar la confianza de los agentes económicos y la estabilidad macroeconómica. No debe perderse de vista que los participantes en los mercados financieros están prestando cada vez más atención a la estabilidad fiscal de las economías. Esto se ha manifestado en los primeros meses del 2010 en el caso de algunas economías europeas, en particular Grecia, España, Portugal e Irlanda.

La política monetaria en general podría ser catalogada como restrictiva durante la mayor parte del período, lo cual se reflejó en las elevadas tasas de interés y encajes legales efectivos, así como, parcialmente, en bajo crecimiento de los agregados monetarios restringidos y del crédito al sector privado. De manera directa esta política no ayudó a abaratar los recursos crediticios y facilitar la adquisición de préstamos por parte de los agentes económicos, como sucedió en muchas de las economías internacionales. Esto, sin embargo, se justifica por la poca flexibilidad del BCCR en los primeros meses, como consecuencia de la presión en el mercado cambiario, las elevadas expectativas de inflación y devaluación y el mayor déficit fiscal y alta captación de recursos por emisores de deuda pública.

En ese sentido, cabe reconocer que, tal y como lo estipula el Artículo 2 de la Ley Orgánica del BCCR, la institución concedió prioridad al objetivo de estabilidad y sólo después de que las condiciones lo justificaran, varió la política monetaria. En efecto, desde mediados de agosto el BCCR dejó de intervenir en el mercado cambiario y comenzaron a ajustarse hacia la baja las expectativas de inflación y devaluación. Esta situación permitió, a partir de setiembre, disminuir de manera gradual y natural las tasas de interés. El principal aporte de la política monetaria fue de manera indirecta, generando confianza y evitando una mayor incertidumbre y presión en el mercado cambiario, en caso de que hubiera bajado las tasas de interés y encajes, como algunos insistieron en su momento.

La política cambiaria continuó con el sistema de bandas, pero las condiciones prevalecientes en el mercado cambiario depararon resultados muy diferentes a lo largo del año. Hasta el 11 de agosto del 2009, el exceso de demanda de divisas implicó que el tipo de cambio se adhiriera al límite superior, devaluándose un 6,8 por ciento. En los últimos meses del año, el tipo de cambio empezó a fluctuar entre las bandas y en cuatro meses y medio se

apreció 4,9 por ciento debido a la mayor oferta de US dólares. Aún cuando el lapso es muy corto para evaluar la bondad de esta política, la mayor flexibilidad del tipo de cambio intenta reducir el impacto de los *shocks* externos en la economía real y disminuir o eliminar el efecto del sector externo en los agregados monetarios y, con ello, controlar la inflación.

No obstante, en presencia de un mercado relativamente pequeño, una cuenta de capital abierta y una elevada *dolarización* interna, los flujos financieros de corto plazo y las decisiones de cartera de monedas, ejercen una influencia preponderante en su determinación, con resultados un tanto cuestionables. Con el propósito de continuar avanzando hacia un esquema de *metas de inflación* y contribuir con la determinación del tipo de cambio, es importante adoptar medidas para mejorar la operativa del mercado de divisas, así como ayudar al desarrollo de mercado de coberturas cambiarias como mecanismo de protección. Para ello es necesario aumentar la información y la transparencia, en particular sobre las reglas de intervención del BCCR para moderar fluctuaciones cambiarias, así como las compras que realice a nombre del sector público. Igualmente relevante sería valorar y clarificar la conveniencia de que el BCCR adquiriera divisas en momentos de fuertes excesos de oferta como medida *anti cíclica*.

Las políticas financieras, definidas en un sentido amplio, resultaron de suma importancia y complementarias para mantener la confianza y credibilidad, así como suplir la liquidez al sistema en caso de necesitarse. Dentro de ellas podrían ubicarse las siguientes: el aporte de capital del Gobierno a los bancos del Estado por un monto de US 117 millones de dólares a fines del 2008 para incrementar la capacidad crediticia; la suscripción de un Convenio con el Fondo Monetario Internacional para garantizar una relativa estabilidad y desembolso de recursos; la consecución de una línea de crédito con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) en caso de que los bancos comerciales la requirieran; las líneas de crédito suscritas por el banco central con organismos financieros regionales (BCIE, FLAR, BIRF, BID) para apoyar las reservas monetarias y servir como *blindaje financiero*. No debería descartarse la solicitud a los bancos del Estado para reducir las tasas de interés para vivienda y la mayor flexibilización del CONASSIF para renegociar algunos préstamos privados en dificultades²⁶.

26. Estas acciones contribuyeron a mejorar el ingreso real de esos deudores y evitar un mayor deterioro de la calidad crediticia de esas instituciones.

La política salarial implicó un aumento en los salarios reales de los trabajadores del sector privado y público. En condiciones menos recesivas, esta política podría considerarse contraproducente, pero prevalecieron ciertas circunstancias que la favorecieron: se presentó una inesperada baja en la inflación; la mayor inflación del año previo había deteriorado los salarios reales; permitió aumentar el poder de compra de las familias, en especial las de bajos recursos, ayudando a mantener el consumo interno y el nivel de vida. En el caso del sector público, la política es menos justificable porque los niveles salariales son mayores y existen otros ingresos adicionales (*antigüedades, méritos y salario escolar*), aparte de que significó un aumento del déficit fiscal que requirió incluso que los gastos corrientes (sueldos y salarios) fueran atendidos con endeudamiento.

Las referidas políticas, algunas un tanto heterodoxas, que en circunstancias normales podrían ser cuestionables, en general, tuvieron efectos positivos en este período recesivo. Estas acciones contribuyeron a moderar los impactos anticipados de la crisis económica internacional sobre la economía costarricense, tanto de manera directa (*medidas fiscales anti cíclicas*), como de modo indirecta (*efecto positivo sobre las expectativas de los agentes económicos*). La efectividad de estas medidas se materializó, básicamente, por dos razones fundamentales:

1. En la etapa expansiva del ciclo económico, el país realizó esfuerzos importantes para reducir los déficits fiscales, disminuir la deuda pública (especialmente la externa), mejorar la estructura de vencimientos, incrementar las reservas monetarias internacionales y fortalecer la supervisión y capitalización de los bancos. En cierto sentido, el país, consciente o inconscientemente, ahorró en el período de bonanza (vacas gordas).
2. Las autoridades se preocuparon por mantener la estrategia de mediano plazo adoptada en las últimas décadas: continuó con los esfuerzos por insertar al país en los mercados internacionales mediante la decisión de suscribir tratados de libre comercio con Estados Unidos, Singapur, China y Europa; permitió la participación del sector privado en sectores claves como los seguros, las telecomunicaciones y la concesión de obras públicas; aprobó políticas favorables para la inversión en zonas francas y de menor desarrollo; prevaleció la autonomía política del banco central y la tecnificación de las entidades encargadas de la supervisión financiera.

1.7 LECCIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA Y RECOMENDACIONES

La crisis financiera internacional más aguda de las últimas décadas y sus repercusiones en nuestro país, constituye un *laboratorio* muy interesante para los estudiosos de la economía y otras disciplinas. La narración de esta historia apenas empieza y tomará tiempo entender sus principales causas, consecuencias y la efectividad de las políticas adoptadas. Las mismas declaraciones del ex presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, señor Alan Greenspan, han sido poco esclarecedoras y en una comparecencia señala a la administración estadounidense del señor George W. Bush, como la principal responsable, por *sobre estimular* al sector inmobiliario para sectores bajos y medios con escasa capacidad de pago. La crisis generada durante la primera semana de mayo del 2010 en la zona del euro, por el excesivo endeudamiento de algunas de sus economías, también deberá ser abordada como parte de un análisis más integral.

Con independencia de lo anterior, lo cierto es que la crisis tomó a todos *los expertos* por sorpresa y casi nadie esperaba que en un lapso tan corto y, luego de uno de los períodos de mayor expansión y apogeo, sobreviniera una crisis de tales proporciones. Tampoco, una vez iniciada la crisis, *los estudiosos* vaticinaban una recuperación tan rápida como la que se ha presentado. Aún existen grandes riesgos acerca de la velocidad y sostenibilidad de esta recuperación. El mundo se enfrentará en los próximos meses a la decisión de sanear el balance de los gobiernos y los bancos centrales, así como realizar reformas a los sistemas financieros, evitando poner en peligro el crecimiento económico y la estabilidad. Todas estas decisiones y resultados tendrán repercusiones en nuestra economía y, sobre todo, en la calidad de vida de la población. Tendremos que estar alertas y continuar preparándonos para distintos escenarios en el futuro cercano. Como ha reiterado el maestro don Eduardo Lizano, *la aparición de una crisis está a la vuelta de la esquina*. Mientras se continúa profundizando en este tema, de manera preliminar, podríamos mencionar algunas de las lecciones principales:

- La visión, cooperación y decisión conjunta de los principales países del mundo, así como los organismos internacionales es clave para superar una crisis como la experimentada. *Los pánicos y las corridas financieras* de los tiempos actuales deben atenderse con prontitud y con garantías de recursos financieros en exceso para que los

mercados mantengan la confianza. Asimismo, debe evitarse políticas que restrinjan los volúmenes de comercio de bienes y servicios a nivel internacional.

- Las crisis financieras tienen su origen en graves perturbaciones sistémicas en el sistema bancario y en el exceso de gastos del sector público o privado. Generalmente tienden a estar asociadas con grandes pérdidas económicas y una buena supervisión prudencial y adecuadas políticas monetarias y fiscales podrían ayudar a minimizarlas.
- En momentos de crisis muy profundas, políticas usualmente poco convencionales, como las garantías públicas a los depósitos bancarios, una sólida intervención en los mercados financieros e inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales, así como la disolución de las instituciones en problemas y la capitalización de las solventes, pueden constituir un importante respaldo complementario²⁷.
- La política macroeconómica tradicional puede flexibilizarse para mitigar una coyuntura tan particular como la experimentada. Una política un tanto heterodoxa, como ciertas políticas monetaria y fiscal *contra cíclicas*, pueden ser convenientes para aumentar la demanda interna y reducir la severidad de las recesiones económicas. Debe tenerse presente, sin embargo, que la composición del gasto y los impuestos no es neutral en el impacto en la demanda agregada de corto plazo y el crecimiento y productividad de mediano plazo²⁸.
- Las políticas fiscales expansivas deben velar por compensar el impacto en grupos vulnerables, así como mantener la viabilidad fiscal en el mediano plazo para evitar la reaparición de *burbuja*s en los mercados de activos, la acumulación de presiones inflacionarias y la desconfianza de los agentes económicos. La mejora en los resultados fiscales

27. La supervisión financiera consolidada, la capitalización de los bancos comerciales, la existencia de un seguro de depósitos, una supervisión macro prudencial y autoridades técnicas e independientes puede reducir los riesgos del sistema financiero.

28. La inversión pública (reducción impuestos sobre la renta) no es tan efectiva para acortar las recesiones como el gasto de consumo (baja impuestos sobre el consumo), pero afecta positivamente el crecimiento a mediano plazo.

y de manejo de la deuda pública reducen la presión en los mercados financieros y los niveles de riesgo soberano²⁹.

- La región latinoamericana en conjunto debe continuar realizando esfuerzos por reducir las vulnerabilidades, mejorar el desempeño de sus economías y sus sistemas financieros. La solidez general de la región beneficia a todos los países individualmente, reduciendo el riesgo y mejorando la credibilidad.
- La adopción de una estrategia de mediano plazo amigable con el mercado y los inversionistas externos es clave para generar confianza en los agentes económicos y los organismos internacionales³⁰. Asimismo, la diversificación del comercio internacional, tanto por productos como mercados, disminuye el impacto de cambios fuertes y repentinos del entorno mundial.
- La independencia política y técnica del banco central y los organismos de supervisión aumentan la credibilidad para manejar las políticas monetaria, cambiaria y financiera. Esto contribuye a controlar las expectativas inflacionarias y a conservar la sanidad del sistema financiero.

El país deberá hacer esfuerzos por retomar la senda de un mayor crecimiento económico, aumentar la productividad, facilitar la instalación de negocios, reducir el déficit fiscal, mejorar la política monetaria, avanzar hacia una mejor flexibilidad cambiaria, fortalecer el sector financiero y aplicar políticas que mitiguen la pobreza y mejoren la distribución del ingreso. A continuación se mencionan algunas acciones que podrían ser consideradas por las autoridades:

- Enfrentar a corto plazo el incremento del gasto público y del déficit fiscal para evitar un desplazamiento del sector privado, la desconfianza de los inversionistas y la acumulación de presiones inflacionarias. Aparte de una estructura tributaria más simple, uniforme y menos distorsionante, es importante mejorar la eficiencia de los gastos

29. La falta de espacio fiscal y la preocupación por la sostenibilidad de la deuda pública pueden limitar la capacidad del gobierno para implementar políticas *anti cíclicas* y socavar la eficacia del estímulo y la calidad del desempeño.

30. Durante más de dos décadas el país ha mantenido una estrategia de apertura comercial y de mayor participación del sector privado en las diferentes actividades económicas.

públicos. En relación con el déficit del BCCR, aún constituye un elemento de expansión monetaria y es conveniente buscar algún mecanismo para reducir su impacto inflacionario.

- Avanzar hacia el esquema de meta de inflación y mejor flexibilidad cambiaria, clarificando el papel del banco central en el mercado de divisas y en las operaciones monetarias. Es necesario mejorar la transparencia y las reglas de intervención en el mercado cambiario, incluyendo las compras del sector público, así como revisar las regulaciones para el desarrollo de instrumentos de cobertura cambiaria.
- Evaluar el impacto de cuantiosas y transitorias entradas de capital en los precios de los activos, incluyendo el tipo de cambio. En ciertas circunstancias, podrían requerirse políticas macro prudenciales, cierta acumulación de reservas monetarias internacionales y alguna regulación.
- Aprobar los proyectos de supervisión consolidada de conglomerados financieros para evaluar el grado de exposición global, así como crear el esquema limitado de seguro de depósitos y fortalecer el marco de resolución bancaria. Asimismo, es importante mejorar la política macro prudencial para restablecer la disciplina del mercado y la capacidad para enfrentar dificultades financieras.
- Contar con un marco y reglas que permitan un riguroso manejo fiscal en función del ciclo económico. Así, mientras en períodos de recesión o muy bajo crecimiento podría permitirse un mayor déficit del Gobierno, durante períodos de auge deberían procurarse ahorros y mejoras en los indicadores fiscales y de deuda pública. En ese sentido, la política fiscal podría actuar efectivamente como herramienta *contra cíclica* sin generar desequilibrios macroeconómicos preocupantes. Algo similar podría evaluarse para las reservas monetarias internacionales.
- Aumentar la productividad y las inversiones en innovación y desarrollo para elevar la competitividad y sustentar el crecimiento a largo plazo; facilitar la instalación de actividades empresariales, reduciendo los trámites y requisitos; fortalecer la seguridad jurídica e institucional (*reglas del juego*). La calidad de las instituciones es fundamental en la reducción de riesgos y el desarrollo económico.

- Contribuir con el desarrollo de instrumentos que coadyuven al financiamiento de proyectos de infraestructura utilizando los fondos de largo plazo acumulados por el país; así como proseguir con la estrategia de concesión de obras públicas y permitir al sector privado participar en actividades como energía y puertos.
- Actualizar el año base de las cuentas nacionales y los índices de tipo de cambio real, porque en las últimas dos décadas la estructura de la economía costarricense ha cambiado apreciablemente en beneficio de las actividades de servicios. También es conveniente contar con mayor frecuencia y actualización de las estadísticas relacionadas con empleo y pobreza, así como los términos internacionales de intercambio.

1.8 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Costa Rica, BCCR (2010a). *Informe mensual de coyuntura económica*. División económica. San José, Costa Rica. Febrero.
- _____ (2010b). *Programa Macroeconómico 2010-11*. División económica. San José, Costa Rica. Enero.
- _____ (2010c). *Evolución de la Balanza de Pagos: Cuarto Trimestre del 2009, 31 de Marzo del 2010*. División Económica. San José, Costa Rica.
- Chinchilla, Laura (2010). *El futuro energético de Costa Rica*: En La Nación, 4 de Julio del 2010, p. 36A.
- Fondo Monetario Internacional (2010). *World Economic Outlook*, April.
- Guardia, Jorge (2009). *La economía de Costa Rica en 2008: Efectos de los choques externos y vicisitudes de la política cambiaria*. En Mesalles, Luis & Céspedes, Oswald (Eds.). *Obstáculos al crecimiento económico de Costa Rica*. Libro Anual. Academia de Centroamérica. San José, Costa Rica.
- INEC (2009). *Índice de precios al consumidor, base Julio 2006*. Boletín mensual diciembre. Vol. 12, año 20.
- Lizano, Eduardo (2010). *¿De lo obvio a lo risible? Algunas reflexiones sobre la formulación y ejecución de la política económica*. Serie Documentos. Documentos 19. Academia de Centroamérica. San José, Costa Rica.
- Manpower (2010). *Encuesta de Expectativas de Empleo Manpower Costa Rica*. Q2/2010.
- _____ (2009). *Encuesta de Expectativas de Empleo Manpower Costa Rica*. Q4/2009.
- Observatorio del hambre de FAO (2009). *Boletín de seguridad alimentaria y nutricional*. Santiago de Chile.
- PROCOMER (2009). Comunicado de prensa de exportaciones. Inteligencia Comercial. San José, Costa Rica.
- Trejos, Alberto (2010). *Atracción de Inversión Extranjera Directa en Costa Rica: Desempeño Reciente, su Papel en el Modelo de Desarrollo y Retos Pendientes*. Presentación realizada en la Academia de Centroamérica. El 29 de abril de 2010.
- Zúñiga, Norberto (2010). *Actualización económica*. Presentación realizada en Ecoanálisis. El 13 de mayo de 2010.

Comentario

LUIS E. LORÍA

Introducción

Agradezco a la Academia de Centroamérica por la oportunidad de comentar el estudio “La economía costarricense durante el 2009: De la recesión a la estabilización y recuperación”, elaborado por Norberto Zúñiga. Debo reconocer, desde el inicio, la calidad del análisis efectuado en todos los extremos del artículo original. Es imposible, en un comentario breve, como el actual, referirse en profundidad a cada uno de los detalles cubiertos en el documento. Hecha esa salvedad, el comentario actual tiene la siguiente estructura: i) introducción, ii) principales puntos de acuerdo y desacuerdo y iii) reflexiones finales.

La cita de don Eduardo Lizano al inicio del documento en cuestión es más que pertinente. Nos sirve para clarificar la tarea del analista quien, *ex post*, intenta hacer sentido e imponer cierta estructura –mirando hacia atrás– con respecto a un conjunto de decisiones tomadas por *policy makers* en el año 2009. La ventaja que tenemos los analistas hoy –en términos de información– es muy importante y esto hace nuestra tarea relativamente sencilla. Esto contrasta con la situación que describe don Eduardo, bajo la cual los *policy makers*, cumpliendo con su rol, realizaron intervenciones de manera imperfecta sobre una realidad poco estructurada y un futuro muy incierto, haciendo uso de información y grados de libertad limitados. Es esa realidad la que permite que emerjan, *ex post*, interpretaciones distintas acerca de los mismos hechos.

Una consideración importante, que no se puede perder de vista, es que el *laboratorio* sobre el cual se experimenta con las políticas económicas es la sociedad costarricense. Las decisiones adoptadas en un momento dado

tienen un impacto real y marcan de manera definitiva el conjunto de alternativas que estará disponible para la sociedad más adelante. No es factible retroceder el tiempo para cambiar las decisiones pasadas y enmendar los errores cometidos. Al mirar hacia adelante, tampoco resulta sencillo el cambiar la fuerte inercia de malas políticas vigentes, aunque estas no cuenten con sustento técnico y no hagan sentido.

El análisis *ex post* permite, dentro de cierto margen, sugerir cuál pudo ser el efecto esperado de haber adoptado una decisión distinta a la que efectivamente se implementó en un momento determinado. Sin embargo, en la realidad, nunca sabremos si ese efecto esperado pudo haberse llegado a materializar. Aunque las medidas sugeridas para un momento pasado se llegaran a implementar en el futuro, sería bajo condiciones distintas y, por lo tanto, su impacto también sería diferente.

En febrero de 2009, pocos días después de que don Óscar Arias Sánchez, Presidente de la República 2006-2010, presentó el *Plan Escudo* –el plan del gobierno para enfrentar la crisis económica– escribí un artículo¹ en el que hice algunas críticas a esa propuesta que, desde mi perspectiva, aplican bien a la política económica implementada por el gobierno en ese año y mantienen su vigencia. Estas se pueden resumir en tres puntos:

1. La propuesta gubernamental no se enmarcó dentro de una visión de largo plazo. Cuando existe una clara visión de largo plazo, proceder a trazar la hoja de ruta que se debe seguir para llegar para alcanzarla resulta una tarea sencilla. En contraste, en los casos que no existe esa claridad, no hay manera de diferenciar las medidas que nos ayudan a avanzar de las que representarán un retroceso. También, se presentan casos de inconsistencias, principalmente, como resultado de políticas con un impacto positivo en el corto plazo, pero negativo en el mediano y largo plazo. La famosa frase de Lewis Carroll, en Alicia en el país de las maravillas, caracteriza bastante bien la carencia de visión de largo plazo que se reflejó en la política económica del 2009: “Si no sabes hacia dónde te diriges, cualquier camino te conducirá hacia allá.”
2. No es posible (o al menos eficiente), en materia de política económica, en particular, y en política pública, en general, apostar por dos cosas distintas al mismo tiempo. La realidad es una sola y las decisio-

1. Loría, Luis E. 2009. Plan B frente a la crisis. Revista Poder (Febrero): 42-44.

nes que tomemos hoy marcarán definitivamente nuestras opciones y posibilidades de desarrollo con miras al futuro. Por eso, la decisión más importante que la crisis –que todavía no superamos– nos obliga a tomar es determinar qué queremos ser. Esa realidad fundamental, la capturó perfectamente Ortega y Gasset, en su libro *Historia como Sistema*, cuando indicó: “En cada momento de mi vida se abren ante mí diversas posibilidades: puedo hacer esto o lo otro. Si hago esto, seré A en el instante próximo; si hago lo otro, seré B.”

3. La decisión que se debe tomar no es sencilla y se puede resumir, de manera simple, en dos alternativas. La alternativa A, revivir y alimentar a un gran estado paternalista para que extienda, nuevamente, sus tentáculos e introduzca distorsiones en diversos ámbitos de la actividad económica. Esa es la alternativa por la cual se inclinó el Gobierno en 2009. La alternativa B –que permanece abierta– es romper decididamente con el *status quo* y apostar por una mayor libertad económica. Es claro que el conjunto de medidas que se requiere para avanzar en esa dirección es muy distinto al de la propuesta gubernamental.

Adelantándome un poco al análisis y las reflexiones finales, Costa Rica no progresará mientras continúe presionando, al mismo tiempo, el pedal del freno (alternativa A) y el del acelerador (alternativa B). El impacto de esfuerzos positivos y consistentes, por ejemplo, en temas de apertura comercial, atracción de inversión extranjera directa y mejora de la competitividad (alternativa B) se ve perjudicado por una mayor intervención estatal en la actividad económica (distorsiones), elevados impuestos, crecimiento del empleo público, barreras a la competencia en sectores estratégicos para el desarrollo y el uso de una moneda de baja calidad, el colón costarricense, que dificulta el cálculo monetario (alternativa A), entre otros aspectos.

El desafío –que permanece frente a nosotros– es determinar, con claridad, qué queremos ser como sociedad en el futuro: A o B.

Principales puntos de acuerdo y desacuerdo

El estudio de Norberto Zúñiga representa un excelente punto de partida para el análisis de la evolución de la economía costarricense durante el año 2009. Un periodo que merece especial atención por el impacto negativo que tuvo en Costa Rica la crisis internacional, la más profunda de las últimas dé-

cadadas. El documento va más allá de las simples opiniones y sustenta, desde distintas perspectivas, sus argumentos con cifras y argumentos lógicos. En ese sentido, el aporte de Zúñiga es muy importante para mejorar nuestra comprensión de los resultados observados y sus causas más probables.

Al final de 2008, punto de partida para el análisis de 2009, las perspectivas económicas eran poco alentadoras. Tal y como indicó el autor, la situación económica del país era preocupante, la actividad económica crecía a tasas negativas y la estabilidad macroeconómica parecía amenazada. Al mismo tiempo, la tasa de inflación se elevó considerablemente y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos era importante. Problemas en el mercado cambiario y decisiones de política monetaria habían incidido en las tasas de interés domésticas. En resumen, coincidimos en que el país se encontraba en medio de una recesión, lo cual reducía las posibilidades de manejo y efectividad de las políticas internas tradicionales.

Algunos cambios externos –que no guardan relación alguna con las decisiones de política económica locales– impactaron favorablemente la economía costarricense hacia finales de 2009. Los precios internacionales del petróleo y de los alimentos se redujeron significativamente y los gobiernos de los países más desarrollados, y los emergentes (G-20), adoptaron políticas conjuntas para estabilizar el sistema financiero y devolver la confianza a los agentes económicos. En la misma dirección, políticas expansivas monetarias y fiscales (anti cíclicas) extraordinarias implementadas en la mayoría de países del mundo, incluyendo nuestros principales socios comerciales en Estados Unidos y Europa, sirvieron para compensar, parcialmente, la dramática disminución de la demanda internacional.

Entre los aspectos positivos, se reconocen los esfuerzos por continuar insertando a la economía costarricense en los mercados internacionales. Como señala el documento, se aprobó la mayoría de los proyectos complementarios del Tratado de Libre entre Centroamérica y República Dominicana con los Estados Unidos; se acordó uno con Singapur y se continuó con las negociaciones con China y la Unión Europea, este último paralizado en la segunda parte del año por la complicación política de la República de Honduras. Adicionalmente, en diciembre se aprobó la reforma a la Ley de Zonas Francas y se avanzó también en la apertura de los servicios de seguros e Internet.

La percepción de si el país salió *bien librado* y sus efectos fueron *menos negativos* de lo que en principio se vaticinaba depende, por supuesto, de lo que cada uno esperaba. Las diferencias importantes que se evidencian entre el Programa Macroeconómico original del banco central, sus revisiones posteriores y las cifras definitivas (Cuadro 1.1 de Zuñiga) pueden tener distintas lecturas. Por un lado, se pueden seleccionar variables en las que el resultado final fue más favorable al esperado, como el IPC y el déficit en cuenta corriente/PIB. Por otro lado, se encuentran variables importantes en las que el resultado final fue peor que el esperado, como la variación anual en el PIB real, que pasó de un crecimiento de un 2,2 por ciento a una caída de 1,8 por ciento, o la variación en el Ingreso Nacional Disponible Real, que pasó de un crecimiento del 3,9 por ciento a uno del 1,3 por ciento. Lo que se hace evidente, tanto para las *sorpresas* positivas como negativas, es que el escenario final fue muy distinto al esperado originalmente. Los cambios frecuentes en las revisiones y las diferencias entre los distintos escenarios contribuyeron a erosionar la credibilidad del encargado de las estimaciones, en este caso el banco central, y la percepción de que los encargados de las políticas tenían la situación bajo control.

En 2009, los sectores más afectados por la crisis económica en Costa Rica, como explicó Zuñiga, fueron industria, agropecuario, construcción y comercio. En contraste, otros sectores como transporte, almacenamiento y comunicaciones crecieron continuamente. Durante el año, en el primer trimestre casi todas las actividades mostraron decrecimientos, en el último trimestre sucedió todo lo contrario. Para el caso de la industria manufacturera, se pasó de una caída del 14,4 por ciento en el primer trimestre a un crecimiento de 9,8 por ciento en el último trimestre de 2009 (Gráfico 1.4 de Zuñiga). Las actividades de construcción, comercio, restaurantes y hoteles mostraron tasas negativas de crecimiento en los cuatro trimestres. La mayoría de los servicios mantuvieron un crecimiento continuo, sobresaliendo los transportes, almacenamiento y comunicaciones (telefonía celular e Internet), donde resaltan actividades de los centros de llamadas y procesamientos de datos, los centros de costos y servicios y la producción de software.

Es un hecho que la economía costarricense experimentó una caída en la actividad económica y se aumentó el desempleo, la pobreza y la distribución del ingreso se deterioraron. Tampoco existe discusión alrededor de que el país observó menores volúmenes de exportación, turismo, inversión extranjera

directa e ingresos de capital. Sin embargo, algo que no es igualmente claro es que las causas del deterioro real se encuentran en la crisis financiera que experimentó la economía internacional. Desde mi perspectiva, una parte importante del resultado obedece a las intervenciones –y falta de ellas– por parte del gobierno y del banco central, respectivamente. De manera más directa, es posible argumentar que una parte importante del deterioro real de la economía respondió, también, a desaciertos en el manejo de las finanzas públicas, como una expansión del gasto público recurrente más allá de lo necesario, en combinación con una política monetaria restrictiva (pro cíclica). La combinación anterior, lejos de contribuir a la reactivación económica, ha servido para prolongar, como resultado de malas decisiones locales, los efectos negativos atribuibles a la crisis internacional.

Algunos resultados positivos no necesariamente guardan relación con intervenciones del gobierno o del banco central. Por ejemplo, la reducción muy significativa en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos/PIB, que pasó de 9,3 por ciento, en 2008, a 2,2 por ciento, en 2009, se debió a que las importaciones cayeron a un ritmo mucho mayor que el de las exportaciones. Durante ese período la competitividad de las exportaciones se vio perjudicada por distorsiones en el mercado cambiario, como demuestra el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Bilateral con Estados Unidos y el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral, que en promedio se ubicaron en niveles de 85,4 y 89,1 de 100, respectivamente. También, el resultado de una baja inflación en términos históricos para Costa Rica no necesariamente sirve como evidencia del éxito del sistema de bandas cambiarias o de una mayor efectividad de los instrumentos de política monetaria, como se sugiere en el artículo. Al ubicar el resultado en el contexto internacional, se hace evidente que la inflación fue extraordinariamente baja en el resto del mundo y que persiste una diferencia importante entre la tasa de inflación local y la de Estados Unidos y la de varios países de Europa, por ejemplo. En el mismo sentido, no se adoptó ninguna política local clara que permita sugerir que la tasa de inflación en Costa Rica no regresará a los dos dígitos en el corto plazo.

El documento menciona que, en 2009, los niveles de pobreza desmejoraron. Considero que vale la pena subrayar ese resultado. El número de pobres casi alcanzó un millón, una cifra totalmente inaceptable para Costa Rica. En 2009, el número de personas pobres aumentó en 106.920. El incremento en

pobreza extrema fue de cerca de 50.000 personas. La realidad de la pobreza no se captura adecuadamente en estadísticas del PIB o el ingreso nacional. Cuando las personas caen en pobreza, se les empuja hacia la ignorancia, la malnutrición, la enfermedad y la muerte. Esta parece ser una señal muy clara de que se requiere un cambio profundo en la dirección de las políticas económicas. Se requiere medidas (alternativa B) que contribuyan, efectivamente, a reactivar la economía y evolucionar de programas asistencialistas a programas que ayuden a que las personas abandonen la condición de pobreza. Esto es algo en que no se ha considerado como prioritario.

Al analizar el comportamiento del PIB por componentes del gasto, como indica el estudio, llama la atención las importantes caídas en formación de capital, superiores al 30 por ciento en los primeros tres trimestres del año y del 10 por ciento en el último trimestre (Gráfico 1.5 de Zuñiga). Ese resultado se relaciona con la caída de la inversión y con la reducción de inventarios. Al observar una caída simultánea en la formación de capital, las exportaciones y las importaciones, las autoridades económicas debieron adoptar medidas urgentes para mejorar el entorno de negocios y reactivar la economía (el tipo de medidas que en la introducción se relacionan con la alternativa B). Sin embargo, adoptaron una actitud pasiva mientras observaban el impacto negativo en la economía real.

No resulta claro, como se indicó más arriba, que se pueda confirmar, como argumenta el banco central, un cambio en la evolución de la inflación. El nuevo indicador de medias truncadas del IPC se asemeja a un intento por llevar el indicador a la meta de inflación. Parece que, para cumplir con las metas de inflación, se ha aplicado el refrán popular que reza: "si la montaña no va a Mahoma, Mahoma va a la montaña". Como argumenta Zúñiga, los resultados podrían no ser concluyentes, por varias razones. Primero, las observaciones pasadas de los mismos índices de precios podrían sesgar la interpretación. Segundo, los análisis se realizan para períodos tan cortos como un semestre. Tercero, otros indicadores, que no se incluyen en el análisis, podrían contribuir a complementar la información disponible y, posiblemente, arrojarían resultados distintos.

Coincido con el autor en que, durante el 2009, la economía costarricense experimentó una importante estabilidad económica y financiera que se reflejó en una amplia gama de indicadores. Entre ellos, la inflación observada. El documento explica que, con excepción de los resultados

fiscales, la mayoría de los indicadores mostraron comportamientos que permiten sugerir que el país alcanzó una aceptable estabilidad en el 2009. Tal y como allí se explica, parte importante del resultado se puede atribuir a las condiciones recesivas de la economía mundial y a la baja inflación y caída de los precios de productos primarios en los mercados internacionales. También, en el ámbito interno la misma contracción económica, la mayor oferta de algunos bienes y las menores expectativas de inflación fueron relevantes en ese logro. No obstante, difiero del autor en que no considero acertadas las políticas monetaria y cambiaria adoptadas por las autoridades correspondientes, como se explica en la siguiente sección.

No se puede negar que la estabilidad y solidez del sistema financiero es clave para evitar que una eventual crisis del sector real se transmita al resto de la economía. Como argumenta Zúñiga, en la medida en que un sistema financiero muestre señales de debilitamiento, la estabilidad macroeconómica estará amenazada. A pesar de que la morosidad en los bancos, tanto los comerciales del Estado como los privados, se deterioró, en ningún momento alcanzó niveles preocupantes. También, durante la crisis se hizo evidente que el sistema financiero costarricense no muestra la sofisticación y grado de bancarización de los países desarrollados, lo cual contribuyó a que el riesgo local fuera menor. Como aclara el documento, la menor complejidad contribuyó a que, en la presente coyuntura, el sistema financiero nacional no mostrara los síntomas y fallas que originaron la crisis en varios mercados de países desarrollados.

Durante el 2009, el déficit del Gobierno y del banco central, así como el saldo de la deuda se incrementaron significativamente. Es particularmente notable el incremento de 1,1 por ciento del PIB en la línea de gasto por remuneraciones (Cuadro 1.4 de Zúñiga). La deuda pública/PIB se incrementó 3,6 puntos porcentuales (Gráfico 1.21 de Zúñiga) y el Gobierno Central mostró un déficit primario del 1,1 por ciento. Estas desviaciones, como indicó el autor, deberán atenderse lo antes posible para no afectar la credibilidad y confianza de los agentes económicos.

Costa Rica, como señala el estudio, es una economía pequeña y abierta. Su desempeño económico, por lo tanto, guarda una estrecha relación con el de sus principales socios comerciales, particularmente de Estados Unidos, Europa y Centroamérica. El proceso de transmisión se presenta mediante los impactos que experimentan variables relevantes para el

desempeño de actividades productivas nacionales como, por ejemplo, cambios en la inversión extranjera directa, el turismo, las exportaciones, así como los precios de los combustibles y de los alimentos (trigo, maíz, arroz), determinados en los mercados internacionales.

El documento de Zúñiga dedica especial atención a la descripción de la evolución de la crisis en la economía internacional y los mecanismos de transmisión. En términos generales, coincido con los puntos de vista expuestos por el autor. No se entró a comentar el detalle de esta sección porque considero de mayor relevancia el tratar los temas relacionados con las políticas internas y el impacto en los resultados observados, donde se encuentran mayores divergencias de opinión.

Durante el 2009, la política fiscal es catalogada como expansiva, pues se caracterizó por un significativo incremento del gasto público, especialmente los gastos corrientes correspondientes a transferencias, empleo, salarios. Esto es distinto a una política fiscal *anti cíclica*. La distinción es importante. En palabras de Oswald Céspedes: *“Una precaución a tomar en cuenta en esta política fiscal expansiva del 2008-2009 para que sea considerada realmente anti cíclica es el cumplir con la condición de que dichos gastos adicionales no deben ser de tipo recurrente. Si estos gastos, por el contrario, fueran recurrentes, tal como pareciera, entonces ello significa que con la crisis se daría un aumento permanente en el nivel de gastos públicos que no sería de esperar se contrajeran a futuro, cuando la economía vuelva a una senda de crecimiento de largo plazo.”*² El aumento en los niveles de gasto público (recurrentes) se refleja en un deterioro importante del resultado financiero del Gobierno Central (Gráfico 1.29 de Zuñiga).

A pesar de esto, el Gobierno optó, en contraste, por disparar el gasto público (alternativa A). Dentro de los componentes de ese gasto que resultan difíciles de justificar –y que complicarán el manejo de las finanzas públicas en el presente y en los años siguientes– se encuentran el incremento en los gastos corrientes como resultado de, entre otras cosas, un aumento de 20,2 por ciento de empleados en la Administración Pública (Cuadro 1.3 de Zuñiga). En 2009, el gobierno recurrió –a pesar de que el Artículo 6 de la Ley de Administración Financiera de la República y Presupuestos Públicos

2. Para mayor discusión, ver capítulo 3 de presente documento.

vigente lo prohíbe— a financiar gastos corrientes con deuda pública. Una práctica, sin duda, indeseable e incompatible con la responsabilidad fiscal.

En relación con el comportamiento del tipo de cambio, es posible hacer una lectura distinta a la del documento de referencia. Se ha convertido en una práctica común el que autoridades del banco central, al intentar justificar el porqué de sus decisiones (que muchas veces carecen de sustento técnico), utilicen frases como “tuvimos” o “nos vimos obligados” a intervenir. Eso, simplemente, no es cierto. La Junta Directiva del banco central no ha “tenido” que tomar una decisión particular y, tampoco, se “ha visto obligada” a tomarla. El referirse en esos términos a las decisiones de la Directiva del banco central solamente contribuye a que la responsabilidad por los resultados de esas decisiones permanezca difusa, cuando, en realidad, los responsables de esas políticas tienen nombre y apellido.

Regresando a la discusión del documento, el banco central, hasta el 11 de agosto del 2009, decidió mantener su intervención en el mercado cambiario, vendiendo divisas para suplir el exceso de demanda. Es importante señalar, nuevamente, que no tenía la obligación de hacerlo. Entre sus opciones se encontraban, por ejemplo, subir el límite superior de la banda cambiaria, moverse a una libre flotación o proceder a tomar los pasos necesarios para implementar la dolarización oficial de la economía.

A partir del 12 de agosto de ese año, como resultado de otra decisión discrecional de la Junta Directiva del banco central, éste dejó de intervenir en el mercado cambiario. Como señala el documento, después de ese momento, el tipo de cambio en MONEX empezó a separarse de la banda superior y terminó ubicándose al final del año en $\$561,8$. El banco central no se ha preocupado, hasta la fecha, por transparentar su participación en el mercado cambiario. No existen reglas claras de intervención intra-bandas y, en la práctica, su Junta Directiva puede decidir —en cualquier momento, sin anunciarlo previamente— intervenir nuevamente en el mercado, sin dar explicación alguna. Desde que el tipo de cambio se mueve entre las bandas, se han observado variaciones importantes. Esto, en adición a los problemas relacionados con el nivel del índice de tipo de cambio real, presenta problemas prácticos para el desarrollo de actividades productivas y para la inversión. Al respecto, Ludwig von Mises nos recuerda que:

El cálculo monetario es el norte de la acción dentro de un sistema social de división del trabajo. Viene a ser la brújula que guía al hombre cuando éste se lanza a producir.

Mediante el cálculo consigue distinguir, entre las múltiples producciones posibles, las remuneradoras de las que no lo son; las que seguramente serán apreciadas por el consumidor soberano de las que lo más probable es que éste rechace. Cada etapa y cada paso de la actuación productiva ha de ponderarse a la luz del cálculo monetario.

En términos más sencillos, todas las decisiones que tienen que hacer los empresarios se hacen a la luz de un cálculo monetario. Si se presentan variaciones y movimientos abruptos –como los que se observan actualmente en el mercado cambiario–, ese cálculo monetario resulta imposible. Esta situación es ineficiente, ya que los agentes económicos desvían su atención de los negocios o actividades productivas y pierden el tiempo intentado adivinar cuál va a ser el comportamiento del tipo de cambio en el futuro en un mercado cambiario ineficiente y fácilmente manipulable.

Reflexiones finales

Las políticas económicas implementadas durante el 2009 no se encuentran enmarcadas dentro de una visión de largo plazo. Representan una colección de medidas aisladas y, en varios casos, desalineadas. Se observan contradicciones claras entre acciones de corto plazo y las políticas que serían convenientes para sentar bases adecuadas para el desarrollo de mediano y largo plazo. Resulta evidente que algunas medidas encaminadas a mejorar la competitividad y promover el crecimiento económico se ven perjudicadas por otras decisiones de política monetaria, cambiaria y fiscal que más bien introducen distorsiones y trabajan en contra del logro de esos objetivos.

Los problemas de las políticas económicas actuales mencionadas arriba se reflejan en estudios de referencia internacional. El Reporte Global de Competitividad 2009-2010, del *World Economic Forum*, pone en evidencia la seria desventaja competitiva del país en áreas claves. Por ejemplo, Costa Rica ocupa la posición 110 de 133 países en inflación, 114 de 133 países en margen de intermediación financiera, 102 de 133 países en tasa impositiva total, 91 de 133 países en prevalencia de barreras comerciales y posición 122 de 133 países en fortaleza de protección a los inversionistas, léase “reglas del juego claras”. De manera similar, el informe *Doing Business 2010*, del Banco Mundial, ubicó a Costa Rica en la posición 121 de 183 países en el ranking del índice de facilidad para hacer negocios. En el apartado de pago de impuestos nuestra posición es todavía peor, 154 de 183 países.

Es necesario aprovechar la crisis del 2009 –que todavía no superamos– para poner la casa en orden. Una agenda³ para avanzar en esa dirección incorpora, entre otros elementos, tres proyectos de ley para mejorar la libertad económica (alternativa B de la introducción)⁴:

- i) Ley de Responsabilidad Fiscal,
- ii) Ley de Responsabilidad Monetaria y Dolarización y,
- iii) Reforma a la Ley del Impuesto sobre la Renta –reducción de tasas marginales máximas– para promover una mayor participación ciudadana en la asignación de sus recursos y mejorar la competitividad.

Con respecto a la responsabilidad fiscal, en los últimos dos años (2009 y 2010) el gobierno financió gastos corrientes con deuda pública. Un precedente nefasto en términos de irresponsabilidad fiscal. Esto a pesar de que el artículo 6 de la Ley 8131, Ley de la Administración Financiera de la República y Presupuestos Públicos, del 18 de septiembre de 2001, prohíbe expresamente esa práctica. Un editorial reciente de *La Nación* plasmó claramente la situación: “Ahora, por segundo año consecutivo, la responsabilidad fiscal instituida por ley es letra muerta. El año pasado, el Gobierno pagó el 15 por ciento del gasto corriente con recursos provenientes del endeudamiento y para este año prevé elevar la cifra a 18,7 por ciento.”, (*La Nación* 02/06/10).

Para limitar la discrecionalidad de las autoridades e intentar garantizar un manejo fiscal responsable, la mayoría de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), los países de la Unión Europea y varios países latinoamericanos han optado por implementar reglas fiscales de cumplimiento obligatorio y –para que realmente cumplan con su propósito– las han acompañado de sanciones claras para los funcionarios que las incumplan. Costa Rica se beneficiaría de una Ley de

3. Para mayor discusión, ver Loría, Luis E. 2008. Agenda para la Reactivación Económica de Costa Rica: elementos de una visión de futuro. *Revista de Ciencias Económicas*, vol. 26 (2).

4. El proyecto de Ley de Responsabilidad Monetaria y Dolarización fue presentado por el autor del comentario ante la Oficina de Iniciativa Popular de la Asamblea Legislativa el 27 de mayo de 2010. Los proyectos de Ley de Responsabilidad Fiscal y de reforma al Impuesto sobre la Renta –reducción de tasas marginales máximas– se encuentran en proceso de revisión y consulta y serán presentados ante la Asamblea Legislativa, por la misma vía, próximamente.

Responsabilidad Fiscal que limite la discrecionalidad de las autoridades en el manejo de las finanzas públicas.⁵

En cuanto a una Ley de Responsabilidad Monetaria y Dolarización (dolarización oficial de la economía), esta hace sentido porque durante las últimas seis décadas, las intervenciones del banco central han servido para crear, de manera artificial, ganadores y perdedores en el sistema económico. En otras palabras, las decisiones de política monetaria y cambiaria han servido para transferir riqueza de un grupo a otro de la sociedad. En ocasiones, esa transferencia de riqueza ha sido de los grupos en la sociedad que menos tienen hacia los que más tienen.

Hasta ahora, las decisiones de política monetaria y cambiaria se han manejado con un alto grado de discrecionalidad por parte de la Junta Directiva del banco central, que no se encuentra obligada a rendir cuentas a nadie por sus decisiones. En varias oportunidades, las intervenciones del ente emisor han respondido a prioridades políticas y se han alejado de criterios técnicos. Cuando esto ha ocurrido, se ha perjudicado el bienestar de los costarricenses y la competitividad de nuestra economía.

A través de los años, decisiones desacertadas del Banco Central de Costa Rica contribuyeron a erosionar su credibilidad en términos de su capacidad para manejar, de manera responsable, la política monetaria y cambiaria y estimularon una migración gradual del colón costarricense hacia el dólar de los Estados Unidos.

El banco central ha sido uno de los grandes ganadores de la transición al esquema de bandas cambiarias, ya que logró implementar un nuevo mecanismo de expoliación legal de los ciudadanos al cobrar un 25 por ciento del margen de intermediación cambiario. Este corresponde al monto que se cobra cada vez que se cambian colones por US dólares o viceversa. Entre octubre de 2006 y diciembre de 2009, los ingresos por diferencial cambiario del banco central sumaron ₡45.143.912.389,3. Para que quede claro, esos ingresos del banco representan pérdidas equivalentes para los ciudadanos y las empresas que efectúan transacciones en Costa Rica. Por lo tanto, pueden considerarse como un impuesto injusto, al igual que el impuesto

5. Ver, por ejemplo, el conjunto de reglas fiscales que aplican los países miembros de la Unión Europea en: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/fiscal_governance/fiscal_rules/index_en.htm.

inflacionario, que cobra el banco central y por el cual los ciudadanos no obtienen ningún beneficio a cambio.

En 2009, los ingresos por diferencial cambiario del banco central representaron $\text{¢}19.066.174.547,3$. Para tener una idea de la importancia de los mismos, estos son aproximadamente 4 veces el costo de la criticada convención colectiva de JAPDEVA-SINTRAJAP y 5 veces el presupuesto del Ministerio de Ciencia y Tecnología. En términos de otras cuentas del Central, responden por aproximadamente el 70 por ciento de los ingresos operativos del banco y alcanzan para cubrir 1,5 veces el gasto de salarios del ente emisor. No resulta, por lo tanto, sorprendente que al banco central no le preocupe la volatilidad e incertidumbre en el mercado cambiario y que, por el contrario, insista en avanzar –en un plazo no determinado– a la eliminación de las bandas cambiarias para dar paso a una flotación administrada de la moneda. Lamentablemente, la economía real de las familias y las empresas se está viendo perjudicada. Esto quedó claro en las declaraciones de don Francisco de Paula Gutiérrez, a pocos días de abandonar la presidencia del banco central: *“Si yo estuviera en el sector productivo, la volatilidad sería un tema que me preocuparía.”*, Prensa Libre (07/06/10).

En materia de reforma tributaria, se debe considerar una reducción significativa de las tasas marginales máximas del Impuesto sobre la Renta. Costa Rica requiere un impuesto sobre la renta más simple, justo, que contribuya a una asignación más eficiente de los recursos y que promueva, de manera decidida, el crecimiento económico sostenido del país y la competitividad. Una reforma, en esa dirección, servirá como plataforma para la reducción de la informalidad y la evasión, apoyar el emprendimiento y la creación de nuevas empresas y generar nuevos puestos de trabajo.

Lamentablemente, este no es el tipo de reforma tributaria que tradicionalmente se ha impulsado. Históricamente –sin importar sus consecuencias en la economía familiar, el desarrollo empresarial y la competitividad nacional– los gobiernos de turno han impulsado propuestas con el objetivo mío de incrementar la carga tributaria *ad infinitum*.

La experiencia de las últimas tres administraciones (1998-2002, 2002-2006 y 2006-2010) indica que no es políticamente viable la aprobación de un nuevo *paquete de impuestos*. Por ejemplo, en agosto de 2008, el ex Presidente de la República, Óscar Arias Sánchez, anunció al país que se abandonaría

el proyecto por considerar que el ambiente político no era adecuado. En palabras del ex primer mandatario: “Una cosa que no vamos a hacer es luchar en estos 20 meses por una reforma tributaria integral. Don Abel (Pacheco) pasó cuatro años secuestrado luchando por eso y la verdad es que mejor no perdamos el tiempo”, (La Nación 24/08/08).

Existe la percepción generalizada de que el Estado no hace un buen uso de los recursos que extrae de la sociedad por la vía tributaria. Un estudio reciente, *La Reforma Tributaria pendiente en Costa Rica: Consideraciones para el diseño del Sistema Tributario*⁶, encontró evidencia de que los costarricenses consideran que el sistema tributario vigente es cleptocrático. Este es el caso en que las personas comunes muestran insatisfacción con el elevado porcentaje de los tributos extraídos a la sociedad que retienen las élites en comparación con el gasto público asignado al objetivo de redistribuir la riqueza. Los resultados fueron claros. Al preguntar quiénes se benefician más del sistema actual de impuestos, tres cuartas partes de los entrevistados (76,7 por ciento) opinó que son las elites. Ese resultado contrasta claramente con tan solo un 13,9 por ciento que considera que todos se benefician por igual y un bajo 4,6 por ciento que opina que son los que menos tienen.

Lo anterior explica el rechazo automático de la población a las iniciativas que promueven una mayor voracidad fiscal, cuando se escucha hablar de un nuevo *paquete de impuestos* que se considera injusto. En la misma línea, de acuerdo con el mismo estudio, un 80 por ciento de las personas entrevistadas consideró que –en caso de que aumenten las recaudaciones de impuestos– el gobierno no invertirá esos recursos adecuadamente.

La participación de los ciudadanos en la toma de decisiones –incluyendo decisiones acerca de cómo asignar los recursos escasos de la sociedad– es fundamental. El problema económico que enfrenta la sociedad consiste, como lo expuso el Premio Nobel Friedrich A. Hayek⁷, en cómo asegurar el mejor uso de los recursos conocidos por cualquier miembro de la sociedad, para fines cuya relativa importancia solamente esos individuos conocen.

6. Loría, Luis E. 2009. “La Reforma Tributaria pendiente en Costa Rica: consideraciones para el diseño del Sistema Tributario”, *Revista Ciencias Económicas de la Universidad de Costa Rica*, vol. 27 (1).

7. Hayek, Friedrich A. 1945. *The Use of Knowledge in Society*. *American Economic Review* 35 (4(Sep)):519-530.

En otras palabras, se trata de un problema relacionado con la utilización de conocimiento que no se le ha dado a ningún individuo en su totalidad.

La recaudación de impuestos y, posteriormente, el gasto público implica –en todos los casos– un cambio en la asignación de los recursos de las áreas preferidas por el consumidor o el empresario a las escogidas por una autoridad de gobierno. Esta realidad cuestiona seriamente la idea de eficiencia de la planificación central de la economía a cargo de una autoridad burocrática y sugiere, en su lugar, que las decisiones acerca de asignación de recursos se tomen de manera descentralizada, por los individuos que poseen el mejor conocimiento disponible acerca de las oportunidades en un contexto particular.

La mayor eficiencia en la asignación de recursos que se derivaría al permitir que los individuos conserven una mayor proporción de sus ingresos, en lugar de entregarlos al fisco, no requiere de un supuesto especial. Al respecto, Frank H. Knight⁸, aclaró que: *“No se necesita asumir que el conocimiento de los individuos es perfecto, ni siquiera que es muy bueno, simplemente que es mejor que el de un agente externo de control, prácticamente hablando de una burocracia política.”* Lo anterior no pretende cuestionar la inteligencia de las autoridades gubernamentales, simplemente reconoce la importancia y el beneficio para la sociedad de que sean los individuos –en libertad y sin interferencia del Estado– quienes apliquen sus conocimientos, competencias y capacidades para tomar las decisiones de asignación de los recursos que les pertenecen.

8. Knight, Frank Hyneman. 1929. Freedom as Fact and Criterion. In Freedom and reform: essays in economics and social philosophy. Indianapolis, Ind.: Liberty Press.

Comentario

JORGE GUARDIA

Introducción

Los temas que se van a plantear son los siguientes: conclusiones y recomendaciones del estudio hecho por mí para la Academia de Centroamérica sobre la economía de Costa Rica en 2008; ¿qué pasó en 2009? : visión macroeconómica; y principales conclusiones y recomendaciones de Norberto Zúñiga.

Conclusiones y recomendaciones del estudio hecho por Jorge Guardia sobre la Economía de Costa Rica en 2008

En el documento elaborado para la Academia de Centroamérica se expresó mi visión de lo ocurrido en el 2008 y las reformas que deberían tener lugar en el 2009. Al analizar la evolución macro, pude notar con satisfacción que lo ocurrido en el 2009 es muy concordante con lo que se había planteado en el mencionado estudio.

Con Norberto Zúñiga se tienen algunas concordancias y otras divergencias. Su trabajo es muy interesante, provoca una serie de preguntas y retos que tienen el banco central y el gobierno. Algunas preguntas relevantes son: ¿qué va a pasar con el banco central?, ¿seguirá el banco central por la misma línea de lo que ha hecho en el 2009 y la primera parte del 2010? Las respuestas pueden significar cambios importantes.

¿Qué fue lo que se dijo el año pasado? Después de examinar los choques externos de la economía costarricense en el 2008 y las vicisitudes de la política macroeconómica caracterizada por exacerbar los efectos monetarios de

los choques externos, mediante la monetización y luego desmonetización de reservas al defender las bandas cambiarias, se llegó a las siguientes conclusiones: los principales retos de la política económica en el 2009 y 2010 se relacionan directamente con las políticas monetaria y cambiaria, y se perfilan problemas con la política fiscal por la caída de recursos asociados con la contracción del PIB y los aumentos en el gasto público para paliar los efectos de la crisis financiera.

¿Qué fue lo que se dijo en el estudio del 2008? Primero, era fundamental bajar la inflación a niveles prevalecientes en los países en desarrollo. Actualmente el banco central plantea como meta un 5 por ciento de variación anual en el IPC, y la preunta fundamenta era la siguiente: ¿puede el banco central cumplir esa meta? Segundo, además de haber recomendado reducir el incremento en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), había que anticipar una caída fuerte en la demanda agregada y la consecuente contracción. Tercero, liberar el mercado cambiario para que el banco central retomara el control de la política monetaria y pudiera sostener la reducción de la inflación. Cuarto, se decía que las tasas de interés podían caer con las reformas recomendadas, y han caído. Sin embargo, las tasas que cayeron fueron las tasas nominales, porque las tasas reales que habían caído fueron negativas en el período anterior. La gran duda es si se debería medir al país con las tasas pasadas o, alternativamente, con las tasas futuras (donde las expectativas de inflación todavía se encuentran elevadas). Quinto, se decía que no se puede descartar que las cotizaciones se mantengan dentro de las bandas cambiarias y se produzca, de hecho, una flotación de la moneda nacional, lo cual se produjo desde agosto del 2009 hasta la actualidad. Y, finalmente, se dijo lo siguiente: *“Si se implementaran las reformas antes mencionadas se contribuiría a sentar las bases para mejorar la tasa de crecimiento económico y contribuir también a mejorar los salarios, el empleo y reducir la pobreza”*. También se nota que el crecimiento del PIB ha aumentado.

Qué pasó en 2009: Visión macroeconómica

Se coincide con Norberto Zúñiga en que hubo un impacto fuerte de la crisis mundial, menores exportaciones¹, menores entradas por turismo y menos entradas de capital en la primera parte del año. Es importante hacer, como Norberto, una distinción en las distintas etapas que se dieron en el 2009;

unas al principio y otras al final, porque eso va a influir en el tipo de cambio, sobre todo en el tipo de cambio real.

Tal y como se indicó, se inició la flotación de la moneda, cayó el tipo de cambio, se dio una notoria reducción de la inflación, bajaron las tasas nominales de interés, pero subieron las tasas reales de interés y la política económica anticíclica (política fiscal) fue relativamente exitosa. Pero lanza dudas sobre su sostenibilidad en el futuro.

Lo ocurrido en el 2009 explica en parte la caída en el tipo de cambio. Sin embargo, la pregunta es si será sostenible. El tipo de cambio está siendo muy examinado desde el punto de vista nominal, pero el dólar, es decir, la economía internacional también es culpable. La baja en las tasas de interés de Estados Unidos presenta problemas de rentabilidad de inversiones financieras, por lo que se buscan inversiones en otros países (como Costa Rica). Esto genera entradas de capital y hay que decidir si y cómo se van a regular.

Después de una bonanza económica, apareció una crisis internacional y se tuvo que frenar la producción. ¿Qué fue lo que pasó con el tipo de cambio en el 2008? Cambió de rumbo y se montó otra vez en la banda superior. Claro, que el predicado en aquellos momentos era que caían las exportaciones, caía el turismo y bajaban las entradas de capital, y había una preocupación de cómo se iba a financiar el déficit de la balanza de pagos.

Con la crisis externa, el país se contrajo fuertemente, y se considera que eso hizo que el tipo de cambio empezara con una tendencia a la baja durante los últimos meses del año. Sin embargo, esto coincide con la flotación, ya que el banco central no tuvo necesidad de intervenir. ¿A quién se debe culpar: al régimen cambiario en sí o a la crisis? A la crisis, porque ha metido a todos los países latinoamericanos en este problema e hizo que por segunda vez cayeran los fundamentales del tipo de cambio. Por lo que es razonable que el tipo de cambio refleje esa realidad; esos cambios de choques externos que se están dando en la economía.

Un mensaje importante para analizar es que resulta difícil pensar que el tipo de cambio que ha caído no se vaya a reponer en los próximos meses. Se considera que conforme se recupere la economía de los Estados Unidos² y que conforme se recupere la economía en Costa Rica, se va ir incrementando

la demanda por divisas y, por tanto, el tipo de cambio va a repuntar. Algo de eso hemos visto después de mayo de este año.

Principales conclusiones y recomendaciones de Norberto Zúñiga

Se concuerda con Norberto en que el deterioro del PIB se debe fundamentalmente a la crisis externa; también, que las políticas internas adoptadas en Costa Rica contribuyeron a reducir el impacto de la crisis. Sin embargo, no estuvieron suficientemente bien diseñadas. Se acepta que en un período de crisis hay que incrementar el gasto público, pero en lo que no se ha bajado la guardia es la forma en que se dio el incremento en el gasto público.

En Costa Rica, el gobierno y las instituciones ejecutaron una política fiscal expansiva que se reflejó en un mayor nivel de gastos corrientes, aumento de empleo, bienes de capital e infraestructura. En eso se concuerda. También, en que la composición del gasto y los impuestos no es neutral en el impacto de la demanda agregada a corto plazo. Precisamente en impuestos y cargas sociales no hubo acción del Gobierno ni la Asamblea Legislativa. Se privilegió el empleo en el sector público en lugar del sector privado, y esto está gravitando en el déficit que se está dando. Ya que no solo se trata de los salarios durante el período de la crisis, sino también los próximos años y los incrementos salariales venideros. Además, la consolidación fiscal a mediano plazo deberá abordarse pronto para evitar la reaparición de burbujas en los mercados de activos, acumulación de presiones inflacionarias y la desconfianza de los agentes económicos.

Norberto recomienda enfrentar a corto plazo el incremento del gasto público y el déficit fiscal para evitar un desplazamiento del sector privado. Y la pregunta que surge es ¿cómo se va a hacer? Se va a REVIVIR el proyecto de reforma tributaria, o se hará por el lado de la reforma del Estado. Se razona que el sector privado y los inversionistas tienen que ir por el lado de la reforma fiscal, sin aumentar los tributos.

En política monetaria, Norberto dijo que fue restrictiva en la mayor parte del período. Menciona que los encajes se ajustaron un poco, también, hubo un bajo crecimiento de los agregados monetarios y una restricción de crédito al sector privado. Igualmente menciona que esto no ayudó a abaratar

el crédito ni a facilitar la adquisición de préstamos por parte de los agentes económicos. Pero, en general, yo considero que la política monetaria del banco central fue buena ya que se contribuyó a bajar la inflación, hacer flotar el tipo de cambio y mejorar los salarios reales.

Norberto reconoce que los aportes principales de la política monetaria fueron generar confianza, evitar incertidumbre y presión en el mercado cambiario. Por otro lado, el Fondo Monetario Internacional recomendó a los países latinoamericanos ser prudentes en materia monetaria y soltar el tipo de cambio para paliar mejor la crisis.

En cuanto al régimen cambiario, Norberto no se define, pero el país tiene que hacerlo. Él dice: *"En presencia de un mercado relativamente pequeño, una cuenta de capital abierta, dolarización interna, flujos financieros de corto plazo y decisiones de cartera de monedas, ejercen una influencia preponderante en la determinación del tipo de cambio"*, obviamente está hablando, con resultados un tanto cuestionables. ¿Qué es lo que cuestiona Norberto: la volatilidad o la apreciación? Parece que la apreciación, ya que la volatilidad no se sabe a qué responde.

Parece que pedirle a un régimen cambiario que siempre dé un tipo de cambio estable para que todo el mundo, particularmente los banqueros comerciales, puedan vivir contentos y hacer plata, no es posible. ¿Por qué? Porque los fundamentales cambian. Por un lado, está el tipo de cambio nominal, que es el que se ve todos los días, que puede variar por una serie de razones, y en el cual el banco central puede influir. Pero está también el tipo de cambio real, que responde a los fundamentales. Y finalmente, está lo que el banco central llama el ITCER, que es Índice de Tipo Cambio Efectivo Real, que se define fundamentalmente como un ajuste en el tipo de cambio nominal por diferencias en la inflación interna y externa (con otras tecnicidades). Por las razones anteriores, es importante no perder de vista las variaciones de estos elementos.

Se considera que el banco central enfrenta una disyuntiva muy clara: o defiende el Colón o defiende el dólar. Yo propono que se defienda al colón. ¿Por qué?, porque puede dar estabilidad de precios. Si el banco central estuviera dispuesto a defender el colón, aun por encima de lo que pase con el tipo de cambio, ganaría credibilidad y eso induciría a los inversionistas y los agentes económicos a colonizarse. A largo plazo, estarían más dispuestos a invertir.

Norberto agrega que aun cuando el periodo es muy corto para evaluar la bondad de la política de flotación, la mayor flexibilidad del tipo de cambio intenta reducir el impacto de los shocks externos en la economía real y disminuir o eliminar el efecto del sector externo en los agregados monetarios, así como controlar la inflación. En eso estamos totalmente de acuerdo.

Finalmente, Norberto recomienda pasar hacia metas de inflación, introducir mayor flexibilidad cambiaria y clarificar el papel del banco central en el mercado de divisas y operaciones monetarias. De esto surgen las siguientes dudas: ¿qué régimen cambiario está proponiendo?; ¿qué significa reglas de intervención en el mercado privado?; ¿cuándo puede o debe intervenir el banco central, si es para prevenir o corregir desequilibrios en la balanza de pagos como dice la ley? Algunos economistas tienden a decir que el banco central maneje el tipo de cambio a su entera discreción. Pero eso no se puede, porque hay una ley, y esta dice que el banco central podrá comprar y vender divisas solamente para evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio, no para intervenir cada vez que el tipo de cambio presenta fluctuaciones. Además, siempre existirá la incertidumbre de saber si una variación diaria, aunque sea pronunciada, es parte de una tendencia del tipo de cambio real de equilibrio (hacia arriba o hacia abajo) que se debe respetar. Por lo demás, el estudio de Norberto me parece excelente, una aportación al análisis de la economía nacional.

RETOS DE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA. UN HORIZONTE DE MEDIANO PLAZO

FÉLIX DELGADO*

“Esta discusión, en Costa Rica y en otros países, continuará permanentemente: ¿ha actuado bien el banco central o no?, es decir, ¿ha utilizado sus instrumentos de manera oportuna y con la intensidad debida? Ante estas preguntas, debe reconocerse que no existen respuestas únicas; cada economista, empresario y político tiene la suya.”

EDUARDO LIZANO F.

Visión desde el Banco Central, 1998-2002

Academia de Centroamérica, 2003

2.1 INTRODUCCIÓN

Después de dos décadas y media de inflación crónica, el Banco Central de Costa Rica definió y puso en práctica una estrategia para avanzar hacia un esquema de conducción de la política monetaria para bajar la inflación. El

* Documento preparado para el Seminario “Políticas Económicas en Costa Rica para el período 2010-2014”, organizado por la Academia de Centroamérica y llevado a cabo el 14 y 15 de Abril del 2010 en san José, Costa Rica. El autor agradece las sugerencias y comentarios de Eduardo Lizano, Francisco de Paula Gutiérrez y Róger Madrigal, así como de Luis Mesalles y Willian Calvo, quienes comentaron una versión preliminar. De igual manera se expresa gratitud por el apoyo de colegas del personal de CEFSA (particularmente José Luis Arce y Andrea Madrigal), así como de Adrián Pacheco, Asistente de Economía de la Academia de Centroamérica, en ambos casos por el soporte con información rquerida para este trabajo. La responsabilidad por el contenido de este ensayo es totalmente del autor.

banco central optó por establecer un sistema de metas de inflación en el mediano plazo y, a partir del 2005, empezó a dar los pasos necesarios para ello.

La parte más visible de las medidas adoptadas hasta el momento por el banco central es el establecimiento de un esquema de banda cambiaria, como etapa intermedia para establecer un régimen de flotación “administrada”¹ del colón respecto al US dólar, la moneda de referencia del sistema cambiario costarricense. Pero adicionalmente hay otras acciones consideradas normalmente como requisitos para un esquema monetario de metas de inflación, en las cuales el banco también ha venido trabajando.

En todos los casos, se trata de cambios que requieren una alta dosis de gradualidad, ya sea porque conllevan mejoras y mayor desarrollo en el funcionamiento microeconómico de algunos mercados (en particular el cambiario y el financiero) como porque implican acciones políticas de difícil adopción por el lento proceso de alcanzar los consensos necesarios para aprobarlas.

En efecto, algunas de las acciones en el caso particular de Costa Rica no dependen solamente de la Junta Directiva del banco central, sino de decisiones políticas a los más altos niveles. Ejemplo típico de ello es la solución del problema de las denominadas “pérdidas cuasifiscales” del banco central, que se ha venido arrastrando en las últimas tres décadas. Desde los primeros escritos al respecto en la segunda mitad de la década de 1980, quienes hemos abordado el tema hemos expresado que este problema requiere solución legislativa, para trasladar al Presupuesto Nacional las obligaciones de tipo fiscal asumidas por el banco central en el curso de los años 1970s y 1980s. Como es bien sabido, la solución política definitiva de este problema no se ha adoptado en Costa Rica, a diferencia de varios otros países que también pasaron por la circunstancia de tener un banco central deficitario.

Este ensayo se propone analizar los retos que enfrenta el banco central en el mediano plazo tendientes a consolidar la estrategia en cuestión, como un proceso que busca en forma paulatina devolver la autonomía o independencia funcional a la política monetaria, para permitirle concentrarse

1. Aunque la terminología oficial del FMI tiende a abandonar el término de “flotación administrada”, el autor considera que todavía resulta más claro para ilustrar al lector sobre un sistema de flotación en donde el banco central conserva la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario, bajo determinadas circunstancias.

a tiempo completo en el control de la inflación, lo cual se considera es la responsabilidad primordial de dicha política.

Como es natural, el tema de las estrategias de política monetaria en el mediano y largo plazo abarca un rango muy amplio de tópicos relacionados, que no pueden abordarse dentro del ámbito limitado de este ensayo. Uno de importancia crítica y en cuya discusión detallada no se entrará aquí, se refiere a las diferentes opciones de régimen cambiario, desde devolverse a las minidevaluaciones como avanzar hacia alguno de los extremos en el amplio espectro de sistemas cambiarios: la flotación del colón en uno de ellos y la dolarización formal (*de jure*) de la economía en el otro extremo.

Tampoco se abordará en detalle un elemento de importancia para la conducción de la política monetaria, como es la mejora en el funcionamiento del sistema financiero, con todas sus implicaciones microeconómicas en cuanto a perfeccionar la competencia entre los diferentes actores, mejorar el sistema de precios en los mercados de deuda y crédito que reflejen de buena manera los riesgos y los plazos de las transacciones, fortalecer la confianza en el sistema financiero mediante una adecuada regulación y supervisión, entre otros.

La segunda sección de este informe hará un recuento de los antecedentes que dieron lugar a la adopción de las nuevas estrategias en materia de conducción de la política monetaria, con sus derivaciones en términos del sistema cambiario y de la función del mercado financiero para una mayor efectividad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

En la tercera sección se hará un breve recuento de dónde estamos al finalizar el primer trimestre del año 2010: cuáles han sido los logros hasta el momento y en qué etapa nos encontramos.

La cuarta sección desarrolla el propósito básico de este ensayo: hacer un recuento de los retos futuros de la política monetaria dentro de la estrategia de metas de inflación, así como evaluar las acciones que habrán de adoptarse para avanzar en la actual transición y terminar de consolidar cuanto antes el nuevo esquema monetario.

Por último, en la quinta sección se hace referencia a temas complementarios, de importancia entre las funciones del banco central y de apoyo a la mejor operación de una política monetaria consistente con las reglas de

mercado, temas por profundizar en estudios posteriores pues rebasan los alcances de este ensayo.

Es importante hacer notar que el interés de la Academia de Centroamérica al promover la elaboración de este ensayo, es el de hacer llegar estos temas a un público amplio. Ello exige un esfuerzo importante de presentar los temas de manera sencilla y fácilmente comprensible, lo cual con frecuencia resulta una tarea difícil que implica hacer uso prudente de términos y herramientas de tipo técnico en la profesión.

No es pues un texto dirigido a economistas exclusivamente; de ahí el interés por entrar en detalles para la explicación de conceptos y relaciones que normalmente se omitirían en un ensayo para un auditorio especializado en economía.

2.2 DE DÓNDE VENIMOS

Costa Rica ha vivido una larga etapa de inflación crónica, particularmente desde inicios de la década de los años 1980, como secuela de la severa crisis financiera y de balanza de pagos que tuvo su punto culminante entre los años 1980 y 1982. Las razones y las circunstancias prevalecientes han sido ampliamente tratadas en la literatura económica costarricense, entre otros con un análisis extenso en Delgado (2000), donde además se incluye copiosa bibliografía como material de consulta para el estudioso de estos temas.

La característica de inflación crónica se aprecia en una tasa de inflación promedio de 14,1 por ciento entre 1983 y 2009. Hay dos subperíodos claramente marcados: la primera mitad, de 1983 a 1996, con inflación alta y mayor volatilidad (promedio de 17,2 por ciento y desviación estándar de 6.105); la segunda mitad de 1997 a 2009 con inflación menos alta y menor volatilidad (promedio de 10,8 por ciento y desviación estándar de 2.561).

Esta realidad condujo al banco central desde la década anterior a dedicar recursos para investigar con mayor profundidad el tema de la inflación, así como a realizar los cambios necesarios para hacer factible el cumplimiento de la responsabilidad fundamental de la política monetaria: la estabilidad de precios.

2.2.1 Primeras etapas de investigación en el Banco Central de Costa Rica

Los primeros análisis en forma sistemática y en esta dirección iniciaron en la segunda mitad de la década anterior con los trabajos de Zúñiga (1997), seguidos por investigaciones publicadas a principios del año 1999 (Villalobos, Torres y Madrigal, abril de 1999). Luego se complementaron con la asistencia del FMI materializada con la consultoría de Alexander Hoffmaister, en los años 2000 y 2001, que sentó las bases para continuar las labores de investigación con los recursos humanos propios del banco central. Entre los trabajos subsiguientes están Torres (2003) y Madrigal y Muñoz (2004).

Como resultado de todo ello surgió la decisión del banco central de avanzar hacia un esquema de metas de inflación, una forma de conducción de la política monetaria que ha ganado muchos adeptos en los últimos veinte años, en diferentes países del mundo.² Villalobos, Villanueva y Zúñiga (1997) resumieron en forma didáctica los avances hasta entonces en esta dirección en diferentes países. El proceso hacia este nuevo sistema se ha documentado en diferentes estudios, básicamente en los Informes de Inflación que periódicamente elabora el banco central desde el año 2001 (véase en particular el Informe de Inflación del BCCR, ediciones de julio 2003, julio 2005 y febrero 2006).

Este análisis parte del reconocimiento de que la cantidad de dinero disponible en la economía tiene efectos de corto y de largo plazo sobre la inflación, así como que en el corto plazo –pero no más allá– puede influir en la actividad económica. En particular, pone énfasis en las expectativas inflacionarias y en la brecha de producción como determinantes de la inflación, y considera que hay limitaciones importantes para conocer adecuadamente la influencia del dinero en el nivel de precios en el corto plazo.

Las metas de inflación se afirman en la función principal de la política monetaria, cual es el control de la inflación, porque esa es la principal razón de ser de dicha política y porque los instrumentos con los cuales se dota a los

2. Delgado (2000, pp. 28-34) aborda este tema con una explicación sencilla de las metas de inflación y de la función creciente en la conducción de la política monetaria en diferentes partes del mundo, respecto a lo cual menciona que *“se trata de un tema que posiblemente domine en el futuro la discusión sobre el quehacer de la banca central y, en particular, sobre la forma de conducir la política monetaria y la definición de los objetivos principales que deben asignársele”*, p. 31.

bancos centrales son especialmente aptos en el mediano y largo plazo para ese propósito y no para otros fines.

Cómo conectar las diferentes acciones de política monetaria del banco central con su efecto sobre la cantidad de dinero, la demanda agregada y las expectativas, es uno de los temas de permanente análisis y discusión en la literatura de la banca central. Se le conoce como el estudio de los **mecanismos de transmisión** de la política monetaria. Las complicaciones principales se relacionan con la magnitud y el rezago con los cuales las acciones de política monetaria inciden finalmente en el nivel de precios.

En el pasado, con frecuencia hubo inconvenientes adicionales derivados de diferentes tareas que entonces se asignaron a los bancos centrales, en general incongruentes con la administración de la cantidad de dinero y con el uso de los instrumentos de política monetaria orientados a controlar la inflación. Ejemplos de ello fueron la utilización de recursos de emisión del banco central para financiar requerimientos fiscales permanentes y programas de crédito a diversas actividades por medio de la banca comercial. Por ese motivo, tales prácticas usuales en muchos países en desarrollo hace apenas treinta o cuarenta años se han ido abandonando gradualmente.

Una segunda fuente de influencia en la función principal de la política monetaria, todavía presente en muchos países en mayor o menor medida, se refiere a la administración del régimen cambiario por parte del banco central. Este tema se explica en el Informe de Inflación del Banco Central de Costa Rica de febrero del 2006. Con regímenes de tipo de cambio fijo o administrado por el banco central, es inevitable que la cantidad de dinero sea una variable residual, pues el banco central obligatoriamente debe comprar las divisas sobrantes y vender las faltantes en cada sesión del mercado. De ese modo, se producen expansiones o contracciones de la cantidad de dinero no necesariamente relacionadas con el propósito de controlar la inflación.

En efecto, en el mercado cambiario, como en cualquier otro mercado, si la autoridad determina el precio, el mercado se ajusta por medio de las cantidades, y viceversa. Entonces si el banco central desea evitar que por las fuerzas de oferta y demanda el tipo de cambio baje de cierto nivel, debe estar dispuesto a comprar cualquier excedente a ese precio. Pero al comprar moneda extranjera inevitablemente emite, es decir, da a cambio dinero

nuevo, una vez más para lograr un propósito diferente al del control de la inflación. Y viceversa.

De este modo, la idea de dedicar al banco central fundamentalmente al control de la inflación pasa, necesariamente, por desligarlo de cualesquiera otros fines que, con frecuencia, resultan competitivos. En lo cambiario, esto significa avanzar hacia un esquema de tipos de cambio flexibles, donde las fuerzas del mercado fijen este importante precio, con ninguna o poca (ocasional) intervención del banco central.

Una vez que la política monetaria adquiere independencia funcional –al eliminar las operaciones de emisión y “desemisión” de dinero con fines distintos del control de la inflación– el reto de cómo administrar la política monetaria apenas comienza. La literatura sobre el tema se refiere a esta parte instrumental como las decisiones en cuanto a metas finales, metas intermedias, indicadores, guías e instrumentos, para destacar el seguimiento que habría de darse a cada acción del banco central, al crear o destruir dinero, al modificar las tasas de interés y al afectar las expectativas. Esto se relaciona con el fin último de anclar las expectativas a la meta inflacionaria establecida por el banco central y, con ello, facilitar el control de la inflación a lo largo del tiempo.

La discusión de este tema no es el objeto de este análisis. El lector interesado puede estudiarlo con mayor detalle en Zúñiga (1997), Villalobos, Villanueva y Zúñiga (1997), Villalobos, Torres y Madrigal (1999) y Delgado (2000, Cap. I). Más bien interesa tener claros los antecedentes de la decisión adoptada por el banco central y formalizada en el año 2006, de dar los pasos necesarios para establecer un sistema de metas de inflación para la conducción de la política monetaria.

En este ánimo resulta interesante destacar las lecciones extraídas por Villalobos, Villanueva y Zúñiga (1997, p. 33) sobre los elementos necesarios para implementar una estrategia exitosa en el control de la inflación:

- a) *voluntad política para establecer una estrategia monetaria, fiscal y cambiaria coherente, porque el control de la inflación es un compromiso a todo nivel, desde las autoridades económicas, incluidas las fiscales, legislativas y hasta de la sociedad;*
- b) *independencia legal y práctica del Instituto emisor;*
- c) *un objetivo explícito de inflación, como función primordial de la política monetaria;*

d) un análisis exhaustivo de los principales determinantes de corto, mediano y largo plazo de la inflación interna así como de los mecanismos de transmisión de la política monetaria;

e) una política monetaria donde las decisiones de corto plazo se enmarquen en una estrategia de más largo plazo factible y creíble;

f) credibilidad de parte de los agentes económicos en la política monetaria del banco central, y;

g) un seguimiento global de la meta explícita de inflación mediante un conjunto de variables informativas que orienten a las autoridades en varias áreas asociadas al fenómeno inflacionario.

2.2.2 Adopción del sistema de metas de inflación en Costa Rica

El esquema de metas de inflación en su concepción más rígida significa dismantelar todo el andamiaje tradicional de objetivos, metas finales, metas intermedias, indicadores, guías e instrumentos, para dirigir las acciones de política monetaria de acuerdo con las desviaciones observadas directamente en el objetivo último de dicha política: las diferencias entre la inflación observada y la meta de inflación establecida.

Las metas de inflación como régimen monetario se basan en tres pilares fundamentales. El primero es un conocimiento profundo del fenómeno inflacionario en sus diferentes facetas. El segundo es la autonomía o independencia funcional del banco central, para que pueda guiar sus acciones fundamentalmente hacia el logro de bajas y estables tasas de inflación. El tercero es el desarrollo de credibilidad del público en el banco central y en su capacidad (y voluntad) de controlar la inflación, con el consiguiente alineamiento de las expectativas inflacionarias con la meta del banco central. Aunque podría afirmarse que cualquier esquema de conducción de la política monetaria comparte estos elementos, en las metas de inflación son absolutamente críticos.

2.2.2.1 Conocimiento del fenómeno inflacionario

Los análisis conducentes al proceso para adoptar un sistema de metas de inflación en Costa Rica han buscado aprender de otras experiencias. En diferentes países y con algunas variaciones de uno a otro, las metas de in-

flación han buscado perfeccionar el estudio de la inflación en sus diversos aspectos: su medición, los factores que la influyen, los elementos que intervienen en la formación de las expectativas de inflación. En detalle estos aspectos incluyen lo siguiente:

- a) Medición de la inflación: se ha buscado mejorar los aspectos metodológicos y la oportuna actualización de las bases de los índices de precios, estudiar el comportamiento de estos en detalle y de forma seccionada (tendencias por grupos, agrupaciones por bienes transables y no transables con el exterior, por bienes regulados y no regulados). También se han aplicado metodologías para obtener mediciones del núcleo inflacionario (inflación subyacente o "*core inflation*"), que eliminen el efecto de comportamientos volátiles no relacionados con los efectos de la política monetaria. Más recientemente se ha incurrido en la metodología de medias truncadas, basada en eliminar las variaciones más extremas a ambos lados de la distribución de las variaciones de precios en los productos de la canasta del IPC. El uso de otros indicadores adicionales a los precios al consumidor, como la evolución de los índices de precios al productor industrial y de los índices implícitos del producto interno bruto también juega un papel importante para entender el fenómeno inflacionario.
- b) Entendimiento de la inflación de largo plazo como consecuencia de los excesos monetarios, mientras en el corto plazo se les considera como función de las expectativas inflacionarias y de la brecha del producto, de acuerdo con la llamada "*síntesis neokeynesiana*".
- c) Conocimiento de los factores que influyen en la inflación. Por el lado de los costos de las empresas se consideran los precios de las importaciones, la evolución del tipo de cambio y de las tasas de interés, la administración de las políticas de salarios, las prácticas competitivas y su impacto en los márgenes de intermediación. Los factores de demanda que generan presiones inflacionarias incluyen el estudio de la brecha entre el PIB observado y el PIB potencial, el comportamiento del gasto público, la tendencia del empleo y desempleo en el mercado laboral y la utilización de capacidad instalada de las empresas.
- d) Estudio de los elementos que intervienen en la formación de expectativas: se considera la evolución del tipo de cambio y de las tasas de interés, de la curva de rendimientos en el mercado financiero

doméstico y, como aspecto novedoso, la conducción de encuestas de opinión periódicas y sistemáticas sobre las expectativas de inflación y de tipo de cambio de los agentes económicos en momentos futuros determinados.

De ese modo, se ha seguido un proceso sistemático en el banco central para mejorar el modelaje de los principales indicadores macroeconómicos y, en particular, los modelos para predecir la inflación.

2.2.2.2 Independencia funcional de la política monetaria

Los compromisos para la política monetaria por la necesidad de emitir dinero para financiar al Gobierno y a los bancos comerciales, son parte de la historia en Costa Rica. Las facultades del BCCR para otorgar créditos al Gobierno se han reducido sustancialmente (con excepción de la compra de letras del tesoro en condiciones muy restrictivas), aunque sin llegar a prohibición constitucional, como en el caso de Guatemala. En la práctica, el Gobierno hace mucho tiempo no toma créditos del banco central ni siquiera bajo la forma de venta de letras del tesoro. Así, su impacto en la cantidad de dinero en lo fundamental se limita a las variaciones en los saldos de sus cuentas de depósito en el banco central. Tampoco hay financiamiento a plazo a la banca comercial, más allá de muy esporádico uso del redescuento por cantidades poco significativas. Naturalmente, se abandonó hace mucho tiempo la práctica inconveniente de las décadas de 1960 y 1970, de financiar programas de crédito a través de la banca comercial con recursos de emisión o con créditos externos donde el banco central asumía el riesgo cambiario, así como de financiar aventuras de corporaciones de inversiones y operaciones de estabilización de precios agrícolas. Estas cosas ocurrieron en Costa Rica e influyeron en lo que terminó a finales de la década de 1970 como la peor crisis económica y financiera del país desde la Gran Depresión de los años 1930.

Han quedado dos elementos por resolver para avanzar hacia esa mayor independencia funcional de la política monetaria: la participación del banco central en el mercado cambiario y sus propias pérdidas cuasifiscales. Este último tema se abordará en la Sección 2.3 siguiente.

En cuanto al tema cambiario –quizá el más visible y controversial desde que inició el proceso de migración hacia metas de inflación– el banco central optó por avanzar hacia un régimen de tipo de cambio flexible, con lo que generalmente se ha conocido como flotación administrada y con una etapa de transición consistente en la adopción de bandas cambiarias de amplitud gradual y creciente.

El abandono del arreglo cambiario de paridad deslizante³ se empezó a insinuar desde inicios del 2006, se anunció formalmente a mediados de ese año y se puso en práctica a partir del 17 de octubre del 2006. Se ha escrito bastante sobre dicho esquema cambiario en Costa Rica, empezando por la copiosa bibliografía de Eduardo Lizano, su propulsor cuando ocupó por primera vez la presidencia del banco central. Algunas referencias bibliográficas más recientes incluyen a Méndez et al (2002), Bolaños (2006), Cubero (2006), Delgado (2006), Schmidt-Hebbel (2006), Gutiérrez (2007), Lizano (2007a), Lizano (2007b), Mora y Prado (2007).

Quizá un buen resumen sobre las razones para migrar de minidevaluaciones a esquemas de flexibilidad cambiaria es el ofrecido por Jorge Madrigal (2006, pp. 269-270), quien al hacer referencia al problema de la “trinidad imposible” mencionada en el Informe de Inflación de febrero del 2006 y a otros argumentos, destaca lo siguiente:

...la política monetaria en Costa Rica responde al enfoque monetario de la balanza de pagos. En ese esquema, el cual es una herencia de los años de programas de estabilización con el FMI, intentamos por un lado controlar los agregados monetarios, pero a la vez tenemos un esquema cambiario prácticamente fijo y vivimos con movilidad de capitales creciente; eso claramente establece un conflicto entre los objetivos del banco central y los instrumentos que utiliza; es decir, mantener un esquema monetario como el que tenemos sería viable en una economíaP1 cerrada a los flujos de capitales o con controles de capitales estrictos. En el contexto actual esto no es posible y se traduce necesariamente en una menor capacidad del banco central para controlar la inflación,...

No se pretende aquí describir en detalle el régimen de banda cambiaria establecido por el banco central, con vigencia a partir del 17 de octubre del 2006. Hay múltiples documentos del banco central al respecto, entre ellos Mora y Prado (2007), con descripción amplia del tema. Tampoco lo es hacer una

3. La paridad deslizante o reptante se ha conocido en Costa Rica como “minidevaluaciones” y estuvo vigente desde el segundo semestre de 1984 hasta el tercer trimestre del 2006.

evaluación de la literatura económica sobre bandas cambiarias, la cual es muy amplia desde el trabajo seminal de Krugman (1991), la defensa de regímenes intermedios por parte de Williamson (2000) y el análisis de experiencias específicas como las de Chile, Colombia e Israel, en Williamson (1996), Morandé y Tapia (2002), Bufman y Leiderman (2001), y Carrasquilla (1995).

Una descripción resumida de la experiencia costarricense en los primeros tres años y medio del esquema de bandas cambiarias, empezaría por destacar la influencia de ingresos de capital de corto plazo en la primera etapa del proceso, desde la instauración de las bandas hasta abril del 2008, con la consiguiente ubicación del tipo de cambio pegado al piso de la banda cambiaria. Los ajustes hechos por el banco central en una primera etapa, al disminuir el piso de la banda como respuesta a esa situación, dieron la razón a los especuladores respecto a la posibilidad de obtener ganancias convirtiendo US dólares a colones, para revertir la transacción posteriormente a un tipo de cambio inferior. Naturalmente, esto exacerbó los ingresos de capital especulativos y mantuvo por algún tiempo más una apuesta para medir la capacidad del banco central de continuar absorbiendo grandes cantidades de moneda extranjera, con la consiguiente expansión monetaria y el intenso esfuerzo por esterilizarla.

Esa apuesta no condujo a reducciones adicionales del límite inferior de la banda cambiaria. Por el contrario, el banco central acumuló una cantidad sustancial de reservas internacionales y una capacidad de esterilización de dinero, suficientes para enfrentar ataques especulativos contra el colón en las dos direcciones. En consecuencia, las expectativas de que el BCCR no resistiría la presión hacia una nueva apreciación del colón se fueron desvaneciendo. Hacia abril del 2008 empezó un proceso de depreciación nominal, que exacerbó la demanda de US dólares en el mercado cambiario y le dio vuelta a las expectativas.

En este proceso el sistema tuvo un “descanso”, con el tipo de cambio cotizándose por algunos días hacia la mitad de la amplitud de la banda cambiaria, gracias a la intervención “*intramarginal*” del banco central.⁴ Pero muy pronto el banco desistió de continuar por esa ruta (a pesar de que se estaba deshaciendo de parte del exceso de US dólares adquirido en los

4. Se refiere a la intervención del BCCR con compras o ventas en el mercado cambiario sin haber llegado a la condición básica para hacerlo de acuerdo con las reglas usuales: que el tipo de cambio se pegue al piso o al techo de la banda.

meses previos, una parte de ellos a tipos de cambio relativamente bajos). El resultado lógico e inevitable fue llevar la cotización del US dólar al límite superior de la banda, junto con una reducción de su amplitud al elevar el piso y reducir el techo.

A partir de ahí, en esta segunda etapa de las bandas cambiarias, la tendencia del tipo de cambio fue mantenerse pegado a dicho límite, con desviaciones periódicas, usualmente coincidentes con ingresos de moneda extranjera por parte de las empresas para hacer frente a pagos de impuestos y a erogaciones laborales de fin de año, como el décimo tercer sueldo.

La tercera etapa arranca aproximadamente en agosto del 2009, cuando el mercado cambiario empezó a resultar superavitario y el tipo de cambio se despegó del techo de la banda cambiaria, lo cual se ha mantenido hasta la fecha de preparación de este ensayo. Una hipótesis explicativa de este cambio es que las empresas empezaron a traer moneda extranjera para cubrir sus mayores obligaciones de fin de año (pago de impuestos, decimotercer sueldo y similares, como se mencionó antes), con mayor anticipación de lo ocurrido un año atrás para evitar pérdidas de cambio por la apreciación nominal del colón, como se había observado en noviembre y diciembre de los años 2007 y 2008.

Naturalmente, hay factores fundamentales y otros que lo son menos, para sustentar el fenómeno observado y, sobre todo, su continuación por varios meses. Uno de ellos es la sustancial reducción del déficit de cuenta corriente en el año 2009, en comparación con el año previo, como resultado de la crisis global que provocó recesión también en la economía de Costa Rica. El estudio anual de la economía en el 2009 elaborado por Norberto Zúñiga (capítulo 1) para el seminario donde se presentó este ensayo, ilustra esa evolución.

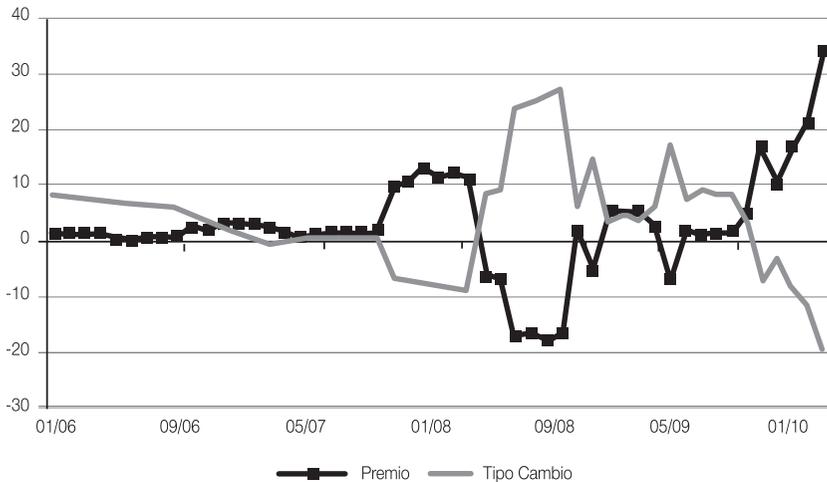
Otro factor con peso importante fue la ampliación de la brecha entre las tasas de interés interna y externa junto con la tendencia descendente del tipo de cambio. Esto aumentó el premio por ahorrar en colones y, en consecuencia, hizo suficientemente atractivo el traslado de inversiones financieras en el extranjero hacia la compra de activos financieros en el mercado local.

Este último factor tiene gran atractivo para tratar de explicar comportamientos como el observado en los últimos seis meses, incluido el aumento en la volatilidad del tipo de cambio. Y es que a partir del análisis de la información de las transacciones en el mercado cambiario, pareciera derivarse

una mayor importancia de las transacciones financieras para explicar los resultados del mercado en el corto plazo, más que de las transacciones reales. Más aún, las segundas se mueven a lo largo del tiempo con cambios en el muy corto plazo relativamente moderados, por lo cual difícilmente explicarían el aumento en la volatilidad.

El Gráfico 2.1 siguiente ilustra el comportamiento de las variaciones porcentuales del tipo de cambio y del premio por invertir en colones, para el período enero 2006 - enero 2010. La metodología para el cálculo del premio utiliza la equivalencia en US dólares de la Tasa Básica Pasiva, con base en la variación semestral anualizada del tipo de cambio y la compara con una tasa externa de referencia, en este caso la tasa LIBOR.

GRÁFICO 2.1
COSTA RICA: PREMIO POR AHORRAR EN COLONES
Y VARIACIÓN PORCENTUAL DEL TIPO DE CAMBIO, ENERO 2006 - MARZO 2010
CON DEVALUACIÓN SEMESTRAL ANUALIZADA
(cifras en porcentajes)



FUENTE. Elaboración propia con base en datos del BCCR.

Como puede verse, en particular a partir del último trimestre del 2007, aumenta la volatilidad del tipo de cambio y su comportamiento es opuesto al del premio por ahorrar en colones. Esto no sugiere, desde luego, ninguna relación causal entre ambos indicadores, pues el cálculo del premio está influido por la variación del tipo de cambio. Pero la simetría en los movimientos de ambos sugiere por una parte una lenta reacción de las tasas de interés y,

por otro lado, un incentivo cuando el premio sube y un desaliento cuando baja para mover los activos financieros de US dólares a colones, y viceversa.

Lo importante de la etapa en la cual se encuentra el régimen de banda cambiaria reside en el aumento en la independencia de la política monetaria, gracias a la ausencia de intervención del banco central en el mercado cambiario por ocho meses consecutivos (a marzo del 2010).

2.2.2.3 *Tasa de interés y mecanismo de transmisión*

Para un banco central, bajo cualquier esquema de conducción de la política monetaria, es fundamental realizar su tarea en un ambiente de credibilidad. Ésta se refiere tanto a la voluntad para moderar y estabilizar la inflación, como a la capacidad del banco central para lograrlo. En última instancia, la credibilidad depende de alcanzar tasas de inflación congruentes con las anunciadas por el banco central y, a su vez, que el sendero de la inflación sea hacia la convergencia con tasas bajas y estables. Esto significa que la inflación local sea comparable con la inflación internacional y sostenible a lo largo del tiempo.

La independencia de la política monetaria mencionada en la sección anterior es un elemento crítico, pero es solamente parte de la historia. La capacidad de alcanzar los objetivos deseados en cuanto a la inflación requiere, además, que los instrumentos utilizados al respecto resulten efectivos.

Típicamente los esquemas de metas de inflación descansan en el uso de las tasas de interés para influir en el resto de la economía, en particular una categoría específica de ellas. Se trata de la tasa de interés de política monetaria (TPM), establecida por el banco central para sus operaciones activas o pasivas en el mercado de dinero, que es el espacio de acción natural de la banca central. En este mercado se negocian fondos de muy corto plazo: a un día plazo (conocidos como “*overnight*”) o a unos pocos días.

Para que ello funcione, es preciso tener un adecuado conocimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Esto se refiere a la forma en la cual el uso del instrumento incide en la liquidez existente en la economía, en las expectativas sobre la inflación y las tasas de interés futuras, en el tipo de cambio real y, a través de todo ello, en las decisiones

de gasto de la gente (brecha del producto) y en su influencia sobre el comportamiento de la inflación.

En la parte operacional de la política monetaria, el banco central buscaría que la tasa de interés de sus créditos de muy corto plazo (“*overnight*”) en el mercado monetario (el mercado de fondos de muy corto plazo) confluya hacia su tasa deseada de política monetaria, cuando hay desviaciones entre ellas. De ese modo lograría que el costo marginal de los fondos líquidos sea igual a la Tasa de Política Monetaria; a su vez induciría a que dicho costo se transmita a todo el espectro de tasas activas y pasivas de la economía. Esto implica al menos dos requerimientos:

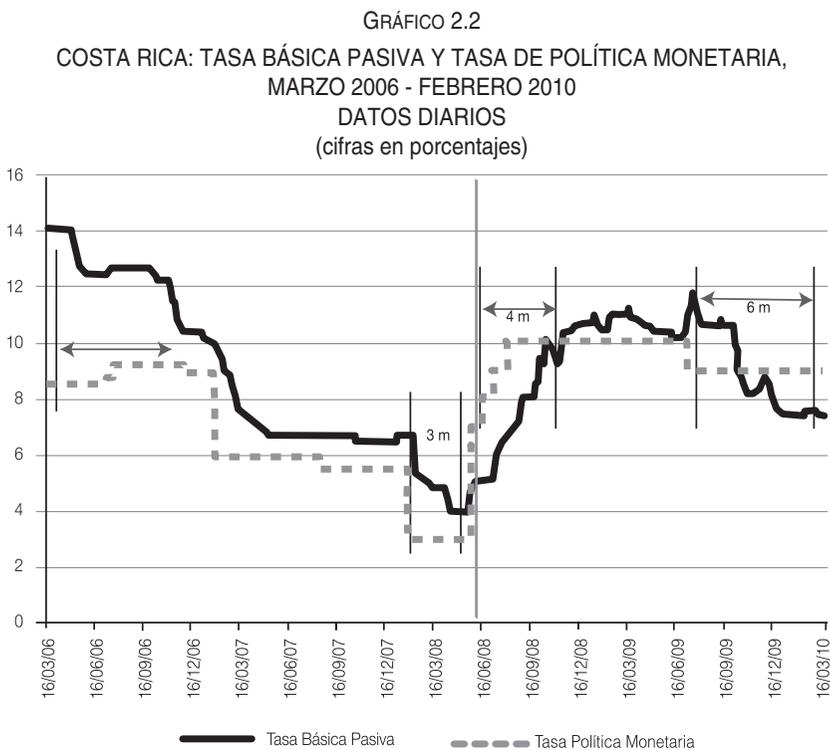
- El banco central debe tener una idea precisa sobre el nivel adecuado de su Tasa de Política Monetaria consistente con la meta deseada de inflación. Un buen modelaje de las principales relaciones macroeconómicas es la herramienta principal para tal efecto.
- Los cambios efectuados por el banco central a su Tasa de Política Monetaria deben encontrar respuesta adecuada y oportuna por parte de las tasas de interés prevalecientes en el mercado monetario y en el resto del sistema financiero. Es decir, el mecanismo de transmisión debe funcionar con rapidez y proporcionalidad.

En Costa Rica el banco central ha venido haciendo esta tarea por alrededor de una década. El estudio del mecanismo de transmisión de la política monetaria y el desarrollo de un modelo de proyecciones macroeconómicas de corto plazo, han sido parte esencial de una tarea que se ha documentado adecuadamente. El lector interesado en los detalles puede consultar estos escritos en el sitio web del Banco Central de Costa Rica (www.bccr.fi.cr), particularmente Villalobos, Torres y Madrigal (1999), Flores, Hoffmaister, Madrigal y Villalobos (2000), Castrillo, Mora y Torres (2008), Durán y Esquivel (2008), Muñoz y Tenorio (2008), Tenorio (2008).

Parte de este proceso, para que resulte efectivo, requiere de una relativa escasez de fondos líquidos, de forma que los cambios en el costo marginal de la liquidez inducidos por el banco central mediante su Tasa de Política Monetaria, se transmitan hacia el resto de la economía con relativa rapidez y preferiblemente de forma proporcional en las tasas de interés del mercado, empezando por las de corto plazo.

Estas mejores correas de transmisión no funcionan todavía con la rapidez que sería deseable. El Gráfico 2.2 muestra la evolución de la Tasa Básica Pasiva y de la TPM.⁵

El período seleccionado considera la información disponible en el banco central para la Tasa de Política Monetaria y se compara con la Tasa Básica Pasiva. Se observa que tanto al inicio del período como al final de la primera definición de la TPM, así como al inicio de la nueva definición y en los últimos meses, el plazo que toma la Tasa Básica Pasiva para responder a los cambios en la TPM es de varios meses.



Nota: A partir del 26/5/08 cambia la definición de la TPM a la tasa para préstamos del BCCR a un día en el mercado de liquidez.

FUENTE. Elaboración propia con base en datos del BCCR.

5. Aunque la Tasa de Política Monetaria cambió a fines de mayo del 2008, donde está la línea que divide el gráfico 2.2, para los efectos que se desean ilustrar ese cambio no quita la validez del comentario sobre el mecanismo de transmisión.

La debilidad del mecanismo de transmisión basado en las tasas de interés en el mercado financiero costarricense se reconoce y está bien explicado en el Informe de Inflación de febrero del 2006 (pp. 35 y subsiguientes). Ahí se describen algunas de las acciones que entonces se proponían para mejorar las respuestas de la economía a los impulsos de la política monetaria a través de las tasas de interés. Un análisis más detallado sobre esa relación y la debilidad mencionada se encuentra en Durán y Esquivel (2008), donde también se observa alguna mejora luego de la introducción del régimen de bandas cambiarias, en octubre del 2006.

Conviene en este punto hacer una clara diferenciación de las distintas tasas de interés en el mercado financiero. La Tasa de Política Monetaria, como ya se indicó, es el pivote que establece el banco central para influir con sus operaciones en el mercado de dinero, de modo que las tasas observadas en ese mercado se acerquen a la “deseada” por el banco central. De esa forma, la Tasa de Política Monetaria como costo marginal de la liquidez en el mercado interbancario de dinero, es un instrumento que indica la postura de política monetaria, lo cual a su vez tiene impacto sobre la formación de expectativas inflacionarias por parte de los agentes económicos.

Además para estos propósitos resultan relevantes las tasas de interés en los mercados de dinero, que son normalmente mecanismos de interacción de los bancos y otras entidades financieras al negociar el uso de la liquidez, es decir, realizar transacciones de crédito de muy corto plazo (de un día –“*overnight*” – o de pocos días).

A diferencia de la TPM y de las tasas de corto plazo, la Tasa Básica Pasiva existente en Costa Rica es un promedio ponderado que calcula el banco central con base en las tasas prevalecientes para operaciones pasivas de alrededor de seis meses (entre cinco y siete meses) que realizan los bancos comerciales, el Ministerio de Hacienda (MH), el propio banco central y otras entidades financieras. Debe ser claro que el banco central *no fija* la Tasa Básica Pasiva, sólo la calcula con base en la metodología establecida por él mismo.

Por otro lado, las correas de transmisión implican que en condiciones normales los cambios en las tasas de muy corto plazo incidan en la estructura de tasas de interés a todos los plazos, incluida naturalmente la Tasa Básica Pasiva. No obstante, ante la presencia sistémica de excesos de liquidez, es

de esperar que la correspondencia entre la TPM y el resto de las tasas de interés sea relativamente débil.

El propósito de perfeccionar esas correas de transmisión desde la tasa de interés “instrumento” hacia las observadas en el mercado ha llevado al Banco Central en Costa Rica a mejorar el modelaje de su Tasa de Política Monetaria, como ya se dijo, y a promover condiciones que permitan un buen funcionamiento del mercado de corto plazo o monetario.

Como parte de ese proceso, el banco central sustituyó en setiembre del 2007 su esquema de captación de fondos principalmente de los bancos por medio del llamado Sistema de Inversiones de Corto Plazo, por el mecanismo de Central Directo, un esquema de captación de fondos que funciona como un servicio más del SINPE (Sistema Nacional de Pagos Electrónicos), desarrollado por el BCCR. El nuevo mecanismo tiene un ámbito más amplio, pues permite el ahorro en instrumentos de deuda del banco central por parte de personas físicas y jurídicas, por medio electrónico e incluye desde la creación del depósitos por unas cuantas horas (“*overnight*” ó DON), hasta la constitución de depósitos a un plazo máximo de 1.800 días, a los cuales se denomina DEPs (Depósitos Electrónicos a Plazo).

Posteriormente, en agosto del 2009 el banco central puso en funcionamiento el Mercado Integrado de Liquidez (MIL), como el mercado objetivo para el control de la liquidez. Se trata de otro servicio ligado al SINPE, en donde participan las entidades supervisadas por las diferentes Superintendencias del sistema financiero, realizando transacciones entre ellas y con el banco central.

Esta nueva facilidad de mercado de dinero ha suplantado al Mercado Interbancario de Dinero (MIB), donde se negociaban instrumentos de liquidez entre los bancos comerciales y con el banco central, por medio de la plataforma electrónica de la Bolsa Nacional de Valores. A la vez, funciona el Mercado de Dinero (MEDI), donde operan los puestos de bolsa por su propia cuenta o por cuenta de sus clientes.

El banco central ha venido refinando desde el 2004 el concepto de Tasa de Política Monetaria, aplicado a lo largo de estos años de diferente manera, dependiente de las facilidades de participación del banco central en el mercado financiero, hasta llegar a la definición actual, en donde la TPM se

refiere a la tasa para operaciones crediticias a un día plazo del banco central con los bancos y otras entidades reguladas. La meta del banco central sería la de llegar a utilizar la TPM fundamentalmente como una tasa de referencia, que indica al sistema financiero la postura de la política monetaria: restrictiva, expansionista o relativamente neutral.

La evolución de estas decisiones del banco central, al menos hasta el 2008, se explica en Tenorio (2008) y las más recientes se incluyen en los informes de inflación del 2009.

2.3 DÓNDE ESTAMOS

El banco central ha venido avanzando desde hace varios años en todos los aspectos necesarios para entrar plenamente a un esquema de metas de inflación. Se trata de diferentes acciones que, por su propia naturaleza, requieren un tiempo relativamente largo para madurar. En esta sección se discutirá el camino recorrido y el punto en el cual estamos.

2.3.1 Análisis sistemático del fenómeno inflacionario

Desde los primeros análisis sistemáticos del fenómeno inflacionario hace alrededor de una década, el banco central ha mantenido una labor permanente de investigación sobre el tema. Esto le ha permitido ir mejorando su modelo de proyección de la inflación. Los avances en general se recogen en los informes de inflación, que el banco central elabora y divulga semestralmente desde el año 2001.

Estos análisis periódicos del banco central identifican los diferentes factores que influyen en los resultados de inflación. Algunos se relacionan con la gestión de la política monetaria y posibles excesos de liquidez en la economía. Otros derivan de condiciones internacionales, donde la evolución de los precios del petróleo es crítica. Además, hay referencia a problemas de tipo inercial, que dificultan o hacen más lento el funcionamiento de la política monetaria con miras a bajar la inflación.

De conformidad con el análisis de los componentes del Índice de Precios al Consumidor (IPC), alrededor de un 42 por ciento de las subclases que conforman dicho índice, las cuales suman un 55 por ciento de la ponderación total del IPC, muestran una alta rigidez a la baja en sus precios y una relación estrecha con la inflación de periodos previos y

los salarios, situación que indica la presencia de un importante componente inercial en la fijación de los precios locales. (BCCR, Informe de Inflación, noviembre 2009, p. 9).

Como se desprende de lo anterior, la presencia de factores inerciales constituye un reto importante para la política monetaria, pues obliga a la identificación de las conductas que los sustentan y la forma de atacarlas. Esto entraría dentro del análisis de las expectativas de inflación, cuya moderación es importante pero difícil de moldear para la política monetaria.

A juzgar por su tratamiento en los informes de inflación, el fenómeno de la inercia inflacionaria, en particular el derivado de reglas poco flexibles para determinar algunos precios y tarifas con base en la inflación pasada y en las decisiones salariales, parece tomarse como un dato, sobre el cual la política monetaria tendría poco que hacer (véase BCCR, Informe de Inflación, noviembre 2009, p. 21).

El otro reto importante para el banco central es definir su actuación en condiciones de “*shocks*” externos que afectan la inflación. ¿Debe hacerse más restrictiva la política monetaria, a sabiendas de que tendría impacto negativo sobre la actividad económica, adicional al que provoca el “*shock*” externo? O, por el contrario, ¿debe el banco central dejar que ese efecto desde afuera se asimile en la economía y se desvanezca de forma igual a su origen? Sobre este tema se volverá adelante.

2.3.2 Avance hacia tipos de cambio flexibles

La decisión del Banco Central de Costa Rica adoptada en octubre del 2006, de abandonar el sistema de minidevaluaciones y sustituirlo por un régimen de bandas cambiarias, es apenas el inicio de un camino largo hacia el propósito final, consistente en establecer un esquema de tipo de cambio flotante. La sección anterior describió lo realizado hasta el momento. Pero, a pesar de que el BCCR no ha intervenido en el mercado cambiario en los últimos ocho meses (de agosto del 2009 a marzo del 2010) el proceso todavía no ha alcanzado el objetivo final, esto es, a la determinación del tipo de cambio por la oferta y demanda de divisas en el mercado cambiario, con intervención nula o muy esporádica del banco central y, en consecuencia, con un aumento sustancial de la independencia de la política monetaria.

Hay dudas y críticas sobre diversos aspectos de la incipiente flexibilidad cambiaria en Costa Rica, como prerrequisito macroeconómico para la adopción del esquema de metas de inflación. Una de las críticas ha sido la capacidad de algunos pocos grandes operadores en el mercado para influir unilateralmente en el proceso de fijación del precio, lo cual sustentaría argumentos según los cuales no es posible en un mercado tan pequeño tener un proceso competitivo –y por tanto eficiente– de fijación del tipo de cambio.

Es cierto que una proporción considerable de las transacciones lo realizan tres de los bancos más grandes en el mercado, lo cual sugiere la alta concentración que se argumenta. Esto se ilustra en los Gráficos 2.1.A y 2.2.A contenidos en el Anexo 2.1⁶, tomados de un documento informativo elaborado por el banco central para responder a algunas consultas del autor sobre estos temas.⁷ Allí se refleja que la concentración es mayor en las compras que en las ventas, así como que se ha ido reduciendo gradualmente.

En consideración a esta circunstancia, el banco central ha introducido dos modificaciones durante el período de las bandas cambiarias en busca de mayor competencia en el mercado. De acuerdo con el documento informativo del banco central mencionado en el párrafo anterior, la primera etapa de MONEX con apertura a la participación de terceros diferentes de entidades financieras inició con un cupo para 500 participantes, el 19 de enero del 2009. A setiembre de ese año había 188 usuarios, de los cuales habían operado en el mercado 166.

En una segunda etapa iniciada el 13 de octubre del 2009, se abrió la participación de terceros en MONEX sin límite y sin cargo alguno. Información al 29 de enero del 2010 revela la existencia de 2.739 usuarios de Central Directo, quienes pueden realizar depósitos en colones y hacer negociaciones de divisas. De enero del 2009 a enero del 2010 los participantes no financieros han transado un 9 por ciento del volumen total negociado en

6. Debido a la cantidad de información incluida en estos gráficos, se optó por trasladarlos a un anexo, con el fin de no restringir su tamaño y así mejorar la legibilidad de su contenido.

7. Se agradece la buena disposición del banco central de elaborar un análisis interesante sobre el funcionamiento del mercado MONEX, durante la actual etapa de bandas cambiarias, tomado como base para la información de los párrafos subsiguientes.

MONEX en ese período. Ese dato promedio fue de 15 por ciento en diciembre del 2009 y de 18 por ciento en enero del 2010.

Se puede argumentar que, a pesar de la todavía escasa importancia de los participantes no financieros en MONEX, se aprecia un incremento relativo. Además, podría añadirse que el resultado de la medida tiene efectos no cuantificables, como el de desalentar el uso del poder de mercado por parte de los operadores que lo tienen actualmente, por la amenaza latente de estimular la participación directa de empresas y de personas.

Por ello, es interesante utilizar indicadores sobre el grado de concentración en el mercado cambiario. El banco central calcula para tal fin el Índice de Herfindhal para medir el grado de competencia en este caso en el mercado de “ventanilla”. El resultado corresponde al de *“una industria oligopólica moderadamente concentrada, sin llegar a niveles de alta concentración de mercado (usualmente asociados a índices superiores a 1.800)”*. El Gráfico 2.3.A con la evolución del citado índice se incluye en el Anexo 2.1 de este ensayo.

Una forma alternativa de analizar la relevancia de la apertura del mercado cambiario sería evaluar la evolución del margen entre los tipos de compra y venta. En última instancia, la reducción de ese margen es el objetivo principal de mejorar la competitividad en cualquier mercado. Este análisis realizado por el banco central en el documento informativo mencionado en la página anterior, utiliza datos segmentados en dos períodos desde inicios del 2009. Al efecto se incluyen los Gráficos 2.4.A y 2.5.A en el Anexo 2.1.

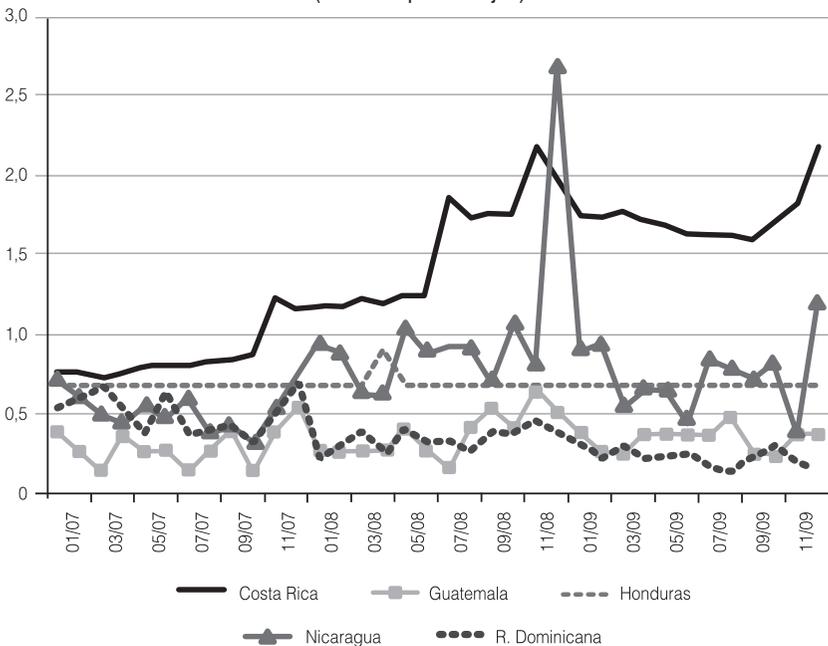
El Gráfico 2.4.A muestra cómo, en una primera etapa entre enero y principios de setiembre del 2009, el margen cambiario obtenido a partir de los tipos de cambio de referencia tiene una tendencia descendente, con volatilidad. Esa tendencia se revierte a partir de setiembre y hasta la última fecha que se incluye (datos al 19 de enero del 2010), explicada por la mayor volatilidad del tipo de cambio que se discute en la sección siguiente, lo cual aumenta la incertidumbre y, por lo tanto, induce a los intermediarios a protegerse mediante un margen cambiario superior.

El Gráfico 2.6.A, también incluido en el Anexo 2.1, muestra que independientemente de las tendencias señaladas, el margen cambiario efectivo es inferior entre $\text{¢}2$ y $\text{¢}2,50$ al margen obtenido de las tasas de referencia.

Como las tasas de referencia se obtienen a partir de los tipos de cambio anunciados en ventanilla por los intermediarios en el mercado cambiario, no necesariamente representan las cotizaciones a las cuales se realicen todas las transacciones en moneda extranjera. Así, el margen cambiario efectivo reconoce que ciertos clientes (particularmente grandes) pueden obtener los US dólares a un precio inferior al “de ventanilla” y pueden venderlos a los bancos a un precio superior al “de ventanilla”. De ese modo, el margen cambiario efectivamente cobrado por los bancos sale de comparar la cantidad de colones pagados por las divisas compradas con la cantidad de colones recibidos por las divisas vendidas.

Cuando se le compara con otros países, la contrastación no es favorable para el funcionamiento del mercado cambiario en Costa Rica, como se observa en el Gráfico 2.3.

GRÁFICO 2.3
MARGEN DE INTERMEDIACIÓN CAMBIARIA EN PAÍSES SELECCIONADOS,
ENERO 2007 - DICIEMBRE 2009
(cifras en porcentajes)



FUENTE. Elaboración propia con base en datos del CMCA.

Con datos obtenidos de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano se observa un margen cambiario (porcentual) superior en Costa Rica al prevaleciente en los otros países de Centroamérica y República Dominicana.

Otra de las críticas que se hace a la forma en que se ha administrado el esquema de bandas cambiarias es la ausencia de claridad en las reglas de juego relacionadas con la gestión de las transacciones del sector público, las cuales deben hacerse por medio del banco central, de acuerdo con la reglamentación del régimen cambiario. La crítica fundamental es que en algunas ocasiones esas transacciones se han cursado por medio del mercado electrónico de divisas MONEX, mientras en otras se cubren directamente de las reservas internacionales del banco central. Así, en el primer caso influyen en la cotización del US dólar, mientras en el segundo no.

Ciertamente existió un período en el que el BCCR realizó intervenciones en el interior de la banda, con el propósito de reducir la volatilidad del tipo de cambio. Dicho período fue entre el 8 de mayo y el 15 de julio del 2008. Posteriormente a finales de noviembre del 2008 hizo otra intervención “intra banda”.

En opinión del autor, el banco central es consciente de que este tipo de intervención inhibe la consolidación del régimen de banda cambiaria, por lo cual desde diciembre del 2008 dejó de realizar transacciones “intra banda” y ha limitado su participación respecto al sector público a funcionar como agente y ejecutar sus transacciones por medio de MONEX. Esto incluye estimular una programación adecuada de la demanda neta de moneda extranjera, que evite poner excesiva presión sobre el mercado en determinados momentos, dada la magnitud de algunas de sus transacciones. Tal es el caso particularmente de RECOPE, por los altos montos para cubrir cada embarque de combustibles.⁸

Sin embargo, la acción del banco central para programar adecuadamente las demandas de US dólares del sector público es meramente de persuasión. Una vez que las entidades envían al banco central su calendario de compras, éste se limita a ejecutar las órdenes. Mayor transparencia en este

8. Estos conceptos se derivan de una larga conversación con el Presidente del Banco Central de Costa Rica, Dr. Francisco de Paula Gutiérrez, cuya buena disposición para contribuir a aclarar nuestras dudas agradece el autor.

aspecto podría lograrse si el banco central divulga este mecanismo de funcionamiento y se compromete públicamente a mantenerlo.

2.3.3 Volatilidad creciente del tipo de cambio

Parte esencial de esta discusión sobre la estructura del mercado cambiario en Costa Rica es la crítica del alto grado de volatilidad del tipo de cambio. Ésta ha crecido desde la puesta en práctica del sistema de banda cambiaria, pero ha arreciado en el segundo semestre del 2009 y en el 2010.

Un primer comentario al respecto debe aceptar la relación entre mayor flexibilidad cambiaria y mayor volatilidad del tipo de cambio. Esto se ha analizado en forma sistemática principalmente a partir del trabajo de Krugman (1991).

En el caso de Costa Rica esto empieza a ser evidente y más marcado en el segundo semestre del 2009 porque antes las bandas cambiarias tuvieron un período de transición –también estudiado por Krugman (1991) y por gran cantidad de estudios posteriores– donde se asemejaron más al sistema que sustituyeron, las “minidevaluaciones”. Inicialmente y por alrededor de 18 meses, los capitales de corto plazo, atraídos por el arbitraje de tasas de interés y por las expectativas de apreciación cambiaria, mantuvieron el tipo de cambio pegado al piso de la banda y, en consecuencia, deslizándose más o menos al mismo ritmo de ese piso. A partir del segundo trimestre del 2008 se dio un punto de inflexión y el tipo de cambio subió rápidamente hasta pegarse al techo de la banda. Esto ha sido usual en varias otras experiencias, durante la transición hacia la flexibilidad cambiaria.

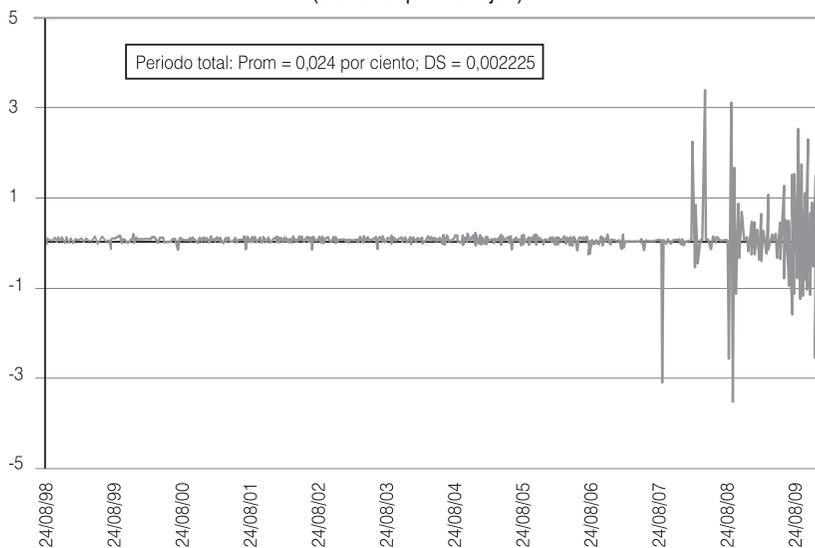
De ese modo, no es sino hasta el segundo semestre del 2009 que el tipo de cambio empieza efectivamente a fluctuar entre las bandas y, por lo tanto, cuando se observa su mayor grado de variabilidad.

Caben al respecto dos preguntas: ¿Es correcto afirmar que hay un aumento sustancial de la volatilidad en el valor externo del colón? ¿Es esa volatilidad fuera de lo normal, exagerada y por lo tanto requiere acciones para reducirla o eliminarla? Las críticas no se han hecho esperar y aún en campaña política algunos candidatos ofrecieron tomar acciones al respecto.

La primera pregunta tiene una respuesta claramente afirmativa. El Gráfico 2.4 ilustra la variación porcentual diaria de la relación colón / US dólar, para un período que va del 24 de agosto de 1998 hasta el 31 de marzo del 2010. Las fechas se escogieron con el propósito principal de poder hacer comparaciones con otras monedas para las cuales se obtuvo información diaria. Como se puede observar con claridad, salvo algunas observaciones aisladas, no es sino hasta el segundo semestre del 2009 que se aprecia un aumento sustancial y persistente de la variabilidad de dicha relación.

Cuando se analizan las desviaciones estándar de esos porcentajes de variación diaria para períodos seleccionados, el aumento de la volatilidad resulta aún más evidente, como lo muestra el Gráfico 2.4.

GRÁFICO 2.4
COSTA RICA: RELACIÓN COLÓN/US DÓLAR, AGOSTO 1998 - MARZO 2010
VARIACIÓN PORCENTUAL DIARIA
(cifras en porcentajes)



Nota: DS es la desviación estándar

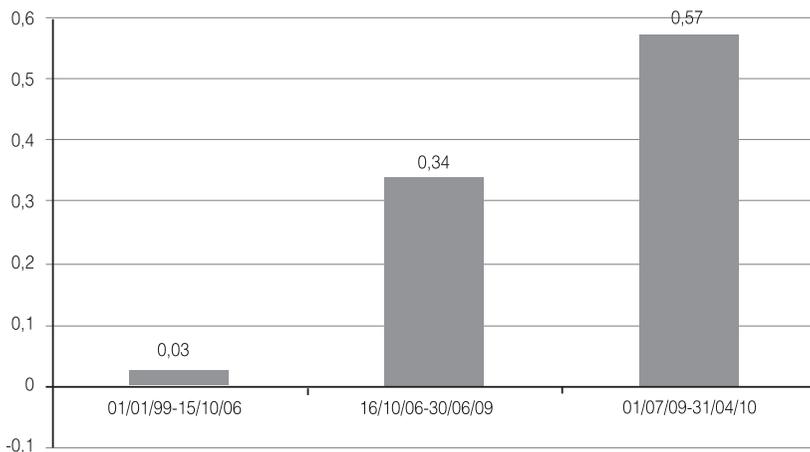
FUENTE. Elaboración propia con base en datos del BCCR.

Como es natural, durante el período de paridad deslizante o “minidevaluaciones” y durante la etapa inicial de la banda cambiaria (cuando el tipo de cambio se comportó de manera similar al sistema previo), la variabilidad del valor externo del colón fue reducida.

Esto es consonante precisamente con una de las características de los sistemas deslizantes, cual es la predictibilidad de los movimientos futuros. Esta situación se ilustra en el Gráfico 2.5, donde resulta evidente la tendencia creciente de la volatilidad. En efecto durante un largo período incluido en el gráfico 2.5, desde enero de 1999 hasta mediados de octubre del 2006, el indicador de volatilidad es muy bajo. Empieza a situarse en un nivel superior con la puesta en vigencia de la banda cambiaria, aunque todavía relativamente moderado. Aumenta de manera sustancial durante la etapa de flotación desde el segundo semestre del 2009.

GRÁFICO 2.5

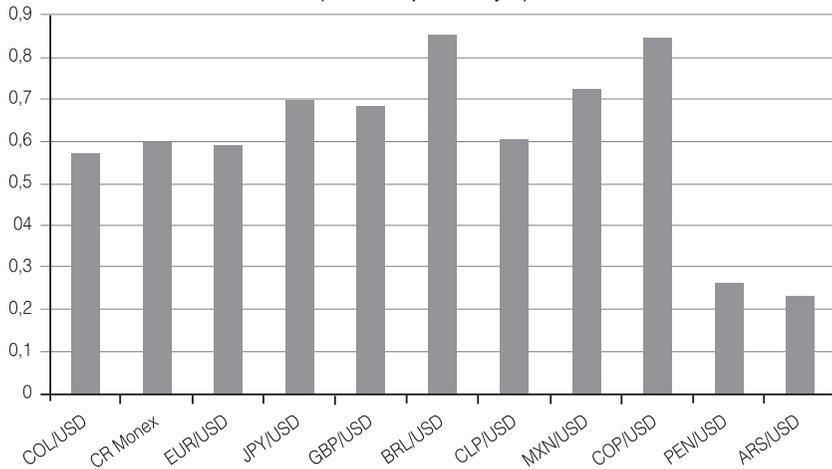
COSTA RICA: VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO, ENERO 1999 - MARZO 2010
DESVIACIÓN ESTÁNDAR DE LA VARIACIÓN PORCENTUAL DIARIA
PERÍODOS SELECCIONADOS
(cifras en porcentajes)



FUENTE. Elaboración propia con base en datos del BCCR.

Un segundo tema sobre cuán anormal resulte esa volatilidad se puede abordar de diferentes maneras, entre ellas comparando las variaciones en el precio de la moneda extranjera con las de otros precios en la economía, o comparando la cotización del colón respecto al US dólar con la de otras monedas. Éste último enfoque es el que se adopta y refleja que la volatilidad del tipo de cambio del colón con respecto al US dólar, aún en el período reciente (de julio del 2009 a fines de marzo del 2010), no supera la de otras monedas, entre ellas las del euro, la libra esterlina y el yen japonés, así como las de algunos países latinoamericanos. Esto se ilustra en el Gráfico 2.6 siguiente.

GRÁFICO 2.6
VOLATILIDAD DE TIPOS DE CAMBIO SELECCIONADOS,
JULIO 2009 - MARZO 2010
DESVIACIÓN ESTÁNDAR
(cifras en porcentajes)



Nota 1: Corresponde a las monedas de los siguientes países: COL: Costa Rica, CRMonex: Monex Costa Rica, EUR: Unión Europea, JPY: Japón, GBP: Gran Bretaña, BRL: Brasil, CLP: Chile, MXN: México, COP: Colombia, PEN: Perú, ARS: Argentina

Nota 2: Sólo los datos de Costa Rica están al 31 de marzo del 2010. Los demás están al 18 de enero del 2010.

FUENTE. Elaboración propia con base en datos del BCCR y de The Pacific Exchange Rate Service.

Como se puede observar en los Gráficos 2.4, 2.5 y 2.6, hay un claro incremento en la volatilidad de la relación colón / US dólar, pero es francamente normal cuando se le compara con otras monedas. De ahí que las críticas se derivan principalmente de la reacción ante una variabilidad a la que la población no ha estado acostumbrada, pero que es consustancial con el funcionamiento de este tipo de mercados.

La observación anterior debe desprenderse de cargas valorativas a priori. En particular, no pretende concluir que el comportamiento observado en los últimos tres trimestres sea irrelevante. El cambio en la forma de determinar el precio –tipo de cambio– en este mercado es sustancial y, sin duda, tiene implicaciones relevantes para los diferentes agentes económicos. Esto resulta aún más complicado por la ausencia de un mercado de coberturas cambiarias en el país, que permita a los agentes económicos protegerse de la volatilidad.

El proceso de creación de un mercado cambiario donde las fuerzas de oferta y demanda determinen el tipo de cambio es gradual y obliga a un período de aprendizaje, que puede ser largo, aún más de lo que ya lo ha sido.

El Anexo 2.2 incluye paneles comparativos de los tipos de cambio y de sus volatilidades, para diferentes períodos, que terminan de ilustrar lo argumentado.

2.3.4 Las tasas de interés: Instrumento central de la política monetaria

En estos momentos el banco central procura consolidar la tasa de interés de política monetaria como el instrumento principal de política, así como mejorar el mecanismo de transmisión de sus efectos sobre las disponibilidades y costo de la liquidez, sobre la influencia sobre las decisiones de ahorro y gasto de los agentes económicos y sobre las expectativas de inflación.

Los avances en este campo se describieron en la sección anterior. Es poco lo que puede observarse todavía en cuanto al mejoramiento del mecanismo de transmisión de la tasa de interés, porque el progreso en este terreno está estrechamente ligado a otros componentes importantes del proceso hacia metas de inflación.

Revisando de nuevo las tareas en esta área específica mencionadas por el banco central hace cuatro años, en el Informe de Inflación de febrero del 2006, la actividad creciente del banco central en el mercado “overnight” y, en general, en el segmento más líquido del mercado monetario, es una señal clara de hacia dónde va su énfasis.

Ahora bien, lo usual en el mercado de dinero de Costa Rica ha sido un exceso de liquidez, porque la acción del banco central no ha resultado suficiente para esterilizar la importante expansión monetaria creada por sus pérdidas y por sus operaciones cambiarias. En esas circunstancias, no es posible esperar mucha influencia de la Tasa de Política Monetaria, ni tampoco mucha efectividad de la banca central en el control de la inflación.

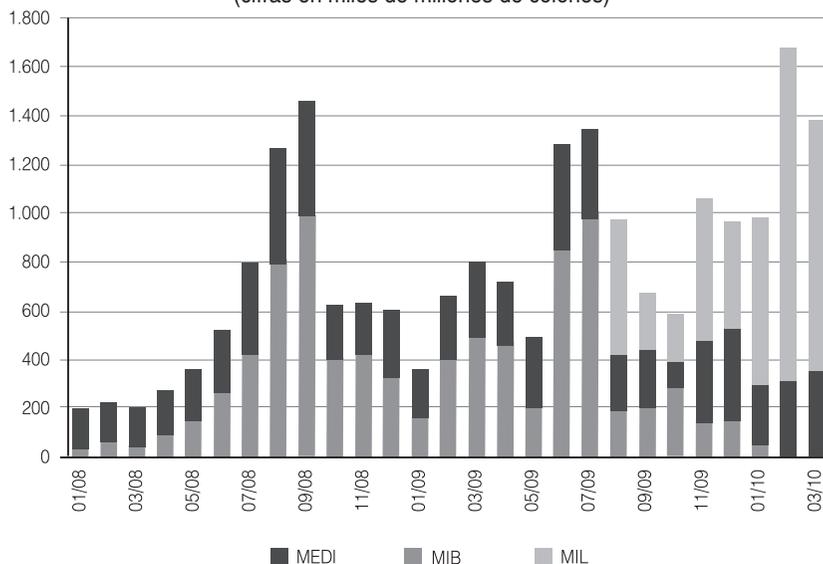
Con la aparición del MIL (servicio de la plataforma SINPE del banco central) en agosto del 2009, como alternativa del MIB (servicio de la Bolsa Nacional de Valores), se exacerbó en un inicio la fragmentación del mercado de dinero. Esto pareció entonces inadecuado, pues el avance lógico era

hacia la unificación del mercado de liquidez. Desde luego, dicho mercado debe girar alrededor del banco, pues en cualquier país es la única entidad financiera con capacidad permanente para intervenir allí, por no estar afecto a restricciones de liquidez.

Esta observación no necesariamente descalifica lo actuado por el banco central. A veces para construir es necesario primero destruir, o para avanzar es necesario echar unos pasos atrás para tomar impulso. Si hay derechos legales e imposibilidad para llegar a acuerdos, podría justificarse un proceso de retroceso y avance para alcanzar el propósito buscado.

Esta habría sido la idea previendo que el Mercado Integrado de Liquidez adquiriera preponderancia en relativo corto plazo, como en efecto ha ocurrido. En los meses de febrero y marzo del 2010 se observó una mayor integración de los mercados de liquidez en el MIL, incluida la participación de entidades no bancarias, que no estaba permitida en el MIB. Por el contrario, este último mostró negociación en colones y en US dólares casi nula.

GRÁFICO 2.7
COSTA RICA: MERCADOS DE DINERO EN COLONES
(MONTOS NEGOCIADOS), ENERO 2008 - MARZO 2010
(cifras en miles de millones de colones)



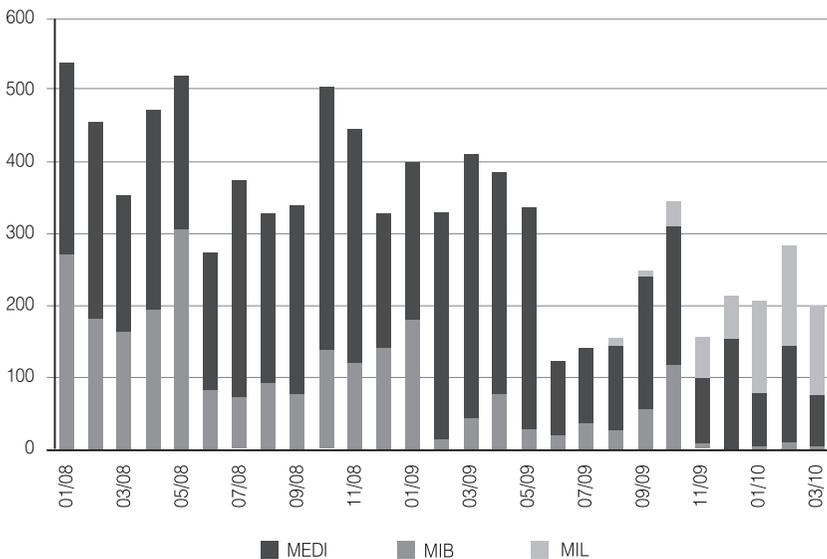
Nota: MIB es el Mercado Interbancario de Dinero, el MEDI es el Mercado de Dinero (puestos de bolsa) y el MIL es el Mercado Integrado de Liquidez

FUENTE: BCCR.

Este nuevo mercado es de muy reciente creación, en contraste con el Mercado Interbancario. Lo que se observa en los primeros ocho meses de funcionamiento (Gráficos 2.7 y 2.8), es el traslado al MIL de la totalidad de las negociaciones en colones que antes se realizaban en el MIB, conforme lo perseguía el banco central.

Las negociaciones en US dólares han seguido un patrón similar, según lo revela el Gráfico 2.8. En ambos casos –colones y US dólares– la integración ha ocurrido en el mercado bancario, no así en el mercado de dinero en el cual negocian los puestos de bolsa.

GRÁFICO 2.8
COSTA RICA: MERCADOS DE DINERO EN US DÓLARES
(MONTOS NEGOCIADOS), ENERO 2008 - MARZO 2010
(cifras en miles de millones de colones)



Nota: Ver nota del Gráfico 2.7.

FUENTE: BCCR.

2.3.5 Las pérdidas del banco central

El añejo tema de las pérdidas o déficit cuasifiscal del Banco Central de Costa Rica ha sido tratado profusamente, desde las primeras explicaciones contenidas en Eduardo Lizano (1987), pasando por Delgado (2000), Madrigal y

Muñoz (2004) y referencias frecuentes en los informes de inflación periódicos. Ha sido además objeto de diversos planes para moderar sus efectos con apoyo fiscal. Aquí no profundizaremos al respecto. Nos bastará con plantear la forma en la cual ha evolucionado la magnitud de este problema y por qué se le califica como tal.

En la Sección 2.2 anterior se mencionaron las pérdidas cuasifiscales como un limitante de la autonomía o independencia de la política monetaria. En efecto, si suponemos un déficit del banco central equivalente a 1 por ciento del PIB, con las magnitudes de hoy, el banco central debe expandir la cantidad de dinero en el equivalente a US 320 millones de dólares anuales, lo cual conduce a un aumento de la base monetaria de 12 por ciento, sólo por ese concepto. Como la brecha entre ingresos y gastos (asociada directamente a los ingresos y gastos financieros) la cubre el banco central en primera instancia con emisión monetaria, las pérdidas tienen un efecto directo en la cantidad de dinero en la economía.

Ciertamente el banco central no se queda cruzado de brazos año con año ante ese problema. Parte de la expansión monetaria provocada por las pérdidas se convierte en inflación hoy y parte se esteriliza con mayor endeudamiento del banco central. De ese modo, no afecta la inflación hoy pero implica un costo financiero que se adiciona a las pérdidas futuras y se convierte en presión inflacionaria.⁹ Hasta aquí esta breve introducción al tema, que puede complementarse con la bibliografía antes citada.

Las pérdidas del banco central se han venido reduciendo gradualmente, en parte por apoyos específicos (como aportes del Presupuesto Nacional y disminución de cargas con la renegociación de la deuda externa de Costa Rica a fines de los años 1980) y en parte por la estrategia seguida al no financiarlas en su totalidad y permitir que una parte se refleje en inflación superior a la internacional.

De ese modo, el tamaño del problema tiene una tendencia a la reducción gradual, aunque muy lenta. Pasados 25 años desde que se empezó a hablar de este tema, sin soluciones radicales, el balance de situación del banco central muestra hoy un saldo favorable de más activos con rentabilidad que

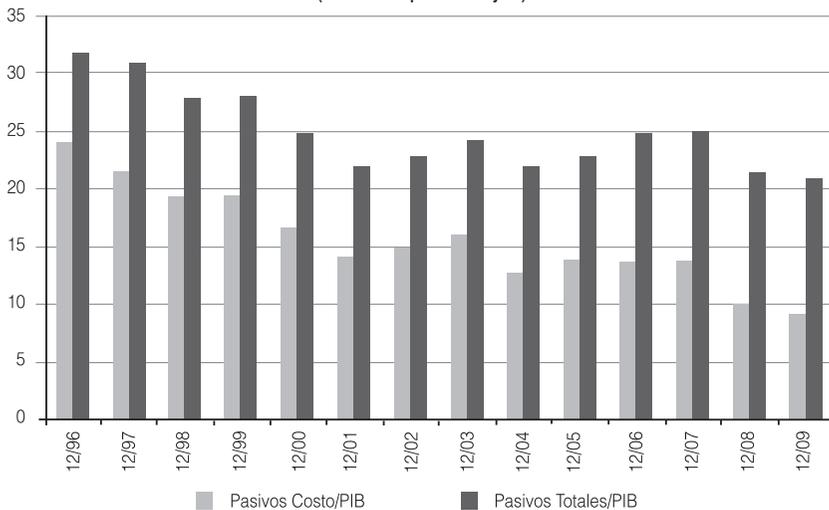
9. Hay dificultades metodológicas para determinar cuánto de la expansión monetaria del banco central se absorbe vía inflación y cuánto vía mayor endeudamiento.

pasivos con costo, pero con una relación muy desfavorable entre las tasas de interés de unos y otros.

La evolución de todos estos elementos es importante para conocer lo que ha venido ocurriendo al respecto. El banco central ha presentado información de este tipo en los años recientes, en forma sistemática y en conexión con diferentes propuestas para su capitalización, las cuales están actualizadas en las cifras que se presentan de seguido.

Los pasivos con costo han continuado disminuyendo en relación con el PIB, como lo revela el Gráfico 2.9. Luego de representar 24 por ciento del PIB en 1996, ese porcentaje bajó a 9 por ciento en el año 2009. La disminución de quince puntos porcentuales es bastante mayor que la baja en la relación de los pasivos totales al PIB, lo cual refleja el efecto de mantener el encaje mínimo legal en el máximo permitido sin restricción particular por las disposiciones legales, de 15 por ciento tanto para depósitos en moneda local como extranjera.

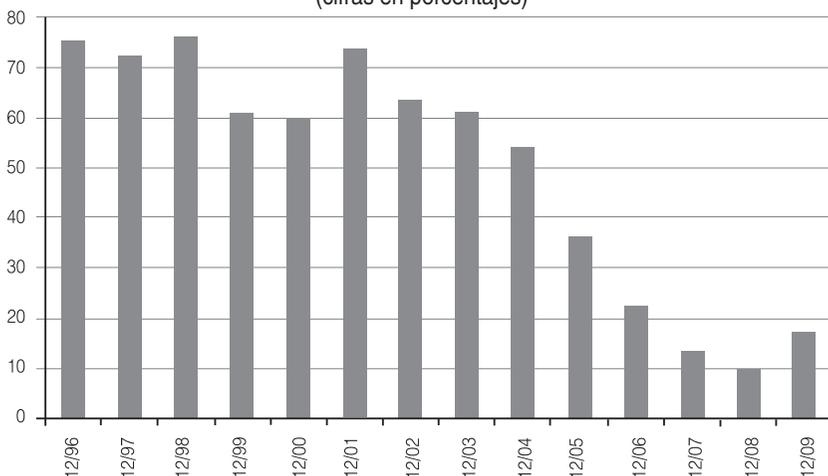
GRÁFICO 2.9
COSTA RICA: BCCR (SALDO DE PASIVOS CON COSTO RESPECTO AL PIB),
1996 - 2009
(cifras en porcentajes)



FUENTE: BCCR.

Pero además el componente de esos pasivos expresado en moneda extranjera también baja sustancialmente en el tiempo. Así lo ilustra el Gráfico 2.10, con una dramática reducción desde 75 por ciento del PIB en 1996 a un promedio de 13 por ciento en los últimos tres años.

GRÁFICO 2.10
COSTA RICA: BCCR (RELACIÓN DE PASIVOS CON COSTO EN US DÓLARES
RESPECTO AL TOTAL DE PASIVOS CON COSTO), 1996 - 2009
(cifras en porcentajes)



FUENTE: BCCR.

El proceso de financiar parte de las pérdidas del banco central con el uso de instrumentos de absorción monetaria con costo para el banco central, ha implicado simultáneamente una sustitución parcial de deuda externa por interna en los balances del banco.

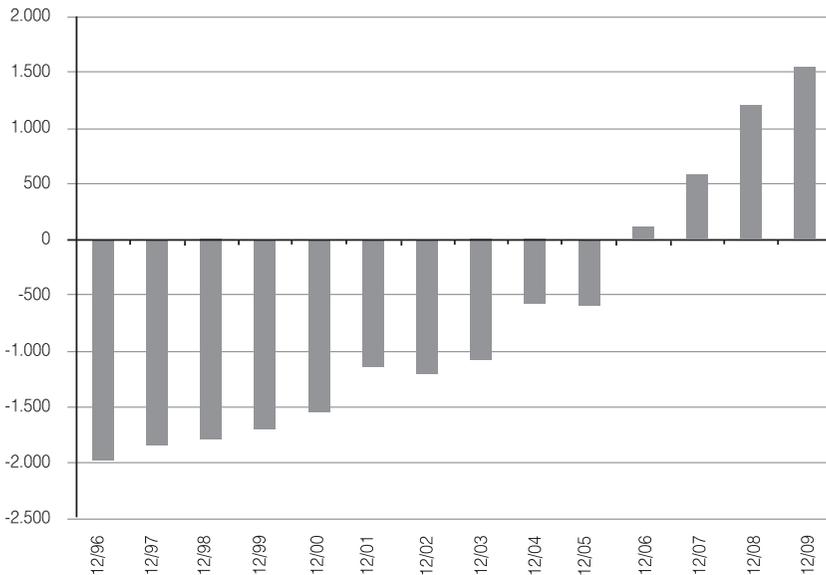
Este cambio en la composición de los pasivos con costo es importante, porque permite que sea más efectiva la estrategia de reducir gradualmente el problema de pérdidas aceptando un nivel de inflación moderado. En efecto, con proporciones altas de endeudamiento en moneda extranjera dentro de los pasivos con costo del banco, ese nivel moderado de inflación se transfiere en forma muy directa al tipo de cambio y, en consecuencia, tiende a perpetuar el saldo y el monto del servicio de esa deuda externa, expresados ambos en moneda nacional.

La reforma del régimen cambiario de octubre del 2006 y el efecto consiguiente de ingresos de capital de corto plazo por montos importantes, así

como la estrategia de esterilización parcial seguida por el banco central en ese período, condujo a un reforzamiento del nivel de reservas monetarias del banco central. En conjunción con la baja en los pasivos con costo en moneda extranjera, ambos elementos han mejorado sustancialmente la posición patrimonial.

El Gráfico 2.11 muestra cómo, a partir del 2006, la posición neta externa¹⁰ del banco central empieza a ser positiva, por primera vez en los últimos treinta años. Esa posición alcanza un nivel sustancial a fines del 2009, superior a US 1.500 millones de dólares, el cual es muy cercano al promedio del saldo de reservas internacionales netas durante el período 2000-2005.

GRÁFICO 2.11
COSTA RICA: BCCR (RIN INCLUIDO FLAR MENOS PASIVOS CON COSTO),
1996-2009
(cifras en millones de US dólares)



Nota: RIN se refiere a Reservas Internacionales Netas.
FLAR es el Fondo Latinoamericano de Reservas.

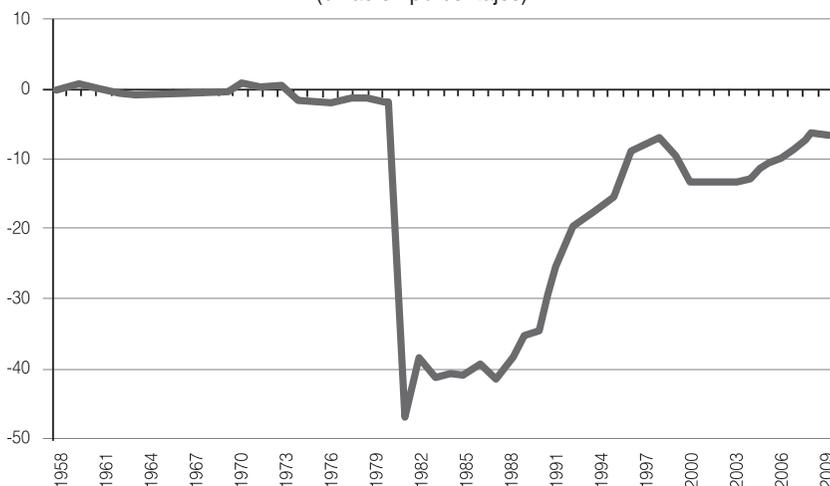
FUENTE: BCCR.

10. La posición neta externa se refiere a la diferencia entre los activos totales y los pasivos totales en moneda extranjera. Por su parte, las reservas internacionales netas están constituidas por los activos brutos en moneda extranjera, menos las obligaciones de corto plazo y los aportes al Fondo Monetario Internacional.

Por último, todos estos elementos terminan reflejándose en la evolución de la posición patrimonial del banco central. El Gráfico 2.12, mostrado por el Presidente del banco central en diversas ocasiones en los años recientes y actualizado al año 2009, refleja un proceso importante de reducción del patrimonio negativo del banco central.

De la lectura del Gráfico 2.12 se observa una tendencia histórica de patrimonio negativo aún en los primeros años del banco central y hasta antes de la explosión de la crisis financiera de 1980-1982.

GRÁFICO 2.12
COSTA RICA: BCCR (RELACIÓN PATRIMONIO/PIB), 1958-2006
(cifras en porcentajes)



FUENTE: BCCR.

Pero es notorio el salto registrado en 1981, cuando el banco asumió obligaciones sin contrapartida alguna en el activo, por garantizar la venta de moneda extranjera a tipos de cambio inferiores a los prevalecientes en el régimen de tipos de cambio múltiples de la época, para lo cual inclusive contrajo deuda externa por un monto sustancial. También influyó el haber extendido garantías cambiarias a la banca comercial en años previos, por la canalización de créditos externos de organismos multilaterales para el financiamiento de proyectos de desarrollo. Con el descalabro del tipo de cambio, la desproporcionada pérdida se materializó.

La mejora patrimonial inicia a partir de 1988 y se acentúa con ocasión de los apoyos externos, particularmente los efectos de la renegociación de la deuda externa registrados en los balances del banco central en 1990 y los años donde ha habido traslados de fondos del Presupuesto Nacional.

También se puede anticipar del gráfico 2.12 una mejora en los años donde la inflación es más elevada, como 1990, 1991 y 1996, como parte del efecto positivo ya mencionado que tiene el crecimiento de los precios sobre la situación patrimonial del banco.

En los años recientes, ocasionalmente las finanzas del banco central se han favorecido por un buen saldo de reservas monetarias internacionales y tasas de interés externas relativamente atractivas (particularmente en el 2007 y parte del 2008), que reducen en forma sustancial el tamaño de las pérdidas. En efecto, en ambos años fueron equivalentes a 0,7 por ciento y 0,2 por ciento del PIB, respectivamente.

De la misma manera, en el resultado particularmente positivo del año 2008 influyó una importante ganancia cambiaria. Dentro del nuevo esquema de bandas cambiarias, el banco central llegó a acumular reservas internacionales en cantidades importantes hasta el primer trimestre del 2008, adquiridas durante el proceso de reducción del tipo de cambio, que a partir del trimestre siguiente vendió a precios más altos para proteger el límite superior de la banda, cuando ocurrió la inflexión del tipo de cambio.

En la actualidad continúa el proceso muy lento de reducción secular del déficit cuasifiscal, con propuestas legislativas de capitalización del banco central que se mantienen en estudio.

2.4 HACIA DÓNDE VAMOS: LOS RETOS

Es importante comenzar por señalar lo obvio, a saber, que el bebé no debe ser tirado con el agua de la bañera. La mayoría de los elementos del consenso pre crisis, incluidas las principales conclusiones de la teoría macroeconómica, se mantienen.

Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro, Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note 10/03, Febrero del 2010.

La crisis financiera de 2008-2009 que condujo a la recesión global más severa desde la Gran Depresión de los años 1930, ha traído consigo un fuerte

remezón en el pensamiento y la discusión sobre el estado actual de conocimiento respecto a la conducción de la política macroeconómica.

Particularmente sugestivo resulta el análisis de Blanchard *et al.* (2010), en cuanto los autores realizan una minuciosa disección del paradigma sobre política económica comúnmente aceptado antes de la crisis, un análisis de las lecciones derivadas de dicha crisis¹¹ y un intento de iniciar la discusión sobre los nuevos rumbos que debería tomar la política macroeconómica en el futuro.

Es importante destacar que, de acuerdo con Blanchard *et al.*, debe continuarse rescatando los aspectos fundamentales que no se modifican, en los cuales se mantienen consensos debidamente consolidados y derivados de la teoría macroeconómica:

- La estabilidad de la producción y de la inflación continúan como las metas últimas de la política macroeconómica de corto plazo.
- La hipótesis de la tasa natural de desempleo se mantiene, al menos respecto a alguna aproximación aceptable.
- De ese modo, los formuladores de política económica no deberían suponer la existencia de una elección entre inflación y desempleo en el largo plazo.
- La estabilidad de la inflación alrededor de una tasa anual moderada (como sería el 3 por ciento) debe permanecer como una de las metas primarias de la política monetaria.
- La sostenibilidad fiscal es esencial, no sólo en el largo plazo, sino por su influencia en las expectativas en el corto plazo.

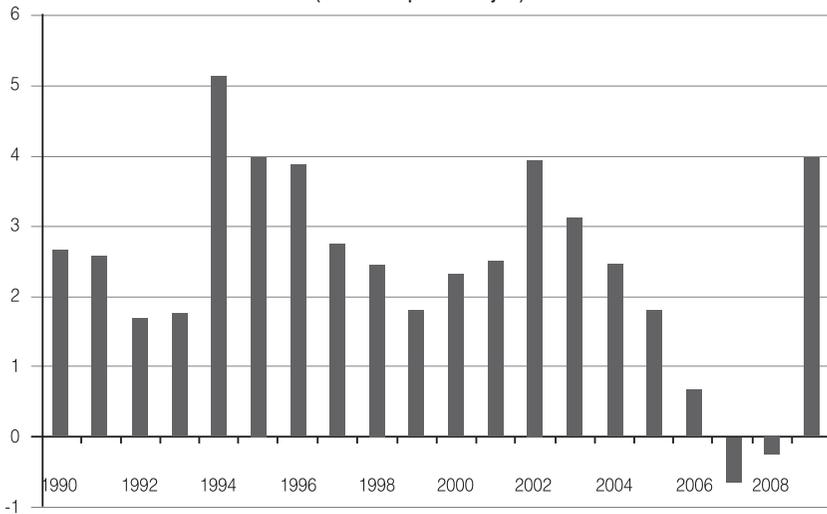
De las reflexiones de Blanchard *et al.* se derivan algunos aspectos interesantes, aunque varios quizá de mayor relevancia y novedad para las economías industrializadas que para muchas economías emergentes. Uno de ellos es que quizá las recomendaciones de política monetaria han exagerado en propiciar tasas de inflación estables a un nivel relativamente bajo de alrededor del 2 por ciento anual, con lo cual aumenta el riesgo del piso

11. Este es uno entre diversos otros análisis sobre lecciones de la reciente crisis que resultan menos globales y, por ello, menos llamativos para los propósitos de este ensayo, varios de los cuales se pueden encontrar en la página web del Fondo Monetario Internacional: www.imf.org.

de cero tasa de interés nominal cuando se deben enfrentar “*shocks*” de gran magnitud.

Un segundo aspecto de interés es la relevancia de contar con la política fiscal como una herramienta flexible con orientación anticíclica. La reciente crisis global demostró que esto es poco usual en la mayoría de los países, tanto desarrollados como en desarrollo. En el episodio reciente Costa Rica fue quizá una de las pocas excepciones a la regla, pues la crisis global nos tomó con un proceso gradual de reducción del déficit fiscal que terminó en superávit en 2007 y 2008 (Gráfico 2.13). Sería reconfortante pensar en que esto fue por virtud y no por casualidad. Sin embargo, la historia fiscal de Costa Rica no da para mucho optimismo.

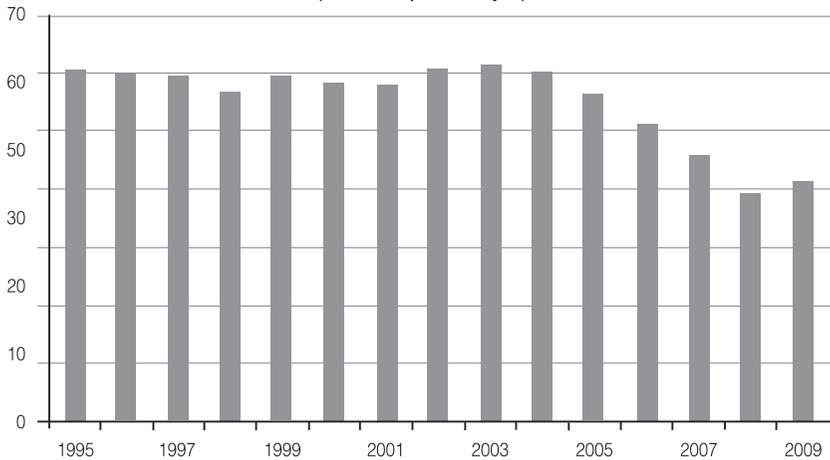
GRÁFICO 2.13
COSTA RICA: DÉFICIT DEL GOBIERNO CENTRAL / PIB, 1990-2009
(cifras en porcentajes)



FUENTE: MH.

Esto repercutió en una sustancial disminución de la relación deuda pública / PIB, con lo cual ha mejorado la sostenibilidad fiscal. Como resultado de las finanzas públicas más sanas, el Gobierno tuvo margen para utilizar política anticíclica en la reciente recesión.

GRÁFICO 2.14
COSTA RICA: RELACIÓN DEUDA PÚBLICA TOTAL / PIB, 1985-2009
(cifras en porcentajes)



FUENTE: MH y BCCR.

El tercer aspecto se relaciona con la calidad y el ámbito de la supervisión del sistema financiero. Es claro ahora que acciones indeseables en el sistema financiero pueden tener, y han tenido, efectos macroeconómicos sustanciales. Entonces la regulación del sistema debe ser comprensiva, esto es, no limitarse a los bancos, y debe abarcar también las consecuencias macroeconómicas del mal funcionamiento del sector.

Regresa al menos a ponerse sobre la mesa de discusión lo establecido a fines de la década anterior por parte del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, en coordinación estrecha con el banco central, y que se trató por Lizano (2003) en el Capítulo I, "La Directriz 015 del Poder Ejecutivo: ¿Una tormenta en un vaso de agua?": el uso de facultades de regulación del sistema financiero por parte de la autoridad supervisora para moderar comportamientos macroeconómicamente peligrosos, que también lo son en el ámbito microeconómico.

Esto implica la conveniencia de discutir si la regulación prudencial del sistema financiero debe tener elementos anticíclicos, relacionados con objetivos macroeconómicos que a la vez ayudan a proteger riesgos microeconómicos de los bancos y otras entidades financieras.

A la vez, llama a la reflexión sobre la conveniencia de que los reguladores del sistema financiero varíen algunas de las regulaciones dependiendo de la posición en el ciclo económico.

Dentro de ello habrían de considerarse las implicaciones macroeconómicas de normas muy deseables en condiciones normales, como la valoración a mercado (*“mark to market”*) de carteras de inversión, pero que se vuelven instrumentos desestabilizadores en condiciones de crisis.

2.4.1 Consolidación del esquema de metas de inflación

En un esquema de política monetaria donde el banco central ha estado altamente comprometido con objetivos adicionales al de controlar la inflación, es imprescindible enfocar más la acción hacia este último propósito, que continúa siendo fundamental para la política monetaria no sólo por su deseabilidad en sí mismo, sino porque ninguna otra política económica tiene capacidad para lograrlo.

No obstante, llegados a este punto la discusión está lejos de terminar. Quizá en algunos aspectos apenas empieza.

Para ir despejando el camino, dejaríamos atrás objetivos como defender un determinado saldo mínimo de reservas monetarias (como medio para defender de manera sistemática un determinado nivel o rango estrecho de tipo de cambio), utilizar crédito del banco central para financiar requerimientos del gobierno y programas de fomento de la banca comercial, entre otros.

Es necesario, a partir de los nuevos desafíos derivados de la reciente crisis económica global, definir una meta cuantitativa para la inflación, que cumpla con los dos propósitos deseables: baja y estable.

Persiste además la discusión sobre el rol de la política monetaria en relación con los ciclos de la actividad económica. Como tema adicional y no menos importante, está también el objetivo de estabilidad del sistema financiero.

El primer tema parece en principio más relevante en los países desarrollados, donde aspirar a tasas de inflación relativamente bajas del 2 por ciento anual o menos no sólo ha sido factible en la época reciente de mucha estabilidad financiera, sino que ha dejado al descubierto el riesgo arriba citado

de tener poco margen en la política monetaria para hacer frente a “shocks” de gran magnitud, debido al límite representado por la tasa de interés nominal de cero.

Esto no parece ser un tema de particular preocupación en las economías en desarrollo, como las centroamericanas. En todo caso, replantear las cifras conduciría a establecer como meta de mediano y largo plazo una tasa de inflación en el rango del 4 al 6 por ciento. En la práctica, esto se asemeja mucho a lo observado en Centroamérica y en varios otros países latinoamericanos en la presente década.

Sobre el rol de la política monetaria respecto a los ciclos de la actividad económica, es posible que algunos criterios consideren esta discusión superada en la teoría macroeconómica. Pero ciertamente no lo está en la práctica de la política monetaria.

En Costa Rica la legislación de la banca central es clara al asignarle como objetivo primordial mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional (Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, N° 7558, Artículo 2). Pero mantiene como objetivo subsidiario, entre otros, el desarrollo ordenado de la actividad económica para promover el pleno empleo de los recursos.

Aún en sistemas que provienen de orientaciones monetarias rígidas, como es el caso del Banco Central Europeo inspirado en el Bundesbank de Alemania, los objetivos incluyen aspectos como empleo y crecimiento no inflacionario, siempre que no vaya en detrimento del objetivo de controlar la inflación.¹²

Es reconocido, además, que el Banco de la Reserva Federal mantiene la dualidad de objetivos de inflación y actividad económica.¹³

12. Referencia tomada del Banco Central Europeo, en <http://www.ecb.int/mopo/intro/objective/html/index.en.html>.

13. El Artículo 2° del Federal Reserve Act dice: “La Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal y el Comité Federal del Mercado Abierto deben mantener el crecimiento a largo plazo de los agregados monetarios y crediticios en concordancia con el crecimiento potencial de largo plazo de la producción, con el fin de promover efectivamente los objetivos de máximo empleo, estabilidad de precios y tasas de interés de largo plazo moderadas.”

Para el caso de Costa Rica conviene hacer referencia a la interesante discusión sobre el tema hecha por Lizano (2007, pp. 23-28), respecto a la forma en que el Banco Central de Costa Rica ha abordado el tema de sus propios objetivos, según las disposiciones legales aplicables y las restricciones existentes por aspectos fuera del control del propio banco.

2.4.1.1 *Metas de inflación estrictas vs. flexibles*

Lars E. O. Svensson,¹⁴ influyente economista sueco y propulsor de las metas de inflación, recientemente ha planteado un punto de vista fresco e interesante que denomina “metas de inflación flexibles” (Svensson, 2008). En contraste con las metas de inflación estrictas cuyo único propósito es estabilizar exclusivamente la inflación, las metas flexibles también tienen el objetivo de estabilizar la economía real. En sus propios términos:

El Riskbank y todos los demás bancos centrales que aplican metas de inflación conducen objetivos flexibles de inflación en lugar de metas estrictas. Las metas de inflación flexibles significan que la política monetaria apunta a estabilizar tanto la inflación alrededor de la meta inflacionaria como la economía real,

Por estabilizar la economía real me refiero a estabilizar la utilización de recursos en torno a un nivel normal, tomando en cuenta que la política monetaria no puede afectar el nivel de utilización de recursos en el largo plazo.”(Svensson 2008, p. 1)

También discute Svensson el rol de un tercer objetivo de la banca central: la estabilidad financiera. Pero sugiere no incluirlo como parte de la función objetivo de la banca central, sino como una restricción a la política monetaria, básicamente bajo el argumento de que la estabilidad financiera se alcanza con instrumentos de regulación y supervisión, que no son propios de la política monetaria.

En la práctica el planteamiento de Svensson es tan atractivo que, en sus propias palabras, hacia allí se han orientado todos los bancos centrales que aplican metas de inflación. Esto implica reconocer las lecciones de la experiencia, según las cuales en el mundo pocas veces han podido abstraerse las autoridades monetarias de objetivos primarios de la política pública, como la evolución de la actividad económica y del empleo.

14. Svensson tiene la doble visión de los temas monetarios a partir de sus trabajos académicos y de investigación como profesor en Princeton University y, desde el año 2007, como Vice Gobernador del Banco Central de Suecia.

Blanchard *et al.* (2010) son menos directos en este tema, pero dicen que “...Lograr inflación estable debe seguir siendo uno de los principales objetivos de la política monetaria” (p. 10), así como que “... Pocos bancos centrales, si existiera alguno, se preocupaban sólo por la inflación. La mayoría aplicaron ‘metas de inflación flexibles’, esto es, volver a una meta de inflación estable no de inmediato sino en un cierto horizonte temporal” (p. 4). Su opinión al respecto resulta particularmente interesante, por el cargo actual de Blanchard como Consejero Económico y Director del influyente Departamento de Investigaciones del Fondo Monetario Internacional.

¿Qué implica esto desde el punto de vista de la conducción de la política monetaria en Costa Rica? Quizá es más adecuado empezar discutiendo qué no implica. Ciertamente el doble objetivo de estabilizar la inflación y la economía real no implica el uso de la política monetaria para acelerar el crecimiento económico en el largo plazo. Esto parece ser un tema adecuadamente definido en la literatura económica, con aceptación muy generalizada.

La política monetaria no puede resolver por sí sola y en el corto plazo el problema del déficit cuasifiscal del Banco Central en Costa Rica, que tradicionalmente ha actuado como obstáculo principal para reducir la inflación crónica observada en los últimos treinta años.¹⁵

Tampoco puede la política monetaria ayudar a resolver los problemas estructurales que limitan el dinamismo de la actividad económica y que impiden crecer de manera sostenida a tasas más altas que las observadas en el largo plazo en Costa Rica.

Este tema está claro en la literatura económica. La política monetaria tiene influencia sobre la economía real en el corto plazo. Y esa influencia es moderada, apenas para ayudar a disminuir la brecha de producción, entendida como la diferencia entre el producto potencial y el producto observado.

El verdadero sentido de la propuesta de Svensson debe entenderse en términos de efectos marginales de la política monetaria para estabilizar los precios y la economía real. Supone la inexistencia de problemas estructurales

15. Este tema parece muy oportuno porque recientemente ha habido una discusión respecto al uso del encaje, como instrumento de política monetaria, para disminuir una inflación que todavía en buena medida depende del problema estructural en cuestión.

que limitan la capacidad de acción del banco central. Entonces implica escoger entre desviaciones *marginales* de la economía real y de la inflación. En ningún caso implicaría dejar que la inflación pase del 10 por ciento anual al 20 por ciento anual para subir el crecimiento económico de 5 por ciento a 7 por ciento, a sabiendas de que no es sostenible en el mediano plazo.

La orientación hacia metas de inflación estrictas o flexibles se plantea entonces como una primera definición de la conducción de la política monetaria en los próximos años. El péndulo parece moverse hacia la flexibilidad, lo cual implicaría abandonar la posición extrema de que el banco central debería preocuparse por la inflación y por nada más.

Independientemente de los objetivos –limitados o no, explícitos o ambiguos– que la legislación le fije al banco central, la posición flexible que apoya Svensson se justifica en el argumento de que la estabilidad de precios no es un fin en sí mismo, sino un medio para lograr mayor eficiencia en el uso de los recursos productivos y, por ende, mayor bienestar para la población. Si ese medio compite en el corto plazo con la adecuada utilización de los recursos, la posición extrema lleva las de perder.

La idea que apoya dedicar la política monetaria solamente al control de la inflación, se defiende bajo el argumento de que los instrumentos de política monetaria sólo sirven para ese propósito. Ese argumento se debilita por el reconocimiento de la influencia de la política monetaria en la economía real, estrictamente en el corto plazo.

La posición que defiende las metas de inflación flexibles está lejos de caer en el extremo opuesto a un objetivo rígido y exclusivo de controlar la inflación. El temor a ese extremo opuesto es fundado, porque aparece en varios episodios en la historia económica de los últimos 70 años. Implica desentenderse de la inflación y, en su lugar, dar prioridad al uso de los instrumentos monetarios dirigido hacia el estímulo del crecimiento de largo plazo, propósito inútil para el cual la política monetaria no tiene efectividad en el largo plazo. La historia de hiperinflaciones en varios países latinoamericanos en la post-guerra (etapa posterior a la Segunda Guerra Mundial), lo demuestra de manera fehaciente.

Así, el doble rol de estabilidad de precios y estabilidad de la economía real, en lo que a esta última se refiere, debe limitarse a reducir las fluctuaciones

de corto plazo de la actividad económica en relación con su tendencia de mediano y largo plazo. En ningún caso esto debe sugerir el uso de la política monetaria para tratar de acelerar el crecimiento económico, lo cual sólo puede lograrse mejorando la calidad y productividad de los recursos productivos, junto con un entorno institucional que favorezca su eficiencia y, ciertamente, un entorno macroeconómico estable.

2.4.1.2 Metas de inflación ante “shocks” externos

Un tercer tema de discusión en la estrategia de la política monetaria se refiere a la rigidez o flexibilidad de la meta de inflación ante perturbaciones o “shocks” externos de carácter transitorio. Un ejemplo típico es el observado en los años 2006-2008, cuando el desmedido crecimiento de los precios internacionales del petróleo y de otras importantes materias primas se reflejó en aumento de la inflación en forma generalizada.

Una posición al respecto es que el banco central debe procurar tasas de inflación bajas y, además, similares a las internacionales, bajo cualquier circunstancia (¿y a cualquier costo?). Esta posición recomendaría restringir la política monetaria para contrarrestar el efecto de tales fenómenos externos sobre el crecimiento de los precios internos. Este criterio privilegia, sobre cualquier otro, el objetivo central de la política monetaria de controlar la inflación y de procurar permanentemente la estabilidad de precios.

La posición contraria implicaría que ante “shocks” externos como los mencionados, la política monetaria no debería ser lo suficientemente activa para mantener a toda costa la meta de inflación establecida. Esto significa que, en tales circunstancias, el banco central podría estar dispuesto a aceptar un poco más de inflación en relación con su meta.

Esta flexibilidad de las metas de inflación ante “shocks” externos puede tener mayor justificación principalmente en economías pequeñas y muy abiertas, como la de Costa Rica. En estos casos, la vulnerabilidad ante este tipo de fenómenos importados es considerable. Además, se trata de un impacto sustancial cuya causa claramente no puede solucionarse mediante la acción de la política monetaria.

Por ello, la posición flexible buscaría minimizar los efectos de una política monetaria restrictiva sobre la contracción de la actividad económica,

adicionales a los provocados por el empobrecimiento y la reducción de la capacidad de gasto que provoca un aumento fuerte de los precios del petróleo.

La flexibilidad de la meta de inflación ante “*shocks*” externos parece tener muchos adeptos, pues con frecuencia los bancos centrales bajo metas de inflación se comprometen con una cifra de crecimiento de los precios al por menor que excluye elementos volátiles, como los precios del grupo de alimentos agrícolas y de energía y combustibles en general.

A la vez, esta parece ser la inclinación del Banco Central de Costa Rica. Al explicar la metodología de medias truncadas del IPC (índice de precios al consumidor), que utilizaría complementariamente al actual índice subyacente de inflación, el banco central afirma que “...*la inflación relevante para la toma de decisiones de política monetaria es aquella que captura la tendencia de largo plazo en los precios, de manera que choques importantes y transitorios, al alza o a la baja, deberían quedar excluidos del indicador de inflación que se utilice para la toma de decisiones*” (Banco Central de Costa Rica, 2010, p. 20. El énfasis no es del original).

Esa afirmación sugiere, cuando menos, que la adopción de decisiones en cuanto a flexibilizar o restringir la política monetaria no se basaría en el comportamiento del índice general de precios al consumidor, sino sólo de una parte de él que definitivamente excluiría fenómenos como el “*shock*” de primera ronda de los precios del petróleo de años recientes.

2.4.2 Hacia tipos de cambio flexibles

Desde mediados de agosto del 2009 el mercado cambiario ha estado funcionando de la forma en que el Banco Central de Costa Rica quiere, particularmente en cuanto a la flotación de las cotizaciones dentro de las bandas cambiarias y, en consecuencia, sin intervención alguna de parte del banco. De ese modo, se empieza a obtener la deseada independencia de la política monetaria respecto de los acontecimientos en el mercado cambiario.

Hay tres temas que surgen como retos para avanzar hacia la consolidación de los tipos de cambio flexibles:

- Cuáles pasos debe dar el banco central en relación con las bandas cambiarias, y cuándo.
- Acciones para avanzar hacia un régimen de flotación cambiaria *de jure*.
- Esquemas de coberturas cambiarias.

El tratamiento que sigue aborda estos temas.

2.4.2.1 El futuro de las bandas cambiarias

Dado el comportamiento del mercado cambiario en los últimos meses, desde agosto del 2009 hasta el primer trimestre del 2010, se plantean diversos cursos de acción que podría seguir el banco central en relación con el sistema de bandas cambiarias:

- Proceder a eliminar de una vez por todas las bandas cambiarias.
- Reducir el tamaño de la banda, para acotar las fluctuaciones del tipo de cambio y, sobre todo, para darle sentido a las bandas cambiarias, mientras se mantengan.
- No hacer nada (por el momento).

La idea de avanzar de una vez hacia la flotación cambiaria, que tiene adeptos principalmente entre los mayores críticos de las bandas cambiarias, se fundamentaría en que ocho meses es tiempo suficiente para mostrar que las bandas no hacen falta. Sin embargo, en opinión del autor, afirmar que la población ya aprendió a interactuar en el mercado cambiario y que los riesgos de ataques especulativos son nulos o casi nulos, es tan arbitrario y aventurado como afirmar lo contrario.

El tema debe dilucidarse con base en juicios subjetivos, reconociendo que una parte sustancial de la política económica no es teoría, sino arte. Siempre será preferible tener más información, mejores modelos económicos y simulaciones excelentes, para guiar las decisiones. Pero ese es el mundo de lo ideal. Lo cierto es que los formuladores de la política cambiaria se enfrentan a una situación poco conocida y difícil de analizar y simular, porque en los últimos ocho meses, por primera vez el tipo de cambio fluctúa en Costa Rica, es decir, se mueve a veces hacia arriba, a veces hacia abajo.

Recuadro 2.1 Opciones de régimen cambiario

La literatura económica sobre opciones de regímenes cambiarios es extensa y no es el propósito abundar en ella aquí. El lector interesado puede ver la copiosa literatura citada en Méndez *et al.* (2002), Cubero (2006) y Schmidt-Hebbel [2006], para citar solamente algunos trabajos discutidos recientemente en Costa Rica.

Si la decisión es mantener un sistema monetario propio, en vez de dolarizar plenamente la economía, la gama entre tipos de cambio totalmente rígidos y flexibilidad completa es muy amplia. En el caso actual de Costa Rica, esa decisión va estrechamente ligada al propósito de romper tres décadas de inflación crónica, para llevar el crecimiento de los precios internos a niveles internacionales, de entre 2 por ciento y 4 por ciento anual.

¿Por qué ambas cosas están relacionadas? Porque el régimen cambiario que se escoja tiene más o menos implicaciones en cuanto a la participación de los bancos centrales en el mercado de monedas extranjeras. En un extremo, los ligámenes duros como tipos de cambio fijos y cajas de conversión, obligan al banco central a adquirir todas las divisas que se ofrezcan y a vender todas las que se demanden al tipo de cambio establecido. Entonces la emisión y “des-emisión” de dinero no está enteramente al servicio del control de la inflación, sino que variará dependiendo de los resultados cambiarios.

En el otro extremo, el banco central no participa en el mercado cambiario porque el tipo de cambio se determina por la oferta y la demanda de moneda extranjera. De ese modo, puede dedicar enteramente el uso de sus instrumentos de control monetario a regular el crecimiento de los precios.

No existen casos de tipos de cambios flexibles totalmente libres. Lo que más se acerca son sistemas de flotación donde el banco central interviene comprando o vendiendo US dólares en el mercado en situaciones extraordinarias y esporádicas. Lo hace para moderar eventuales movimientos especulativos y para atenuar los efectos de imperfecciones de mercado. Cuanto menos intervenga el banco central, más independiente es la política monetaria de otros aspectos diferentes al control de la inflación, y viceversa. A la vez, se estaría más cerca de una flotación libre.

En la práctica de los sistemas monetarios modernos, sin embargo, un tipo de cambio determinado libremente por las fuerzas de oferta y demanda no deja de ser una quimera. Como lo apunta Bolaños (2006), siempre hay un participante monopolista que puede meter ruido en el mercado: el propio banco central, que tiene el monopolio de la emisión de la moneda local, esto es, de la contrapartida con la cual se realizan las transacciones de compra y venta de monedas extranjeras.

No hay antecedentes que puedan tipificarse en un modelo económico para estudiar el pasado y tratar de proyectar el futuro. Por ese motivo podría considerarse arriesgado eliminar la banda ya y establecer la flotación de la moneda.

Bajo el mismo argumento, podría resultar contraproducente modificar la banda cambiaria, ya sea incrementándola o estrechándola. Si el mercado está funcionando con tranquilidad y fijando el tipo de cambio sin intervención alguna del banco central, sería razonable aplicar el aforismo en inglés que dice: "*if it works, don't fix it*". No parece haber nada que esté demandando cambios en la banda en estos momentos.

En consecuencia, por exclusión quedaría la opción de no hacer nada con la banda. Si en la práctica ésta resultara irrelevante porque el tipo de cambio no llega a ninguno de los extremos, en buena hora. Esta opción implicaría no meter ruido en el sistema cambiario ni despertar incertidumbre sobre las razones de eventuales cambios en la banda por parte del banco central. Así, el sistema de banda cambiaria desaparecería gradualmente, porque poco a poco iría reduciendo su rol en el mercado.

2.4.2.2 *Flotación libre vs "flotación administrada"*¹⁶

Hay poca discusión sobre si el paso siguiente debe ser hacia una flotación libre o administrada. Hay mucha literatura que descarta la viabilidad de la flotación libre pura, respaldada por la observación empírica, pues no existe en ningún país del mundo. Lizano (2007) y Bolaños (2006) abundan al respecto para el caso de Costa Rica.

Particularmente atractivo es el argumento de Bolaños (2006) sobre la imposibilidad de una flotación absolutamente libre, cuando existe un monopolista que actúa en ese mercado: el propio banco central, por su monopolio en la fabricación del dinero doméstico. Sus interesantes argumentos van más allá y es conveniente que los responsables de la política económica

16. La terminología más moderna ya no habla de "flotación administrada", pero aquí se mantiene su uso por razones de comodidad, al ser un término conocido. Véase Habermeier et al (2009) donde se explican los criterios de reclasificación que utiliza el Fondo Monetario Internacional en su informe anual del 2009 sobre regímenes y restricciones cambiarias.

los repasen de tiempo en tiempo. De manera clara y convincente Bolaños destaca que la discusión sobre el sistema cambiario no puede realizarse en el vacío, porque “...el buen o mal desempeño del régimen cambiario depende, entre otros, del régimen monetario, fiscal, comercial, financiero e institucional dentro del cual se opera y esos otros regímenes dependen, a su vez, del cambiario”, e insiste en que esta discusión con frecuencia se omite (Bolaños 2006, página 135).

La “flotación cambiaria administrada” –como se le ha conocido hasta hace poco tiempo– es un régimen en el cual normalmente las transacciones cambiarias se realizan en un mercado donde las fuerzas de oferta y demanda determinan la cotización de la moneda extranjera. Como norma, el banco central no interviene sino solamente cuando a su juicio hay factores especulativos o de otra naturaleza que puedan provocar volatilidad o desviaciones sustanciales del tipo de cambio respecto a su sendero de largo plazo.

Los países que se declaran “flotadores” en realidad funcionan dentro de un rango de mayor o menor intervención (administración) de sus bancos centrales en el mercado cambiario. Naturalmente, cuánto más esporádica sea la intervención del banco central, más cerca está el sistema de la flotación libre, y viceversa.

Concordante con la opción aquí preferida de no hacer nada *por el momento* con las bandas cambiarias, resulta conveniente establecer criterios definidos y transparentes por parte del banco central, en cuanto a su futura intervención en el mercado cambiario. Éste sería el primer paso relevante para avanzar hacia una “flotación administrada”, dada la libre flotación de facto observada durante los últimos ocho meses, desde agosto del 2009. Implicaría naturalmente la coexistencia de bandas cambiarias con posibilidad de intervención intrabandas del banco central. Es decir, se avanzaría hacia un esquema híbrido donde el banco central no se limitaría a comprar todo lo que se le ofrezca al tipo de cambio del piso de la banda y a vender todo lo que se le demande al tipo de cambio del techo de la banda.

Llegado a este punto, el banco central (en genérico) debería establecer criterios explícitos y transparentes, de conocimiento público, sobre los acontecimientos que dispararían su participación y sobre el tamaño de ésta, así como la forma de ejecutarla.

La credibilidad en la capacidad del mercado cambiario de establecer las cotizaciones de las monedas extranjeras, reside precisamente en que los agentes económicos no sientan manipulación, ni del banco central, ni de los operadores y ni de los participantes.

Las reglas que limitan la eventual manipulación de los operadores –lo cual es importante de regular por su acceso a información privilegiada– se relacionan con los límites por los cuales pueden actuar por cuenta propia y, por tanto, la magnitud de las posiciones que puedan tomar en el mercado. La posibilidad de conflictos de interés es real, porque en algunas áreas de los conglomerados financieros se recomiendan posiciones a los clientes en moneda local o en moneda extranjera, por lo que habría la tentación de influir para quedar bien a los ojos de ellos.

El banco central, por su parte, tiene una gran capacidad de influir, si por una razón, porque es el monopolista en la provisión de dinero local, la contrapartida para negociar en el mercado cambiario. Aparte de ello, debe ser totalmente transparente para deslindar, como es debido, su actuación como agente del sector público y como responsable de la política monetaria. Todas sus transacciones para el sector público deben pasar por el mercado cambiario, sin excepción. A lo sumo, el banco central debería utilizar su poder de persuasión moral para forzar a una programación de las demandas y ofertas de moneda extranjera por parte de las entidades públicas más grandes, de manera que no provoquen efectos disruptivos en el mercado cambiario. Lo mismo aplica para su participación por requerimientos propios, como hacer frente a obligaciones cuasifiscales en moneda extranjera, que no son típicas de su función principal.

En cuanto a la posibilidad de efectos desestabilizadores por parte de terceros, el banco central debe tener la posibilidad de intervenir cuando considere la presencia de factores especulativos, que introducen presiones y oscilaciones anormales en el mercado. Al respecto, la transparencia obligaría a definir de una manera muy precisa reglas claras sobre acontecimientos que dispararían la intervención del banco central, como sería por ejemplo la variación del tipo de cambio en un porcentaje mayor a determinado límite en un mismo día. Ese límite debe establecerse de manera tal que respete las fluctuaciones propias de un mercado cambiario libre, las cuales se han ilustrado en este ensayo.

2.4.2.3 *Esquemas de coberturas cambiarias*

Uno de los complementos importantes cuando se avanza hacia la flexibilidad del tipo de cambio es la disponibilidad de coberturas cambiarias, entendidas como mecanismos financieros mediante los cuales las empresas y las personas pueden protegerse frente a la volatilidad del tipo de cambio propia de la flotación cambiaria. Por ese motivo, en el proceso hacia metas de inflación, al banco central le interesa fomentar un mercado de futuros y derivados que provean estos servicios de cobertura.

Desde noviembre del 2006 se aprobó un Reglamento de Operaciones con Derivados Cambiarios, para regular las operaciones con tales instrumentos financieros. Como lo explican Mora y Prado (2007, p. 12), *“Las operaciones que se autorizan corresponden con transacciones en mercados OTC (Over The Counter o “sobre el mostrador”) como los contratos a plazo (Forward), las permutas cambiarias (FX Swaps) y la permuta de monedas (Currency Swaps). Esas operaciones se realizarían de forma individualizada, esto es, serían pactadas según las condiciones particulares acordadas por las partes y pueden utilizarse como coberturas ante el riesgo cambiario o con fines de inversión.”*

La regulación en referencia se complementó con disposiciones del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, en cuanto a la normativa prudencial requerida para la participación de los intermediarios en el mercado de coberturas. Actualmente, los intermediarios cambiarios, la Superintendencia General de Entidades Financieras y el banco central están revisando aspectos que no han sido claros para los intermediarios, con el fin de explicarlos o proponer reformas que los clarifiquen, para remover cualquier impedimento al desarrollo del mercado de coberturas cambiarias

Naturalmente, la calidad de la normativa será importante para valorar los incentivos de los intermediarios financieros en cuanto a su participación en la provisión de este nuevo servicio. Una reglamentación muy laxa puede conducir a que se asuman riesgos excesivos y el sistema tenga dificultades para funcionar en plenitud. Lo contrario también podría ser inconveniente, si una regulación muy engorrosa destruye los incentivos para los intermediarios.

En todo caso, el problema de las coberturas cambiarias se asimila al dilema del huevo y la gallina. Si no hay suficiente volatilidad y, sobre todo,

incertidumbre sobre el comportamiento del tipo de cambio en las semanas o meses siguientes, ningún eventual usuario tendrá interés en las coberturas cambiarias. Si hay poca demanda por ellas, los operadores tendrán también incentivos reducidos para ofrecerlas. Descontando que la regulación sea propicia para el desarrollo del mercado –y si no lo fuera, siempre es posible adecuarla a lo razonable– las coberturas tienen un proceso de maduración paulatino, cuando las condiciones hagan atractivo pagar el costo de ese tipo de seguro o protección.

2.4.3 El nivel de reservas monetarias internacionales

El tema sobre el adecuado nivel de las reservas monetarias internacionales ha sido debatible siempre. Cuántas son suficientes depende de gran cantidad de factores, como el grado de apertura económica y financiera de la economía, el tamaño de los riesgos por movimientos especulativos de capital de corto plazo, la estructura del sistema cambiario, el grado de dolarización, entre otros. Inclusive pueden influir factores psicológicos y de otra naturaleza no económica, como la célebre analogía de Fritz Machlup (1966).¹⁷

El criterio tradicional de mantener un nivel de reservas suficiente para cubrir al menos tres meses de importaciones, que viene desde las recomendaciones de Robert Triffin en la década de 1940, es una regla empírica sencilla, pero hoy día insuficiente.

Surge el tema de cuáles importaciones considerar y cuáles no, cuando más de la mitad de ellas responde a la actividad de un régimen especial como el de Zonas Francas, que no participa en el mercado cambiario local para liquidar sus exportaciones y pagar sus compras externas. Cuántas más importaciones del remanente se saldan en el mercado cambiario, es también un criterio relevante. A juzgar por la moderada relación entre los datos de balanza cambiaria y los de la balanza de pagos, parecen no llegar normalmente a sumas muy altas.

Además, con la creciente integración comercial y financiera de Costa Rica con el resto del mundo, habrá una cantidad importante de transacciones

17. En un artículo de 1966, Fritz Machlup comparó la cantidad deseada de reservas internacionales para un banquero central con el vestidor de la señora Machlup, afirmando que nunca son suficiente, en ninguno de los dos casos.

corrientes en servicios, cuya magnitud crece hasta donde su participación relativa no se puede ignorar. Aún así, no sólo se trata de transacciones difíciles de capturar en las estadísticas del sector externo, sino también en las del mercado cambiario.

La otra vertiente estrechamente relacionada con el comportamiento del mercado cambiario se refiere a las transacciones de capital con el extranjero y a otras transacciones de esa naturaleza entre residentes. Los movimientos de capital, como se ilustró arriba, parecen ser muy sensibles a los diferenciales de tasas de interés. Más aún, el alto grado de dolarización financiera, donde más de la mitad del cuasidinero bancario está expresado en US dólares, tiene el potencial de ejercer mucha influencia en las cotizaciones de un mercado cambiario pequeño e incipiente como el local.

En esas condiciones, pasan a un plano importante las preocupaciones de Guillermo Calvo en varios escritos de la década anterior (véase por ejemplo Calvo y Reinhart, 1999), que sugerirían volver la vista hacia factores de riesgo que empiezan a ser cada vez más relevantes, relacionados con transacciones financieras. Su posición es que, en el caso de una crisis de balanza de pagos, los agentes económicos decidirían desprenderse de la moneda local y buscar un mejor refugio, vía la salida de capitales. La fortaleza de la posición de reservas internacionales debería medirse entonces por la capacidad de responder a una oferta de los fondos más líquidos en la moneda nacional, que en el extremo sumarían la oferta monetaria o medio circulante, adecuadamente medidos.¹⁸

Cuántas reservas monetarias internacionales son adecuadas para un país es un tema que podría verse, en principio, bajo los mismos esquemas de análisis del nivel de inventarios deseables en una empresa, o del monto de liquidez mínima que debería mantener un banco. La ausencia de una regla única y fija constituye un primer aspecto común a todos esos casos. En condiciones nor-

18. "Adecuadamente medidos" se refiere a que contemplen todos los fondos líquidos de disponibilidad inmediata o en plazo muy corto en el sistema financiero. Para el caso de Costa Rica, esto debería incluir todas las cuentas de administración de efectivo que aparecen como cuentas de ahorro pero se giran de manera electrónica de inmediato, incluso sin necesidad de ir al banco. Una mejor medición todavía debería considerar los fondos de liquidez en otras entidades financieras diferentes de los bancos, como en las SAFI y en las OPC.

males, los montos serán diferentes a los requeridos en situaciones de crisis, de perturbaciones o, simplemente, de condiciones anormales.

Es posible refinar aún más el análisis, modelando relaciones con herramientas econométricas y con gran cantidad de variables. En el banco central se ha venido investigando sobre una metodología para estimar un nivel “óptimo” de reservas internacionales, bajo las líneas de copiosa literatura teórica y empírica sobre el tema.¹⁹ Las investigaciones en curso buscan distinguir el nivel óptimo del nivel adecuado (que se utilizó mucho en la literatura hasta la década pasada), considerando entre otras cosas no sólo los beneficios de mantener reservas internacionales, sino también los costos.

Como es usual cuando se maneja la liquidez de un banco comercial, en la cuestión de cuántas reservas internacionales mantener hay otras dos dimensiones importantes: por un lado, el tema tiene una clara connotación empírica; por otra parte, la prudencia sugiere contar con una protección ante lo imprevisible. De ahí las orientaciones actuales de analizar las posibles magnitudes de “lo imprevisible” y su probabilidad de ocurrencia.

En un plano más de observación empírica no sistematizada (mientras ver la luz pública las investigaciones del banco central para el caso de Costa Rica), la experiencia de varias crisis consecutivas en las dos últimas décadas debería ayudar a derivar lecciones. Costa Rica ya debió enfrentar el efecto tequila en 1994, la crisis asiática en 1997-98, las subsiguientes crisis rusa y brasileña, la recesión provocada por los llamados “.com” a inicios de esta década, y la severa crisis financiera mundial del 2007-2008 que condujo a la peor recesión en el 2009 desde la Gran Depresión de los años 1930.

En algunos casos más y en otros menos, el Banco Central de Costa Rica buscó protegerse adecuadamente, con una combinación de políticas restrictivas y de blindaje financiero. En todos los casos el saldo de reservas monetarias internacionales realmente se vio muy poco afectado por esas turbulencias financieras externas.²⁰ La sobreprotección en estas circunstancias puede

19. Se agradecen los valiosos comentarios al respecto surgidos de conversaciones con el Dr. Róger Madrigal, Director de la División Económica del Banco Central de Costa Rica, que fueron fundamentales para ilustrar estas opiniones.

20. Especial referencia merece lo ocurrido en el período mayo-octubre del 2008, cuando el saldo de reservas internacionales del banco central se redujo en poco más de US 1.300 millones de dólares. Esto no se derivó de la crisis financiera internacional de las

considerarse preferible a enfrentar el riesgo de una crisis interna de confianza y sus implicaciones negativas (a veces devastadoras) sobre la economía real. Un ejemplo de ello parece ser el episodio de 1998, cuando la reacción de la política monetaria terminó con un aumento de las reservas internacionales cercano al 50 por ciento en el año siguiente.

Esta lectura empírica de acontecimientos recientes a lo largo de dos décadas sugiere, siguiendo a Eduardo Lizano (2007b), que no lo hemos hecho tan mal. Y es más significativo cuando se considera que todo esto ocurrió en un período cuando el país debió administrar un proceso gradual de reconstitución de sus reservas de divisas, totalmente debilitadas por la crisis de principios de la década de 1980.

Si durante las diferentes crisis de los últimos veinte años el país salió airoso con su "inventario" de reservas internacionales, resulta importante contrastar las posiciones que promueven aumentar ese saldo todavía más, con los costos de esa liquidez en términos de eficiencia económica y de estabilidad financiera. Se podrá afirmar, con razón, que una crisis externa complementada con mala conducción interna, como ocurrió hacia finales de la década de 1970, quizá requiera una posición más fuerte de reservas internacionales. Pero es claro que ningún seguro podrá protegernos si nuestras actitudes y decisiones van en busca del peligro. De nuevo, como todo seguro tiene costo, nuestro "coaseguro" debería partir de un razonable aprendizaje de lo que se hizo mal en la crisis financiera interna de tres décadas atrás.

Un adecuado plan B, como lo hizo explícito el banco central en 1998 y en 2009, debe incluir el acceso a fuentes de "blindaje" financiero, a través de las organizaciones regionales y multilaterales de las cuales el país es miembro (FMI, FLAR, FOCEM). Cuánta protección se puede obtener de ello, en todo caso, estará condicionada a si sus recursos deben enfrentar una situación crítica del país en particular o si, en el otro extremo, se trata de un problema sistémico, de mucho mayor magnitud y alcance.

El elemento adicional para juzgar la necesidad o no de incrementar aún más el "inventario" de reservas internacionales, se relaciona con la naturaleza

hipotecas "subprime", que explotó en setiembre del 2008, sino de los ajustes propios de una transición hacia mayor flexibilidad cambiaria. Como parte de ello, entre octubre del 2006 y abril del 2008 el banco central había acumulado más de US 2.500 millones de dólares.

del régimen cambiario. Al principio de una transición de tipos de cambio administrados hacia tipos de cambio flexibles, los riesgos de ataques especulativos son mayores y sugieren la necesidad de una posición externa sólida por parte del banco central. En la medida en que el sistema avanza hacia mayor flexibilidad, la intervención requerida del banco central es menor y, en consecuencia, también lo es su “inventario” deseable de reservas internacionales.

¿Dónde estamos en este proceso? Las anteriores ideas pueden ser parte de los ingredientes de la receta para determinar la necesidad o no –en estos momentos– de aumentar el saldo de reservas internacionales del Banco Central de Costa Rica. La percepción de autor, guiado más por la dimensión empírica del tema, es que la cantidad de divisas ha alcanzado un nivel adecuado, para un futuro previsible con base en la experiencia de las dos décadas recientes. En esa dirección también parecen ir los avances de la investigación técnica del equipo profesional del banco central.

2.4.4 Tasas de interés y mecanismos de transmisión de la política monetaria

El esquema monetario de metas de inflación descansa en la percepción de que la política monetaria actúa sobre las decisiones de los agentes económicos, en lo sustancial, a través de las expectativas de corto plazo. En particular, resultan más importantes las expectativas sobre el comportamiento de las tasas de interés y de la inflación que los niveles corrientes de ellas. La política monetaria tendría como tarea fundamental anclar las expectativas de inflación a la meta públicamente anunciada por la banca central (Svensson, 1998 y 2008, Taylor, 1998).

Las acciones de política monetaria influyen en las tasas de interés de corto plazo y, a través de ellas, en la demanda agregada y, con cierto rezago, en la inflación. Efectos adicionales ocurren por la influencia de las tasas de corto plazo en las de largo plazo. Además, la política monetaria influye sobre las expectativas de inflación, y éstas a su vez en las fijaciones de precios, en las negociaciones de salarios y en otros contratos donde se pactan precios a futuro.

En una economía abierta, además, es importante el canal de transmisión del tipo de cambio nominal y de su conexión con la tasa de interés de corto plazo, vía la paridad de tasas de interés. En condiciones de rigidez de precios, influye sobre el tipo de cambio real y, por tanto, sobre las decisiones de los agentes económicos en cuanto a demandar bienes domésticos o importados.

El esquema de metas de inflación hacia el cual se avanza en Costa Rica tiene también la tasa de interés como ingrediente importante. En su Programa Macroeconómico para los años 2010-2011 (pp. 24 y 25), el banco central reitera la orientación de su política hacia el mejoramiento de la tasa de interés como instrumento central dentro de un esquema de metas de inflación:

En el campo monetario, continuará el proceso para la adopción de una estrategia de control de la liquidez, que permita consolidar la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria. Particularmente, en los próximos meses la Institución continuará con sus esfuerzos por:

- *Trasladar recursos depositados en cuentas altamente líquidas en el banco central hacia opciones de mayor plazo. Lo anterior procura no solo mejorar la gestión de liquidez sistémica, sino también evitar que estos recursos constituyan una fuente de expansión monetaria que genere presiones inflacionarias.*
- *Promover el desarrollo del Mercado Integrado de Liquidez (MIL), que inició sus operaciones en agosto del 2009 y con ello integrar la gestión de liquidez de los intermediarios financieros. La concentración de las operaciones de liquidez en un solo mercado contribuye a mejorar el proceso de formación de precios y amplía los espacios de acción para el manejo de la tasa de interés de política.*

Así, en los próximos meses el banco central pondrá énfasis en: i) revisar el conjunto de instrumentos financieros disponibles para participar en el MIL; ii) formalizar el corredor de tasas de interés en el MIL; iii) dar seguimiento diario a la liquidez sistémica, con el fin de drenar ó inyectar recursos para ubicar las tasas de interés en este mercado en los linderos de la tasa de referencia de política monetaria."

Hay en este tema varios retos importantes para la política monetaria, cruciales para la consolidación de las metas de inflación como esquema para la conducción de la política monetaria en el futuro. El primero es que la comprensión de las relaciones económicas haya alcanzado un nivel tal para modelar con buena efectividad la relación entre las decisiones del banco central y sus efectos sobre las tasas de interés de corto plazo. Esto es, la determinación de la Tasa de Política Monetaria mediante un mecanismo idóneo es fundamental para el éxito de la estrategia.

Un segundo reto, estrechamente relacionado con el anterior, se refiere a la posibilidad de que las acciones del banco central puedan terminar de consolidar un mercado financiero de fondos de corto plazo con buena respuesta de las tasas de interés a las acciones de política monetaria del banco.

Esto es importante y no debe darse por descontado. No es claro que los mercados de dinero hayan funcionado eficientemente en Costa Rica, a pesar de que existen desde hace bastante tiempo. Mucho menos lo es la probabilidad de éxito en algún plazo razonable para reducir la fragmentación de mercados, donde el banco central trata de competir con el mercado más tradicional establecido bajo la plataforma provista indirectamente por la Bolsa Nacional de Valores.

Restan aspectos de similar relevancia respecto a la influencia de las tasas de corto plazo en la estructura general de tasas de interés, es decir, en la curva de rendimientos. Esto tampoco puede darse por descontado, porque históricamente se han observado episodios de cambios sustanciales en la forma de la curva de rendimientos, lo cual hace impredecible alguna relación causal entre las tasas de corto y largo plazo. Quizá una de las dificultades históricas radica en que el BCCR no ha podido reducir efectivamente los excesos sistémicos de liquidez, dadas las fuentes estructurales de creación de dinero discutidas en este documento

Dentro de toda esta maraña de relaciones y causalidades que deben estar bien aceitadas para asegurar el buen funcionamiento de las correas de transmisión de las decisiones monetarias, aparece para complicar más el panorama la propia acción del banco central con influencia también en tasas de interés más allá de las del corto plazo, por sus propias operaciones en el mercado financiero.

Este problema surge por el doble sombrero del banco central, cuya participación en el mercado financiero no puede limitarse a la gestión meramente monetaria, sino que además debe gestionar su importante deuda, heredada del problema estructural de pérdidas cuasifiscales que experimenta. Cómo independizar la gestión de deuda del banco central para separar su accionar como un participante común, del que le corresponde como administrador de la política monetaria, no es un asunto claro para el que podamos ofrecer alguna solución novedosa. La más evidente, propuesta desde hace mucho tiempo por el autor, es una decisión política para un traslado radical

del problema cuasifiscal al Presupuesto Nacional. Esto significa una limpieza de los balances del banco, trasladando la deuda al Gobierno, algo como un “borrón y cuenta nueva”.

De acuerdo con las conversaciones con funcionarios altos del banco central, incluido su Presidente, esta entidad es optimista sobre la posibilidad de funcionamiento adecuado de una ruta de influencia en las tasas de interés de corto plazo y, mediante ellas, en las de los plazos mayores, hasta cubrir toda la estructura. El banco central habrá de apostar a la creación de condiciones caracterizadas por escasez en el mercado de liquidez, de modo que el propio mercado pueda fijar un precio y que ese precio esté influido por las decisiones del propio banco.

Hasta el momento la política monetaria ha estado ayuna de esas condiciones, pues ha debido lidiar más bien con problemas de liquidez excesiva, dadas por la ausencia de autonomía frente a otros aspectos, como el propio funcionamiento del mercado cambiario y montos altos de emisión monetaria automática dada por las pérdidas del banco central. Si lo primero se empieza a modificar y el banco central puede, por plazos largos, estar totalmente ausente del mercado (como ha ocurrido en los últimos ocho meses), y si el déficit cuasifiscal continúa bajando por su propia inercia, se facilitará que la tasa de interés de política monetaria cumpla efectivamente con su función como instrumento importante de la banca central.

Esto es, en todo caso, todavía un reto que la política monetaria del futuro debe mostrar como condición satisfecha. Es importante tener paciencia en cuanto al tiempo que pueda tomar este proceso, pues la creación y conformación de mercados eficientes no ocurre de la noche a la mañana.

2.4.5 Estabilidad del sistema financiero

No hay duda de que los desarrollos en el mercado financiero influyen fuertemente sobre la política monetaria. Al fin de cuentas, es por medio de ese mercado, y particularmente de la banca comercial, que los instrumentos de la política monetaria surten efecto en la economía.

La crisis financiera mundial que explotó a partir del problema de las hipotecas “sub-prime” en los Estados Unidos y tuvo su clímax en el último trimestre del 2008, de magnitud suficiente para generar desde el sistema

financiero la peor recesión desde la Gran Depresión de los años 1930, dejó lecciones importantes en materia de regulación del sistema financiero.

En alguna medida, la debilidad de los aparatos regulatorios en los Estados Unidos, con dispersión y poca coordinación entre los diferentes entes supervisores, permitió el arbitraje regulatorio especialmente en bancos de inversión y sociedades de seguros. El problema se extendió inclusive a sistemas financieros con regulación centralizada, como es el caso de Inglaterra, presumiblemente por deficiencias en el papel de los supervisores frente a entidades transnacionales.

Para lo que interesa en este ensayo, la crisis financiera mundial llama la atención sobre algunos puntos de especial interés:

- La política monetaria difícilmente puede ser ajena al quehacer de la regulación y supervisión del sistema financiero, no sólo de la banca.
- La conducción de la regulación financiera en Costa Rica ayudó a enfrentar la crisis con una situación sólida de las entidades financieras, pues los entes supervisores han mantenido posiciones estrictas sobre los conflictos de intereses, los riesgos de arbitraje regulatorio y prácticas similares que fueron identificadas en los mercados financieros desarrollados como factores de combustión de la crisis reciente.
- La pequeñez del mercado financiero costarricense y su relativo poco grado de desarrollo bursátil, ayudó a evitar el contagio con los llamados “activos tóxicos”, los derivados financieros que difundieron los efectos de la crisis en muchos países.

Desde las primeras etapas del actual sistema de supervisión en Costa Rica, luego de la creación del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, el autor compartió como miembros de la primera integración de ese Consejo los criterios del Dr. Eduardo Lizano, entonces Presidente del banco central, sobre la relación entre ambos campos. La opinión que prevaleció fue la inconveniencia de desligar totalmente al banco central de la supervisión y regulación financiera, si por alguna razón, por una meramente práctica que el Dr. Lizano la expresaba en los siguientes términos: *“Si se presenta una crisis bancaria, sistémica o individual, quien tiene la chequera es el banco central. Por ello debe estar permanentemente interesado en la evolución del sistema financiero”*.

Las secuelas de la crisis financiera reciente crean la necesidad de revisar los esquemas de supervisión y regulación, con cuidado suficiente para no caer en paranoias y terminar sobre-regulando aspectos de detalle (como los sistemas de compensación de los ejecutivos en las entidades financieras), con poca influencia directa para preservar la solidez y solvencia del sistema financiero.

Estos acontecimientos invitan a revisar posiciones previas, incluso compartidas por el autor en años recientes, sobre la excepcionalidad del uso de la regulación financiera para apoyar aspectos de la política monetaria.²¹ En términos generales, la posición previa ha sido la de evitar castigar a los intermediarios financieros con regulaciones muy estrictas, para resolver problemas de incapacidad del banco central para regular la expansión monetaria.

Blanchard *et al.* (2010) ofrecen algunos argumentos remozados al respecto. La crítica usual es que la Tasa de Política Monetaria ha sido un instrumento débil para enfrentar desviaciones de los precios de los activos respecto a los aspectos macroeconómicos fundamentales (los “fundamentals”).

En el caso de Costa Rica, los episodios con potencial conflictivo se han referido a crecimientos del crédito bancario a tasas cuatro o cinco veces superiores a la inflación (1998-1999, 2007-2008), así como aumentos de los precios de los activos financieros que propiciaron la crisis de los fondos de inversión en el año 2004. Para estas situaciones es poco lo que puede hacer por sí sola la regulación financiera si, por otro lado, está totalmente abierta la llave de la expansión monetaria, por lo cual la coordinación de la política monetaria y de la supervisión financiera debería propiciar una solución en las causas del problema, no en las consecuencias.

Pero no siempre los riesgos provienen de políticas monetarias abiertamente expansionistas. Más aún, en algunas circunstancias –como los ingresos especulativos posteriores a la adopción del régimen de banda cambiaria y la consiguiente expansión monetaria que provocaron– la política monetaria

21. Esa excepcionalidad estuvo presente en 1998-1999, cuando la gran expansión del crédito bancario llevó al Consejo de Supervisión a apoyar medidas para penalizar el excesivo crecimiento de las carteras, bajo el argumento razonable de que tales episodios terminan normalmente con deterioros en la calidad de las carteras de préstamos dos o tres años después.

por sí sola puede tener las manos relativamente atadas y no conviene que la supervisión financiera sea mero observador de los acontecimientos.

Si la Tasa de Política Monetaria o los otros instrumentos de control del banco central resultan ineficaces, Blanchard *et al.* (2010, pp. 11-12) mencionan otras salidas de la regulación financiera en apoyo de la política monetaria:

- Si el apalancamiento de las entidades luce excesivo, se pueden ajustar los coeficientes de requerimiento de capital (suficiencia patrimonial).
- Si la liquidez luce muy baja, pueden establecerse coeficientes de liquidez o incrementarse los existentes.
- Si hay riesgos de burbujas en el mercado inmobiliario, los requerimientos de “*loan to value*” en créditos hipotecarios pueden incrementarse.²²
- Para limitar los incrementos en los precios en el mercado accionario, se pueden establecer o incrementar los requerimientos de márgenes.

Sobre estos aspectos el lector interesado puede consultar la bibliografía que sugieren Blanchard *et al.* (2010, nota al pie número 9, p. 12).

En todos estos casos no se trata en modo alguno que la regulación financiera le levante la carga a la política monetaria. Se trata más bien de la utilización de los instrumentos disponibles, todos orientados a un mismo propósito: el buen funcionamiento del sistema de pagos, en un ambiente de estabilidad macroeconómica.

2.4.6 Capitalización del banco central

Es poco lo que corresponde agregar sobre este tema respecto a lo dicho en otras secciones de este ensayo. Solamente conviene insistir en que, por la propia naturaleza de las transacciones que puede realizar un banco central y por las condiciones de mercado a las cuales está sujeto, no tiene capacidad financiera para resolver por sí solo un problema de pérdidas cuasifiscales en un plazo relativamente corto.

22. Esto no es novedoso en Costa Rica. Dos o tres años atrás Gerardo Corrales, Gerente de BAC San José, insistió en la necesidad de tal decisión, para reducir el riesgo de entidades financieras con políticas muy agresivas en financiamiento hipotecario.

La historia reciente ilustra que, dejando por fuera un efecto de una única vez para reducir el déficit cuasifiscal del Banco Central de Costa Rica cuando se renegoció la deuda externa, a finales de la década de 1980, a esa entidad le ha tomado 25 años para llegar a un déficit en los alrededores de 1 por ciento del PIB. Parte de ello ha sido con el apoyo de transferencias del Poder Ejecutivo en años previos. Esto significa que la combinación escogida de financiar parte de las pérdidas con deuda principalmente interna y aceptar inflación alrededor del 10 por ciento anual para cubrir cada año la parte no financiada de esas pérdidas, es una estrategia efectiva, pero sumamente lenta. Además, es costosa en términos de eficiencia económica y de dudosa calidad distributiva.

En consecuencia, hacia el futuro persiste el reto ideal de proponer y aprobar en la Asamblea Legislativa un proyecto de ley para limpiar los balances del banco central, eliminando los pasivos relacionados con las operaciones cuasifiscales y con sus secuelas a lo largo del tiempo. Estos pasivos habrían de trasladarse al Gobierno para ser cubiertos por un medio mucho más transparente –el Presupuesto Nacional– en vez de dejar a los miembros de la Junta Directiva del banco central la decisión de combinar males para enfrentar el problema, incluido el tamaño de la inflación que, de otro modo, habría de seguir superando los estándares internacionales.

Estas ideas expresadas de una manera relativamente simplista requieren considerar aspectos de cuantificación y retos adicionales:

- El saldo de deuda por trasladar al Gobierno incluye típicamente la que pueda atribuirse a un proceso de casi treinta años de financiar las consecuencias de decisiones equivocadas en la década de 1970 y durante la severa crisis financiera de 1980-82, cuando se sostuvo un régimen de paridad fija por más tiempo del razonable en las condiciones económica prevalecientes entonces (sobre lo cual hay un tratamiento detallado en Delgado 2000).
- Pero debe incluir además el endeudamiento incurrido por el banco central para restaurar el saldo de reservas monetarias internacionales a un nivel razonable para enfrentar “*shocks*” internos y externos.
- Dentro de todo ello persiste el reto de cómo evitar la aparición nuevamente de pérdidas en el banco central. “Limpiar” sus balances con el traslado de la deuda al Gobierno tiene la ventaja de representar

una especie de “borrón y cuenta nueva”. Pero, a la vez, debe obligar a mayor transparencia futura respecto a las finanzas del banco central y al destino del producto del señoreaje. Normalmente la banca central debería generar una importante utilidad, que habría de trasladar al Presupuesto Nacional, después de separar la reserva necesaria para mantener al menos el valor del capital en el tiempo.

Es importante cerrar este tema indicando que se trata de un asunto fundamentalmente empírico. El pasado no necesariamente marcaría la pauta para lo que podamos esperar a futuro, porque las condiciones son cambiantes. En la medida en que la política monetaria gana autonomía en relación con las transacciones cambiarias, y en el tanto la necesidad de reconstituir el saldo de reservas monetarias internacionales del banco central se satisface, podría resultar más fácil avanzar con mayor velocidad en la reducción de las pérdidas como problema de expansión monetaria. El reto del banco central en este aspecto obliga a realizar una cuantificación fina sobre supuestos razonables en cuanto a los aspectos que influyen en la generación y en la reducción de pérdidas hacia el futuro. Aún así, habrá de insistirse en que la limpieza total de los pasivos cuasifiscales del banco central sería la ruta más transparente para juzgar la política monetaria en el futuro, así como la calidad de su gestión para mantener un adecuado control de la inflación.

2.4.7 Rendición de cuentas y evaluaciones regulares de la política monetaria

La idea de establecer mecanismos adecuados para la rendición de cuentas del banco central sobre la administración de la política monetaria, resulta un complemento fundamental del avance hacia mayor independencia de sus juntas directivas en la formulación y ejecución de dicha política. Parte de reconocer la naturaleza técnica de esta función y la necesidad de que sus responsables no estén sujetos a instrucciones desde afuera en el desarrollo de su gestión.

Pero es claro que tal independencia, sin ninguna restricción, implica dar excesivo poder a esos funcionarios, que riñe con los principios de pesos y contrapesos propios de los sistemas democráticos. Además, un sistema de rendición de cuentas debe conducir a decisiones políticas cuando la

evaluación indique malos resultados, como sería por ejemplo la remoción del presidente o de la junta directiva del banco central.

La normativa legal costarricense ha avanzado en este tema, al establecer obligaciones al Banco Central de Costa Rica para aumentar la transparencia y dar mayor publicidad a sus actuaciones. Esto incluye divulgación oportuna de sus memorias anuales y de su programación macroeconómica, así como análisis periódico sobre el comportamiento de la inflación.

Pero esta transparencia parece quedar corta todavía. Debe avanzar hacia complementar sus informes con un escrutinio anual o bianual por parte de algún comité especial de la Asamblea Legislativa, con asesoramiento adecuado para que la rendición de cuentas sea efectiva. Esto a su vez ayudará a mejorar la educación económica de los legisladores y de sus asesores, así como a permitir al Poder Ejecutivo externar en forma pública sus opiniones al respecto.

En algunos países se ha avanzado todavía más, al establecer el requisito de evaluaciones cada cierto número de años por parte de profesionales con amplio conocimiento para realizar esta labor, tanto en las orientaciones de la teoría monetaria como en las experiencias de otros países.

Como lo destaca Svensson (2009a), no es suficiente limitarse a contrastar la tasa de inflación observada con la meta divulgada por el banco central. Aún bajo un régimen monetario explícito de metas de inflación, es necesario considerar acontecimientos y situaciones fuera del control de la política monetaria:

- El conocimiento de la situación económica prevaleciente es parcial e incompleto.
- También lo es la forma y magnitud en que la política monetaria incide en la inflación, es decir, el llamado mecanismo de transmisión de la política monetaria.
- Hay rezagos entre la adopción de las decisiones monetarias y el efecto en la inflación, cuya duración es variable y difícil de anticipar.
- Cada "colón de política monetaria" tiene efectos sobre los precios no uniformes en el tiempo. Es decir, la contracción de los medios de pago por una determinada suma o la modificación de las tasas de interés

en un punto porcentual, pueden influir en la inflación de manera distinta en diferentes puntos del tiempo.

- Mientras transcurren los rezagos antes mencionados, hay diferentes perturbaciones (internas y externas) ajenas a la política monetaria que modifican las condiciones bajo las cuales el banco central actuó.

Por estos motivos, Svensson (2009b, p. 5), afirma que “...Es más relevante evaluar la política tomando en cuenta la información disponible ex ante para el formulador de la política monetaria, en vez de la información ex post que era desconocida para él”.

Remover a un presidente o a una junta directiva del banco central con prescindencia de estas consideraciones es equivalente a fijar el volante de un vehículo independientemente de si el camino que transita es recto o sinuoso. La implicación práctica sería igualmente grave: ningún profesional responsable y con idoneidad para el cargo estaría anuente a asumirlo bajo tales condiciones.

2.5 OTROS TEMAS RELEVANTES

Aparte de los aspectos propiamente relacionados con el proceso para avanzar hacia un esquema de metas de inflación, hay varios otros temas sobre los cuales conviene incluir alguna reflexión en este ensayo, más con propósito enunciativo que analítico. Se trataría de temas sobre los cuales conviene profundizar más en trabajos similares a éste.

2.5.1 La administración de los encajes legales

El uso de los requerimientos mínimos de reserva de los bancos, o encajes mínimos legales, ha ido perdiendo atractivo gradualmente como instrumento de política monetaria, en buena medida por ser bastante inflexible. Pero, además, resulta claro que hay una complicada escogencia entre utilizar un instrumento de política monetaria muy barato o inclusive sin costo financiero, y el efecto negativo sobre la intermediación financiera.

En el caso de Costa Rica, el problema es doblemente grave. No sólo se aplican encajes mínimos legales en general elevados para los estándares

internacionales, sino que su utilización dudosamente responde a su función como instrumento de política monetaria. En efecto, el banco central no puede prescindir del uso de estos requisitos de reserva como porcentaje de los depósitos de los intermediarios financieros, e incluso debe mantenerlos en tasas altas, principalmente para financiar sus pérdidas cuasifiscales.

Hay una mezcla de objetivos difícil de desentrañar: qué proporción del encaje mínimo legal tiene características de un impuesto por el fin para el cual se utiliza –cubrir un déficit que debería estar en el Presupuesto Nacional– y cuánto responde a su uso con fines monetarios. Si se tomara en cuenta que hay pocos factores de expansión de la cantidad de dinero por financiamiento de requerimientos fiscales y por la función del banco central como prestamista de última instancia, no sería aventurado afirmar que en ausencia de déficit cuasifiscal el encaje legal podría ser de cero.

Por ese motivo encontramos poco asidero en las discusiones sobre si el banco central ha fallado en controlar la inflación por renunciar, en diferentes momentos, a la utilización de encajes mínimos legales más elevados.

De igual manera podría ser importante analizar cuánto del aumento en el endeudamiento interno del banco central (mediante la emisión de bonos de estabilización monetaria y otros instrumentos similares) ha tenido ese mismo propósito fiscal, además de un segundo propósito consistente con la necesaria reconstitución del saldo de reservas monetarias internacionales, que quedó en niveles deplorables e insostenibles al empezar el proceso gradual de recuperación después de la grave crisis financiera y de balanza de pagos de los años 1980-82.

El estudio detallado y cuantificado de estas relaciones es un tema que invita a desarrollos posteriores, para entender mejor el uso que se ha dado y el que no se debería dar en el futuro a los instrumentos de política monetaria.

En el Anexo 2.3 se incluye información comparativa sobre los requisitos de reservas o encajes mínimos legales en diferentes países. De ahí se deduce que, en general, en aquellos donde los mercados financieros y la estructura económica son más avanzados, el uso de encajes legales como instrumentos de política monetaria tiene poca relevancia.

2.5.2 Curva de rendimientos del mercado financiero

¿Debe la política monetaria interesarse solamente por influir en los rendimientos de corto plazo (mercado monetario), o debería interesarse también por la forma de la curva de rendimientos y las variaciones que experimente en el curso del tiempo?

Como se ha dicho en secciones previas, para la política monetaria es fundamental la influencia de las decisiones del banco central sobre las tasas del mercado de liquidez o de muy corto plazo. Pero no debería resultarle indiferente lo que ocurra a partir de ahí, en particular con los niveles de tasas de interés para plazos mayores de transacciones financieras. La influencia sobre las decisiones de ahorro y de consumo y, por ende, sobre la relación entre la demanda agregada y la oferta agregada, es más poderosa si se ejerce mediante la estructura completa de tasas de interés, esto es, la curva de rendimientos.

Pero a partir de ahí, es menos claro el papel de la banca central cuando la curva de rendimientos deja de tener la forma normal o típica, esto es, a mayor plazo, mayor rendimiento. Es útil insistir en que la participación actual del Banco Central de Costa Rica en diversos plazos de la estructura de rendimientos, ocurre por la circunstancia poco común para la banca central de gestionar deuda a diferentes plazos por la mezcla de la función monetaria propia y de la función cuasifiscal derivada de circunstancias impropias desde hace más de tres décadas.

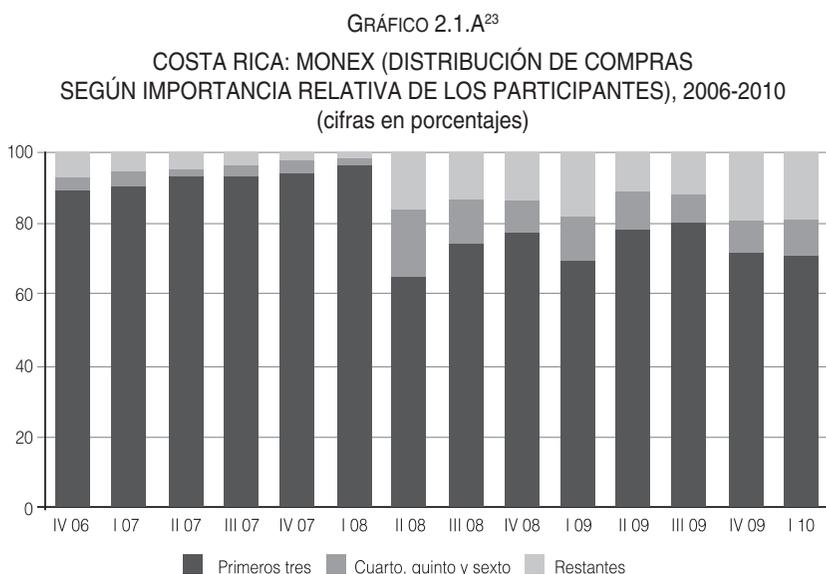
No es evidente que la política monetaria tenga instrumentos para influir sobre todos los tramos de la curva de rendimientos, aunque prefiera una curva típica y transmisión muy rápida de los efectos desde las tasas de corto plazos hasta las de plazos mayores. Por ello, una primera inclinación sería la de sacar las manos del banco central de ese tipo de influencias.

No obstante, dicho todo esto cabría mencionar, como un reto importante para la gestión futura de la política monetaria, el estudio amplio de los determinantes de la estructura de tasas de interés, como tema de importancia dentro de las nuevas orientaciones de la política monetaria en Costa Rica. Esto habrá de permitir conocer de mejor forma la presencia de posibles imperfecciones de mercado, la forma de corregirlas o atenuarlas y las acciones o condiciones que propicien una mejor transmisión de las tasas de corto plazo hacia las de plazos mayores.

Anexo 2.1

Gráficos sobre el mercado cambiario

Información publicada en el sitio *web* del Banco Central de Costa Rica, para ilustrar la importancia relativa de los participantes en el MONEX (Mercado de Moneda Extranjera). Cubre el período de banda cambiaria, desde Octubre del 2006 hasta el 31 de marzo del 2010.

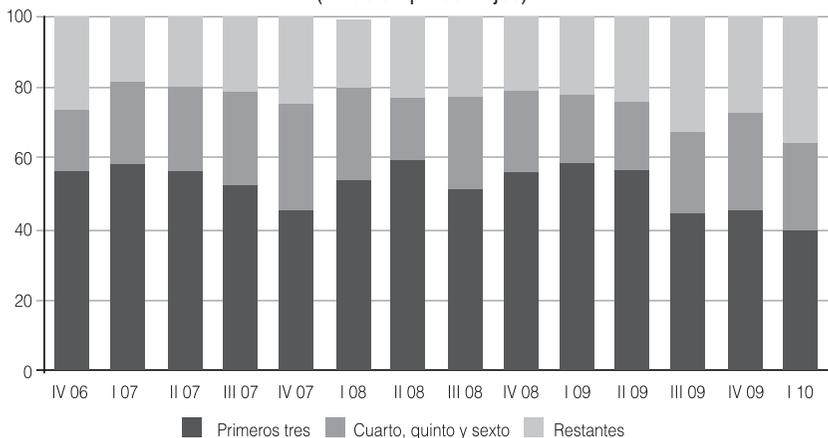


Nota: El IV trimestre del 2006 contempla información de MONED de la BNV.

FUENTE: BCCR.

23. Mencionado en la página 132 de este capítulo.

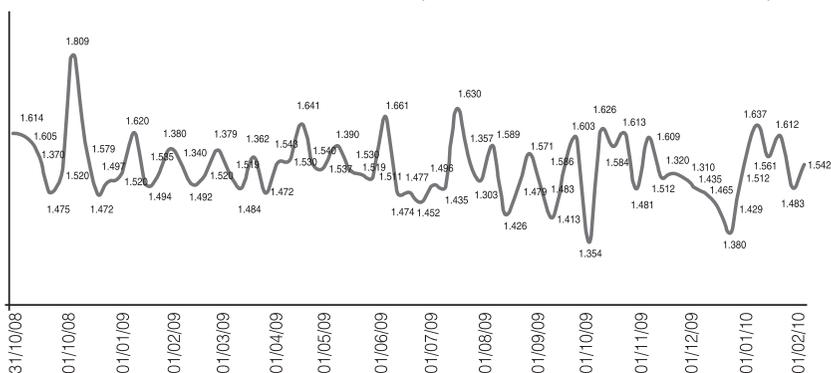
GRÁFICO 2.2.A²⁴
**COSTA RICA: MONEX (DISTRIBUCIÓN DE VENTAS
 SEGÚN IMPORTANCIA RELATIVA DE LOS PARTICIPANTES), 2006-2010**
 (cifras en porcentajes)



Nota: El IV trimestre del 2006 contempla información de MONED de la BNV.

FUENTE: BCCR.

GRÁFICO 2.3.A²⁵
ÍNDICE HERFINDAHL-HIRSCHMAN (CONCENTRACIÓN DE MERCADO)

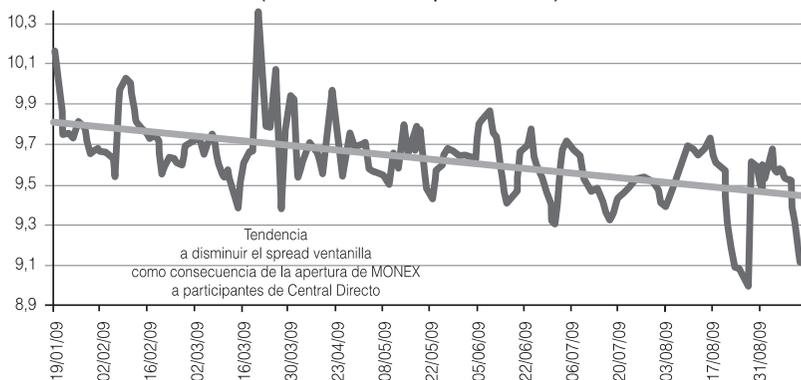


FUENTE: BCCR.

24. Mencionado en la página 132 de este capítulo.

25. Mencionado en la página 133 de este capítulo.

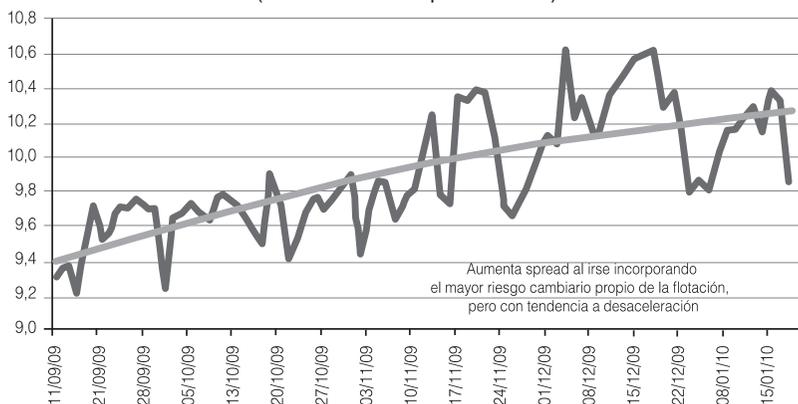
GRÁFICO 2.4.A²⁶
 COSTA RICA: RANGO DIARIO DE TIPOS DE CAMBIO DE REFERENCIA,
 ENERO 2009 – SEPTIEMBRE 2009
 CONSOLIDACIÓN DESPEGUE DE BANDA*
 (cifras en colones por US dólar)



* Excluye los datos de entre el 8 y 17 de abril (periodo de Semana Santa) y el 16 de junio (nivel anormalmente bajo).

FUENTE: BCCR.

GRÁFICO 2.5.A²⁷
 COSTA RICA: RANGO DIARIO DE TIPOS DE CAMBIO DE REFERENCIA,
 SEPTIEMBRE 2009 - ENERO 2010
 ÚLTIMO DATO DISPONIBLE*
 (cifras en colones por US dólar)



* Excluye los datos de entre el 24 de diciembre y el 4 de enero de 2010 (vacaciones de fin y principio de año).

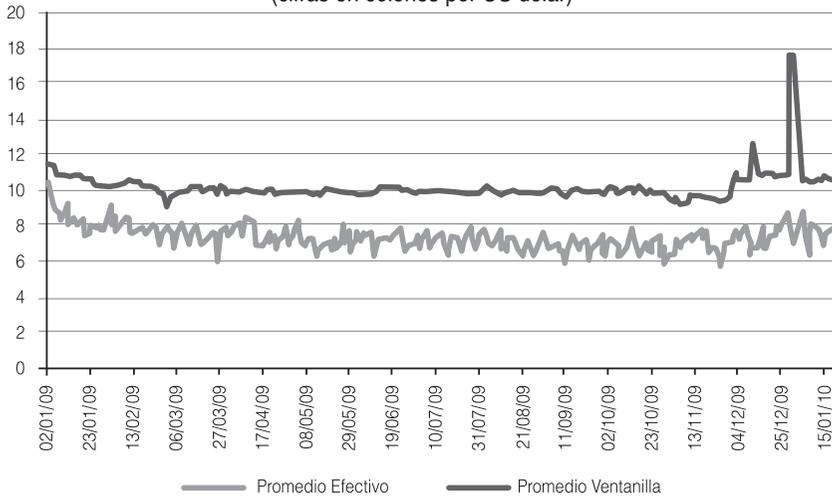
FUENTE: BCCR.

26. Citado en la página 133 del este capítulo.

27. Citado en la página 133 del este capítulo.

GRÁFICO 2.6.A.²⁸

COSTA RICA: DESEMPEÑO DE MARGEN CAMBIARIO
 VERSUS MARGEN EFECTIVO, ENERO 2009 - ENERO 2010
 (cifras en colones por US dólar)



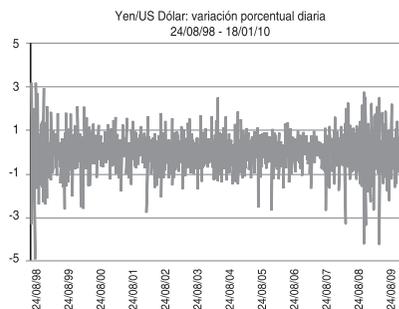
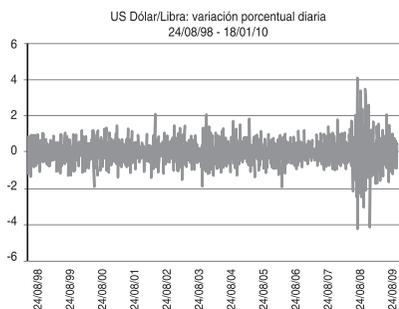
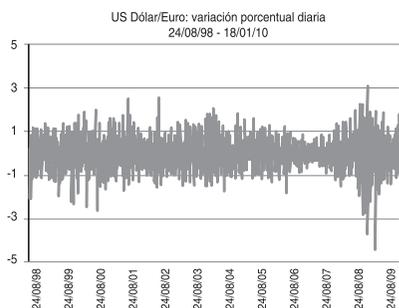
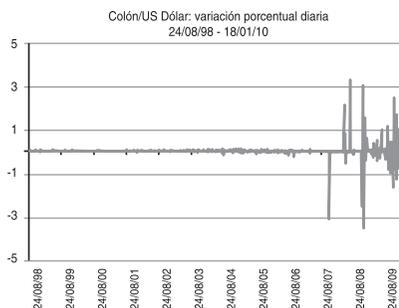
FUENTE: BCCR.

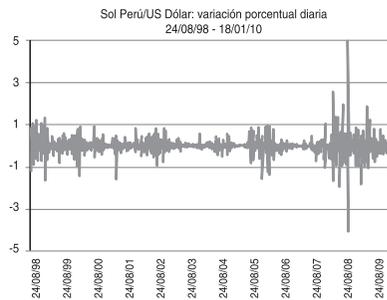
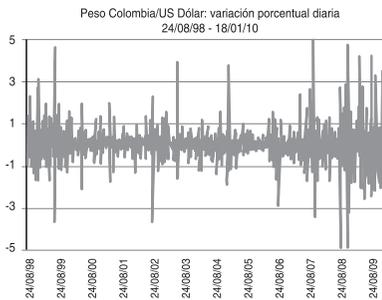
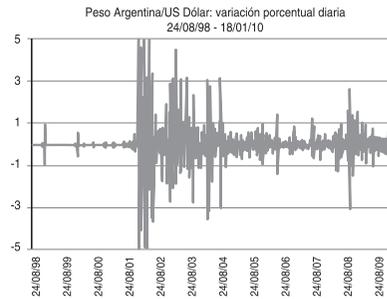
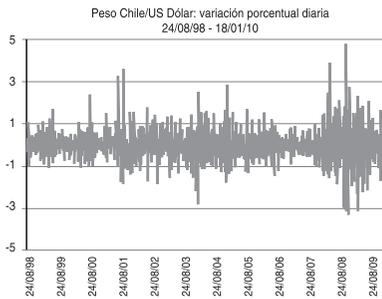
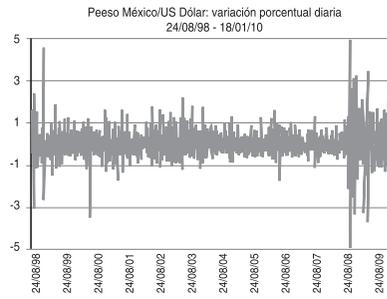
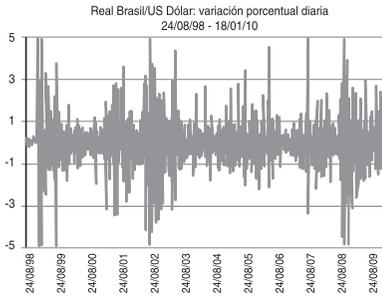
28. Citado en la página 133 del este capítulo.

Anexo 2.2

Volatilidad del tipo de cambio, países seleccionados

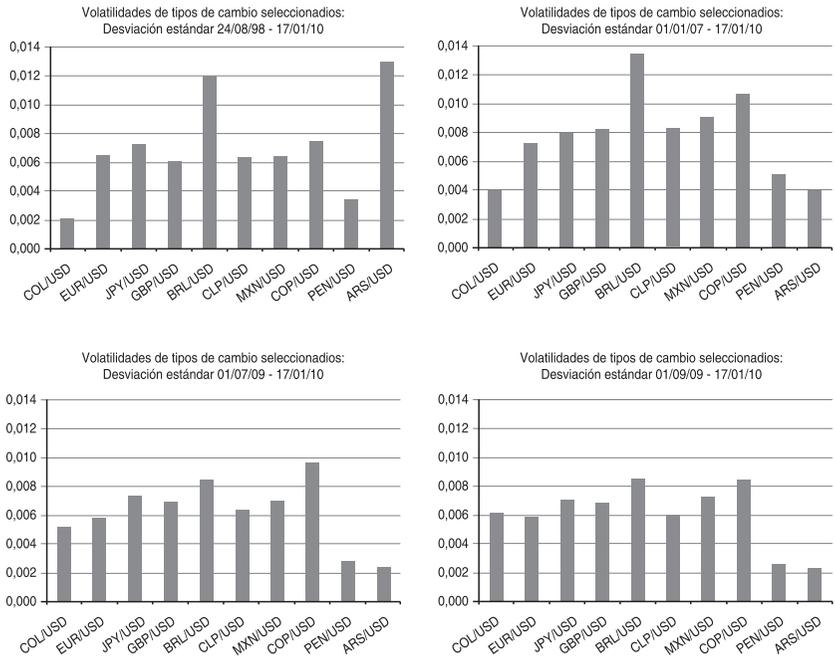
Gráficos comparativos sobre la variación porcentual diaria de tipos de cambio seleccionados, que incluyen países industrializados y países latinoamericanos. En todos los casos se utiliza información desde el 24 de agosto de 1988 hasta el 18 de enero del 2010, para conservar uniformidad en la comparación de las series obtenidas. La selección procuró incluir las principales monedas del mundo (US dólar, euro, yen y libra esterlina) así como una muestra de las principales monedas latinoamericanas.





FUENTE: En todos los casos, se trata de elaboración propia con base en datos del BCCR para la relación colón / US dólar y de The Pacific Exchange Rate Service para las demás monedas. Se agradece la colaboración de José Luis Arce en la obtención y suministro de esta información.

El siguiente segmento incluye gráficos donde se mide la desviación estándar de las variaciones porcentuales diarias, desde diferentes fechas hasta la última fecha común, el 18 de enero del 2010. Tienen el propósito de ilustrar cómo aumentó la volatilidad de la relación colón / US dólar a lo largo del tiempo, sin llegar a superar en general la de las monedas de los países industrializados (ni siquiera en los últimos meses de mayor variabilidad de aquella relación). Además, cómo esa volatilidad ha sido variable en los países latinoamericanos pero, en general, relativamente alta en la mayoría de ellos.



Anexo 2.3

Encajes mínimos legales en países seleccionados

CUADRO 2.1.A
REGIONES DEL MUNDO: ENCAJE MÍNIMO LEGAL EN MONEDA NACIONAL (MN)
Y MONEDA EXTRANJERA (ME), 2009
(Cifras en porcentajes)

	Centroamérica			
	Costa Rica	Guatemala	Honduras	Nicaragua
Tasa de EML (MN)	15,0	14,6	6,0	16,3
Tasa de EML (ME)	15,0	14,6	12,0	16,3
	Latinoamérica			
	Perú	Uruguay		
Tasa de EML (MN)	6,0	20,0		
Tasa de EML (ME)	6,0	20,0		

FUENTE: SECMCA, Banco Central de Uruguay y Banco Central de Reserva de Perú.

La información comparativa de las disposiciones sobre Encaje Mínimo Legal en países seleccionados de Centroamérica, Latinoamérica y la Unión Europea fue obtenida y elaborada por el señor Adrián Pacheco, Asistente de Economía en la Academia de Centroamérica, a quien el autor agradece su apoyo.

El primer cuadro 3.1.A incluye datos donde la información obtenida se refiere a tasas únicas de encaje para moneda nacional y para moneda extranjera.

El segundo cuadro 3.2.A ilustra los casos donde las disposiciones de encaje mínimo legal son sui generis, porque los requerimientos no tienen la connotación de instrumento de política monetaria (como en El Salvador y en México) o porque se aplican criterios diversos, en lugar de un porcentaje único.

CUADRO 2.2.A
REGIONES DEL MUNDO: ENCAJE MÍNIMO LEGAL SEGÚN SITUACIÓN
O INSTRUMENTO MONETARIO, 2009
 (cifras en porcentajes)

Centroamérica				
	Rep. Dominicana			
Tasa de EML (MN)	—			
Tasa de EML (ME)	17,5 (En bancos múltiples) y 13,0 para el resto de entidades financieras.			
	25,0 (Depósitos en cuenta corriente), 20,0 (Depósitos en cuentas de ahorro y a plazo), 20,0 (Títulos de emisión propia a menos de 1 año) y 15,0 (Títulos a más de un año).			
Latinoamérica				
	México	Chile	Colombia	Argentina
Tasa de EML Nacional y Moneda Extranjera	No existe un encaje legal en México. El Banco de México ha instruido a las instituciones de crédito a constituir depósitos de regulación monetaria por un monto fijo, pero estos depósitos son remunerados a tasas de mercado, por lo que no tienen las características de un encaje legal.	9,0 (Para depósitos y captaciones a la vista) y 3,6 (Para depósitos y captaciones a plazo y las demás captaciones a más de un año no estarán regidas por el encaje).	0,0 (Para montos de establecimientos de crédito, como pasivos, con tribuciones, donaciones y cuentas para realizar pagos comerciales).	Entre el 10,0 y el 20,0 (Aplicable como fondo de reserva legal de las utilidades de los bancos)
Unión Europea				
Tasa de EML Nacional y Moneda Extranjera	2 por ciento (En depósitos a la vista, depósitos a plazo o período de preaviso de hasta 2 años, títulos de deuda emitidos con un vencimiento de hasta 2 años, el papel del mercado monetario) y 0 por ciento (En depósitos a plazo o período de preaviso de más de 2 años, acuerdos de recompra, valores de renta fija con vencimiento superior a 2 años.)			

Nota: El Salvador es una economía dolarizada, por lo que no aplica la distinción entre moneda nacional y moneda extranjera.

FUENTE: SECMCA, Banco Central de México, Banco Central de Chile, Banco Central Europeo, Banco de la República (Colombia) y Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (Argentina).

2.6 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Asamblea Legislativa (1995). *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley N° 7558*. San José, Costa Rica, en sitio web del Banco Central: www.bccr.fi.cr.
- Banco Central de Costa Rica, varios años: *Informe de Inflación*, San José, Costa Rica, División Económica.
- _____ (2010). "*Programa Macroeconómico 2010-2011*", San José, Costa Rica, enero.
- Barrantes P., Hellen y Ana Méndez Hidalgo (2010). *La legislación de banca central en Costa Rica y el esquema de banda cambiaria*. Trabajo final de graduación para optar por el grado de Licenciatura en Derecho. Ciudad Universitaria Carlos Monge: Universidad de Costa Rica.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia y Paolo Mauro (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*. Washington, D. C., Fondo Monetario Internacional, IMF Staff Position Note SPN/10/03, Febrero.
- Bolaños Z., Rodrigo (2006). "Las condiciones actuales: *¿Es el momento para un cambio del régimen cambiario en Costa Rica?*", en Eduardo Lizano y Grettel López, editores: *Régimen Cambiario en Costa Rica*, San José, Costa Rica, Academia de Centroamérica.
- Bufman, Gil y Leonardo Leiderman (2001). "*Surprises on Israel's Road to Exchange Rate Flexibility*". Trabajo preparado para la conferencia en el Seminario de alto Nivel sobre Regímenes de Tipo de Cambio: "Hard Peg" o Flotación Libre?, FMI, Marzo 19-20, 2001.
- Calvo, Guillermo A. y Carmen M. Reinhart (1999). "*When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options*". En <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>.
- Carrasquilla B., Alberto (1995). "*Bandas cambiarias y modificaciones a la política de estabilización: Lecciones de la experiencia colombiana*". Bogotá, Colombia, Banco de la República.
- Castrillo R., Desirée, Carlos Mora G. y Carlos Torres G. (2008). "*Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Costa Rica: Período 1991-2007*". San José, Costa Rica, Banco Central de Costa Rica, Documento de Investigación DIE-07-2008-DI, Octubre.
- Chang, Roberto (2007). "*Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America*". Bogotá, Colombia, FLAR (Fondo Latinoamericano de Reserva), Papers and Proceedings on Inflation Targeting.

- Corbo, Vittorio y Klaus Schmidt-Hebbel (2001). *"Inflation Targeting in Latin America"*. Santiago, Chile, Banco Central de Chile, Documentos de Trabajo, N° 105, Setiembre.
- Cubero, Rodrigo (2006). *"Fijar o no fijar: Ventajas y desventajas de los diferentes regímenes cambiarios"*, en Eduardo Lizano y Grettel López, editores: Régimen Cambiario en Costa Rica, San José, Costa Rica, Academia de Centroamérica.
- Delgado Q., Félix (2000). *La Política Monetaria en Costa Rica: 50 Años del Banco Central*. San José, Costa Rica, BCCR.
- _____ (2006). *"Experiencia de Costa Rica con el sistema de minievaluaciones: El régimen cambiario de 1984 al 2006"*, en Eduardo Lizano y Grettel López, editores: Régimen Cambiario en Costa Rica, San José, Costa Rica, Academia de Centroamérica.
- Durán, Rodolfo y Manfred Esquivel (2008). *"Policy Rate Pass-Through: Evidence from the Costa Rican Economy"*, San José, Costa Rica, Banco Central de Costa Rica, Research Paper DIE-05-2008-DI, Junio.
- Flores P., Melania, Alexander W. Hoffmaister, Jorge Madrigal B. y Lorely Villalobos M. (2000). *"Función de Reacción de la Tasa de Interés en Costa Rica"*. San José, Costa Rica, Banco Central de Costa Rica, Nota de Investigación N° 2-00, Setiembre.
- Gutiérrez G., Francisco de Paula (2007, Julio). *"Retos de la política monetaria y cambiaria en tiempos de transición"*. En Eduardo Lizano, compilador, Reformas Financieras y Política Monetaria y Cambiaria. San José, Costa Rica, Academia de Centroamérica, Serie Documentos N° 18, 2007.
- Habermeier, Karl, Annamaria Kokenyne, Romain Veyrone y Harald Anderson (2009). *"Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements"*. Washington D. C., Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper WP/09/211.
- Krugman, Paul R. (1991). *Inestabilidad de la tasa de cambio*. Bogotá, Colombia, Grupo Editorial Norma.
- Lizano F., Eduardo (1987). *"La jarana siempre sale a la cara: Las pérdidas del Banco Central"*, en Eduardo Lizano, 1987, Desde el Banco Central, San José, Costa Rica, Academia de Centroamérica.
- _____ (1996). *"¿Vinos y Botellas, Viejos o Nuevos? Reflexiones acerca de la política económica latinoamericana, una vez más"*. En Eduardo Lizano, 1999, Ajuste y Crecimiento en la Economía de Costa Rica,

- 1982-1994, San José, Costa Rica, Academia de Centroamérica, pp. 277-322.
- _____ (2003). *Visión desde el Banco Central, 1998-2002*. San José, Costa Rica, Academia de Centroamérica.
- _____ (2007a). *“Veinte años sin crisis financieras (1984-2004): El caso de Costa Rica”*. En Eduardo Lizano, compilador, *Reformas Financieras y Política Monetaria y Cambiaria*. San José, Costa Rica, Academia de Centroamérica, Serie Documentos N° 18, Setiembre del 2007.
- _____ (2007b). *“Las bandas cambiarias y la tasa de interés en Costa Rica”*. En Eduardo Lizano, compilador, *Reformas Financieras y Política Monetaria y Cambiaria*. San José, Costa Rica, Academia de Centroamérica, Serie Documentos N° 18, Setiembre del 2007.
- Machlup, Fritz, 1966, *“The Need for Monetary International Reserves,”* Reprints in *International Finance* 5. Princeton University.
- Madrigal, Jorge (2006). *“Reflexiones sobre el régimen cambiario en Costa Rica”*, en Eduardo Lizano y Grettel López, editores: *Régimen Cambiario en Costa Rica*, San José, Costa Rica, Academia de Centroamérica.
- Madrigal L., Róger y Evelyn Muñoz S. (2004). *“Estrategias de mediano plazo para reducir la inflación en Costa Rica”*. San José, Costa Rica, Banco Central de Costa Rica, Departamento de Investigaciones Económicas, Documento DIE-29-2004-IT, febrero.
- Méndez Q., Eduardo, Carlos Mora G., Eduardo Prado Z. y Mario G. Solano N. (2002). *Opciones de política cambiaria para Costa Rica*. San José, Costa Rica, Banco Central de Costa Rica, Departamento de Investigaciones Económicas, Documento de investigación DIE-DM/03-2002-DI/R.
- Mora Arias, Mariela y Eduardo Prado Zúñiga (2007). *“El régimen de banda cambiaria: hacia la flexibilidad cambiaria y el control de la inflación”*. San José, Costa Rica, Banco Central de Costa Rica, Junio. Documento elaborado para el XIII Informe del Programa Estado de la Nación.
- Muñoz S., Evelyn y Edwin Tenorio Ch. (2008). *“El modelo macroeconómico de proyección trimestral del Banco Central de Costa Rica, en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio”*. San José, Costa Rica, Banco Central de Costa Rica, Documento de Investigación DIE-08-2008-DI, Noviembre.

- Schmidt-Hebbel, Klaus (2006). *"La gran transición de regímenes cambiarios y monetarios en América Latina"*, en Eduardo Lizano y Grettel López, editores: Régimen Cambiario en Costa Rica, San José, Costa Rica, Academia de Centroamérica.
- Svensson, Lars E. O. (1998). *"Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule"*. Cambridge, MA, NBER (National Bureau of Economic Research), Working Paper 6790.
- _____ (2008). *"What Have Economists Learned About Monetary Policy over the Past 50 Years?"*. Ensayo presentado en la conferencia "Política Monetaria en 50 años", para celebrar ese aniversario del Banco Central de Alemania.
- _____ (2009a). *"Evaluating Monetary Policy"*. Washington D.C., National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper #15385, September.
- _____ (2009b). *"Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis"*. Basilea, Suiza, Bank of International Settlements, BIS Review, Vol. 112.
- Taylor, John B. (1998). *"An Historical Analysis on Monetary Policy Rules"*. Cambridge, MA, NBER (National Bureau of Economic Research), Working Paper 6768.
- Tenorio Chaves, Edwin (2008). *"Recopilación de definición y cambios en la Tasa de Política Monetaria del Banco Central de Costa Rica"*. San José, Costa Rica, Banco Central de Costa Rica, Informe Técnico DIE-037-2008-IT, Octubre.
- Torres G., Carlos (2003). *"Dinámica inflacionaria y la nueva Curva de Phillips neokeynesiana en Costa Rica"*. San José, Costa Rica, Banco Central de Costa Rica, Documento de Investigación DIE-09-2003-DI/R, Diciembre.
- _____ (2007). *"Evidencia internacional sobre algunos "prerrequisitos" para la adopción del régimen de metas de inflación"*. San José, Costa Rica, Banco Central de Costa Rica, Informe Técnico DIE-17-2007-IT, Abril.
- Villalobos M. Lorely, Carlos Torres G. y Jorge Madrigal B. (1999). *Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria: Marco Conceptual*. San José, Costa Rica, BCCR. Documento del Grupo de Política Monetaria de la división Económica, GPM-03-99, Abril.

- Villalobos M. Lorely, Marlene Villanueva S. y Norberto Zúñiga F. (1997). *Experiencias en Política Monetaria: Lecciones para Costa Rica*. San José, Costa Rica, BCCR. Documento DE-DIE-PI-03-97, agosto.
- Williamson, John (1996). "*The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Colombia, and Israel*". Washington D. C., Institute for International Economics.
- _____ (2000). "*Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*". Washington D. C., Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics, N° 60.
- Zúñiga, Norberto *et al.* (1997) "*Aspectos Teóricos para el Diseño de la Política Monetaria*". Serie Comentarios sobre Asuntos Económicos No. 174, San José, Costa Rica, Banco Central de Costa Rica.

Comentario

WILLIAM CALVO

Félix Delgado ubica su análisis en tres puntos: ¿de dónde venimos?, ¿dónde estamos? y ¿hacia dónde vamos?

¿De dónde venimos?

Se menciona que Costa Rica ha padecido una inflación crónica desde los años 1980 y se divide ese período en dos partes: un período de 1983 a 1996, con una inflación promedio del 17,2 por ciento y una inflación promedio para el período 1997 a 2009 del 10,8 por ciento. Se nota que hay una baja de 7 puntos porcentuales en la tasa de inflación.

Una razón que explica la baja en la inflación es que, en los años 1980 y hasta los años 1990, predominaron los convenios con el Fondo Monetario Internacional en Costa Rica, en los cuales se ponía más énfasis en la acumulación de reservas y en el tipo de cambio, que en la inflación. Por lo que buena parte del quehacer del banco central en esos períodos se centraba en cómo se cumplían esas metas y darle seguimiento a los convenios; y se dejaba de lado la investigación económica con énfasis en los determinantes de la inflación. Y, aunque en el banco central existía un conocimiento tácito de que la inflación era el objetivo primordial, los convenios le imponían otras tareas.

A partir del año 1992 se empieza a dar un mayor impulso a la investigación económica en el banco central y fundamentalmente al fenómeno inflacionario. ¿Por qué se da esto? Porque empieza a ponerse en boga el régimen monetario de metas de inflación, el cual tiene resultados muy favorables en varios países, especialmente latinoamericanos. Y así lo entendieron los

presidentes ejecutivos del banco central. Se trajo a un experto del Fondo Monetario Internacional, que estuvo por un par de años trabajando en los modelos de inflación, además, el banco central le dio recursos a este tipo de investigación.

Luego de que el banco central desarrolló las herramientas necesarias para adoptar este régimen, que todavía no se ha adoptado como debe ser, se pasó a implementar el sistema de bandas cambiarias, como un primer paso a la flexibilidad. Y en ese sentido se comparte con Félix sobre las razones que han llevado al tipo de cambio a una apreciación importante. Una ha sido la recesión, que ha implicado una caída en las importaciones mayor que las exportaciones y por lo tanto que la demanda de divisas ha disminuido. Otra ha sido el diferencial de tasas de interés, que ha llevado a un balance del portafolio entre dólares y colones. Y la entrada de capitales golondrina buscando mayores tasas de interés.

Otro elemento importante en el documento de Félix es el que trata la tasas de interés y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. El afinar este proceso, de que a través de la tasa de interés se pueda transmitir favorablemente la política monetaria, requiere tiempo. El banco central durante muchos años utilizó la tasa de interés de política monetaria (era una tasa pasiva), que era la tasa de los bonos de estabilización monetaria, con la cual el banco competía con los bancos comerciales y con el gobierno, fundamentalmente. Pero también era una tasa que incentivaba el ahorro de las personas, lo cual este autor no considera como una tasa que efectivamente podía transmitir el estado de la política monetaria.

¿Dónde estamos?

En materia cambiaria, desde agosto a la actualidad, se podría hablar de una flotación pura del tipo de cambio, dado que el banco central no ha intervenido. La pregunta que surge es: ¿Debió el banco central haber intervenido desde agosto a la fecha para evitar esta apreciación del tipo de cambio? Otra pregunta es: ¿debió el banco haber intervenido con bandas intramarginales, que solo el banco conociera? Y finalmente: ¿deben participar 2.700 usuarios en el MONEX (Mercado de Monedas Extranjeras)? Y esta última pregunta se piensa porque en el MONEX se ha unido al mercado mayorista con el mercado minorista, y cuando hay oscilaciones en el tipo de cambio o

cuando hay tendencias al tipo de cambio, se puede conducir a una expansión de pánico.¹

Félix hace una comparación de la volatilidad del tipo de cambio en el período que el banco central tiene las bandas cambiarias, con otros países, pero como sugerencia, la comparación no es válida, porque se compara países como Chile, Colombia y Perú, donde se empezó con volatilidades muy altas y a través del tiempo se logró reducir o la gente se fue acostumbrando a esa volatilidad. Mientras que en Costa Rica se está empezando con una volatilidad relativamente alta, para la agilización de un régimen cambiario y la gente no estaba acostumbrada a esta volatilidad, como sí lo está la gente de los países con los que se compara.

¿Hacia dónde vamos?

En lo personal, concuerdo con Félix en los siguientes puntos: i) la meta de inflación en Costa Rica no debe ser una meta igual a la de sus socios comerciales. La meta que el banco central, por lo menos en el corto plazo o en el mediano plazo, debería imponerse, es una meta entre el 4 y 6 por ciento². Por otro lado, la baja de 10 puntos porcentuales es un elemento positivo. Por lo que los agentes económicos no deberían asustarse si la inflación del presente año es 6 ó 7 por ciento, ya que el año pasado fue un fenómeno aislado; ii) el otro elemento que se comparte es que el banco central debe abocarse a estudiar cuál es un monto de reservas monetarias deseables, considerando parámetros como meses de importación, deuda de corto plazo y otros; iii) también se razona que es importante lo que ha hecho el banco central sobre el blindaje financiero a través del FLAR y el Fondo Monetario Internacional, entre otros. Esas líneas de crédito deben permanecer de primera mano y no como las reservas monetarias, que tienen un costo para el país³; y iv) así como se tiene flexibilidad en el régimen

1. Minoristas en forma individual, tal vez no pueden influir sobre el tipo de cambio, pero si empieza un pánico en ese tipo de minoristas, podría ser que efectivamente se dé una tendencia de tipo de cambio hacia un lado o hacia otro.
2. Omando en cuenta que la baja de 10 puntos porcentuales que se dio en el 2009 es un fenómeno aislado y máxime que hay algunos factores que todavía se mantienen (tendencias inflacionarias).
3. Aunque cuando se estudia la literatura sobre tipos de cambio flexibles, la mayoría de los países que tienen estos sistemas siempre han mantenido un nivel de reservas alto.

cambiarlo, se debería tener flexibilidad en la tasa de inflación, es decir, ir a metas de inflación. Por lo que se considera excelente lo que está haciendo el banco central, en fijarse indicadores secundarios, como la tasa subyacente de inflación y las medias truncadas, ya que le permite afinar la política monetaria en un horizonte de mediano plazo y no actuar frente a *shocks* no permanentes.

En cuanto al tipo de cambio flexible, se presentan tres opciones: Eliminar las bandas e ir a flotación administrada, reducir el tamaño de la banda o no hacer nada. Parece que el documento de Félix se inclina por la tercera opción. Este autor se inclina por una mezcla; por ir a flotación administrada y que haya una banda intramarginal. Pero cuando hay este tipo de bandas, el problema que se da es si debe el banco central dar reglas para su intervención o deben éstas ser discrecionales. Al respecto hay cuatro objetivos cuando se quiere intervenir: Moderar la fluctuación en el tipo de cambio, enfrentar condiciones desordenadas del mercado, acumular reservas internacionales o suplir divisas al mercado. Lo que parece más favorable es una intervención discrecional, pero con rendición de cuentas.

Por otro lado, parece que el esquema de coberturas no es requisito para ir a mayor flexibilidad o ir a metas de inflación. Se debe revisar la posición propia de los bancos. En la mayoría de los países la posición de los bancos le permite tener en activos externos un 30 por ciento del patrimonio. En Costa Rica la posición varía entre más menos 100 por ciento del patrimonio.

El mecanismo de transmisión de la política monetaria debe hacerse a través de una tasa activa del banco central y es necesario que se busque secar el mercado (que la liquidez del mercado sea la menos posible), de tal forma que los bancos tengan que acudir al banco central por esa liquidez y esa tasa activa sea más eficiente como tasa de política monetaria. Por lo mismo, la propuesta del banco central de encajar varios instrumentos (fondos de inversión y cooperativas) se considera apropiada. La experiencia internacional indica que varios países, para introducir el esquema de metas de inflación y flexibilidad cambiaria, tuvieron que secar el mercado.⁴

Los diferentes sectores y actores económicos deben tener presente el reza-go de la política monetaria. En el caso de Costa Rica, los estudios del banco

4. En el caso de España, cuando fue a metas de inflación, puso un encaje del 100 por ciento y lo remuneró.

central señalan que ese rezago es de aproximadamente tres trimestres y reducir ese rezago lleva varios años, lo cual implica que el banco central tiene que afinar sus pronósticos de inflación para incidir más rápidamente en las expectativas cambiarias.

Es importante que el banco central y los diferentes participantes en el mercado, monitoreen una serie de indicadores: ¿Quiénes son los grandes participantes?, ¿quiénes son los que compran y venden más?, ¿cuáles es el origen de las transacciones?, ¿cuál es el *timing* de esas transacciones? Que se conozca el mercado para anticipar lo que puede suceder. No es posible que a estas alturas, no haya una explicación o evidencia clara del comportamiento del mercado cambiario.

Sobre el tema de las pérdidas, parece que el banco central debería buscar cuál es el nivel manejable. Y no tratar solamente de eliminar todas las pérdidas a través del fisco, sino ir reduciéndolas sostenidamente.

Finalmente, se tuvo 22 años de mini devaluaciones, tres años de bandas y se tienen ya ocho meses de flotación. Hay que tener paciencia y aprender del sistema. Con todo respeto, no se debe poner atención a los que opinan de volver a las mini devaluaciones o de dolarizar la economía. El régimen de mini devaluaciones ya está superado y el segundo no ha mostrado las bondades que se le aginan. Por lo que se razona que el sistema de flotación es el más apropiado para que este país logre reducir y mantener una tasa de inflación que le permita generar un mayor crecimiento económico en el futuro.

Comentario

LUIS MESALLES

“El reto de los policy makers es la de sopesar los diferentes “trade-offs” entre objetivos de política, evaluar cuales desarrollos económicos son probablemente los más importantes en el medio plazo, identificar las principales limitantes al régimen en operación, y calibrar el grado de transparencia necesaria en la política monetaria”¹.

Comentarios generales

El objetivo del libro anual de la Academia de Centroamérica es que pueda ser leído por un gran público. Félix Delgado expone su trabajo en tres partes: ¿de dónde venimos?, ¿dónde estamos? y ¿hacia dónde vamos? Esta composición del trabajo, junto con el lenguaje claro y sencillo que utiliza Félix, lleva a la conclusión de que el objetivo buscado se cumple a cabalidad. Además, el resumen que se hace en dicho trabajo del “dónde venimos” y “donde estamos” está muy bien documentado y refleja muy bien la situación actual a la que se enfrenta el Banco Central de Costa Rica (BCCR) en su proceso de política monetaria. Sobre todo, vale la pena resaltar la explicación de cómo se ha llegado al momento actual, en el que el banco central se encuentra en una transición de un régimen de mini devaluaciones del tipo de cambio a uno de flexibilidad cambiaria, como parte de un régimen de política monetaria basado en metas de inflación.

Este comentario, por lo tanto, se enfocará exclusivamente en la parte de “hacia dónde vamos”, y más específicamente en la última parte donde Félix plantea un plan B a lo que viene haciendo el Banco Central de Costa Rica. Cuando se ve el objetivo del banco central de ir hacia un esquema de metas

1. Parrado (2004).

de inflación, y estando ahora en la etapa de transición, se concuerda plenamente en que se requiere mucho tiempo y paciencia. Sin embargo, hay dos aspectos que constituyen una piedra en el zapato para el éxito que pueda tener esta estrategia: el grado de dolarización de la economía y la efectividad de la transmisión de la política de tasas de interés del BCCR.

Por un lado, es claro que el alto grado de dolarización que tiene la economía, donde más del 50 por ciento de los activos y pasivos financieros están denominados en dólares, afecta la efectividad de la política monetaria. La dolarización proviene de la desconfianza que la gente tiene, o ha tendido, del colón, producto de la aplicación de políticas económicas en general, y de la monetaria en particular, que se han adoptado en distintos momentos. Ante tal desconfianza, cabe la pregunta: ¿es posible volver hacia una confianza en el colón? Esta pregunta se torna esencial, ya que el esquema de “metas de inflación” está basado en que la gente vuelva a confiar en el colón y, por lo tanto, que haya algún grado de desdolarización.

Para lograr su objetivo de devolver la confianza en el colón, el BCCR ha adoptado una estrategia basada en un tipo de cambio flexible. La esperanza del banco central es que mediante esta estrategia recuperará el control sobre los agregados monetarios. Sin embargo, con la mayor flexibilidad cambiaria viene apareada una mayor volatilidad en el tipo de cambio. Si el público empieza a notar cambios bruscos en el tipo de cambio, a los que no se está acostumbrado luego de 22 años de mini devaluaciones y mucha certidumbre en cuanto al tipo de cambio, y además el público tiene sospechas de que existen imperfecciones en el mercado, que le agregan aún mas volatilidad, es difícil lograr que el público vuelva a confiar en el colón. Las pérdidas para los ahorrantes en dólares y para los exportadores tendrían que ser muy altas, como para que el público prefiera el colón sobre el dólar. Ante esta situación, surge la pregunta: ¿Conviene pagar un costo tan alto para que el BCCR tome control de la política monetaria?

Félix se pregunta si ¿debe eliminarse la volatilidad del tipo de cambio? Dentro del plan de ir hacia “metas de inflación”, la respuesta sería que no. Pero, por otro lado, y tal como menciona Félix: “*si se es una economía que le ha apostado al crecimiento basado en el sector exportador; si se es una economía muy abierta, pues, entonces, pareciera que la poca volatilidad del tipo de cambio es algo deseable*”. Si el banco central empieza a administrar el tipo de cambio una vez que adopta un régimen flexible, en búsqueda de una menor volatilidad

o dirección al tipo de cambio, más bien podrían generarse fluctuaciones aún más altas y no deseadas. Encima, el BCCR se estaría alejando de su objetivo principal, el cual es obtener una inflación baja.

La segunda piedra en el zapato en la estrategia del banco central es el mecanismo de transmisión de la política monetaria a través de las tasas de interés. Con respecto a esto, se quiere hacer una crítica a lo que ha estado haciendo el banco central. Parece que, de alguna manera, en ese afán de secar el mercado o secar la liquidez del mercado, llevándola toda para el banco central para después prestarle a quien en verdad tiene necesidad, ha generado cierto desprecio hacia la intermediación financiera. El banco central, en lugar de ayudar al desarrollo del sistema financiero, le ha ido tratando de reducir su accionar. Esto le dificulta las posibilidades de tener éxito, al mismo banco central, en su política monetaria. Un ejemplo claro de este accionar es el caso de los encajes mínimos legales a los fondos de inversión. ¿Es deseable para el país que desaparezcan los fondos de inversión? ¿Es deseable para el país que la Bolsa Nacional de Valores vaya desapareciendo y, por lo tanto, los costos de intermediación se vayan haciendo cada vez más altos?

Alto grado de dolarización en la economía

Cuando se habla del esquema alternativo en vez de la flotación administrada, cuando se estudian esas dificultades, hay que analizar el plan B. ¿Será la única manera la flotación administrada? Se razona que la dolarización es una alternativa que no se debe descartar. También, hay otros esquemas de manejo de tipo de cambio, como administrar la flotación, sin necesariamente perder el objetivo final, que es bajar la inflación. Revisando literatura sobre el tema de inflación, en un documento de David Florián (2002), titulado *“Reglas monetarias para economías parcialmente dolarizadas: evidencias para el caso peruano”*, se menciona que Perú, siendo una economía muy abierta y altamente dolarizada, que ha adoptado una política monetaria de metas de inflación, en algunos casos, sustituye la moneda local para transacciones (una sustitución monetaria).

En el caso estándar, cuando se da flexibilidad cambiaria, se dice que esto le ayuda a resolver el problema de la Trinidad Imposible.² Al menos esa es una de las principales justificaciones que utiliza el Banco Central de Costa Rica. Por ello, el banco central decidió buscar un régimen de tipo de cambio flexible y utilizar la tasa de interés como el instrumento para manejar la política monetaria. Por lo anterior, el tipo de cambio es el que absorbe los choques externos, como cambios en el precio del petróleo y otros.

Sin embargo, cuando en la economía existe un algo grado de dolarización, esta le resta efectividad a la política monetaria. Por un lado, existe sustitución monetaria, donde la gente cambia de moneda nacional a extranjera con facilidad. En este caso, la demanda de dinero depende aleatoriamente de la devaluación esperada, y además, parte del circulante está en moneda extranjera, por lo que el banco central tampoco controla la oferta de dinero en la economía. Por otro lado, también puede existir sustitución de activos (de moneda nacional a extranjera), en cuyo caso puede haber un efecto de riqueza, tanto positivo como negativo, el cual depende de si hay revaluación o devaluación. Este se conoce como el efecto *balance sheet*. Pero además, hay que tomar en cuenta que también existe un efecto *pass through*. Este se refiere a que cuando hay movimientos de tipo de cambio, ellos se pueden transmitir en alguna medida hacia la inflación. Pero ese *pass through*, usualmente, es asimétrico: cuando el tipo de cambio se deprecia, los precios suben fuertemente; pero, cuando el tipo de cambio se aprecia, la baja en la inflación no es tan sensible.

Uno de los principales argumentos para adoptar un régimen de tipo de cambio flexible es que este puede ayudar a absorber los choques externos cuando estos se dan. Esto es, en casos en que la economía real se ve afectada por un golpe externo, se argumenta que el banco central tiene la opción de aplicar una política monetaria contra cíclica. Pero, en el caso de Costa Rica, en la última recesión el banco central no aplicó ninguna política monetaria contra cíclica. Es más, fue pro cíclica. Cuando la producción estaba creciendo al nivel más alto, las tasas de interés bajaron, mientras que cuando se experimentó lo más fuerte de la recesión, donde la mayoría de los países bajaron sus tasas de interés para ayudar a la economía real, el BCCR

2. Cuando en una economía con una cuenta de capitales abierta, tratar de controlar el tipo de cambio y tener una política monetaria a través de la tasa de interés para controlar la inflación, es imposible.

impulsó las tasas de interés hacia arriba. Esto se da porque el banco central tiende a pensar más en darle dirección al tipo de cambio que en otra cosa, ya sea la inflación o la absorción de los choques externos. Los efectos de sustitución monetaria y de *balance sheet*, producto de la dolarización, no sólo hacen perder efectividad a la política monetaria del BCCR, sino que hacen que este desvíe parcialmente su objetivo, más hacia el nivel de tipo de cambio y menos hacia la inflación.

Casos de Perú y Singapur

¿Qué se puede hacer? Florián (2002), en el caso de Perú, propone una regla monetaria de suavizar el tipo de cambio. En Perú no solamente se suaviza la regla de fijación de la tasa de interés con respecto a lo que está sucediendo con la inflación, sino que, cuando se está elevando la inflación, suben las tasas de interés para contraer la demanda o hacer más difícil el crédito, por lo que, finalmente, baja la inflación. Se ve hacia adelante, pero incorporando las desviaciones de la inflación esperada y los movimientos del tipo de cambio. El banco central reacciona dependiendo del tipo de choque. Si es un choque de términos de intercambio (aumentan los precios de los productos de exportación o los precios de importación), la regla monetaria suaviza los movimientos del tipo de cambio; y, si el caso es de choques reales, el banco central deja que el tipo de cambio flote.

Analizando los resultados en Perú, la meta de inflación es la más baja de la región y eso le da una mejor posición a la moneda local para competir con el dólar; además de que tienen una de las menores volatilidades de tipo de cambio de la región. La inflación y las tasas de interés se han reducido, demostrando que una alta dolarización no impide una política monetaria efectiva, que es uno de los principales problemas que se está teniendo en Costa Rica en la adopción del nuevo esquema de metas de inflación.

Otro caso interesante es el de Singapur. Este tiene un objetivo monetario: mantener la estabilidad de precios para asegurar el crecimiento sostenible. No es que el banco central vaya a ser otra vez "nervio y motor" de la economía, pero, de alguna manera, incorpora en su función objetivo el querer crecer con inflación baja. El manejo de la política monetaria, en este caso, se centra en la manipulación del tipo de cambio, no en los agregados monetarios o la tasa de interés.

Singapur es una economía muy abierta, incluso más que Costa Rica, y en ese sentido su economía depende más de las exportaciones que la nuestra. Para no caer en el problema de la trinidad imposible, sus autoridades sabían que no podían controlar el tipo de cambio y las tasas de interés al mismo tiempo. Por ello, en su política monetaria escogieron controlar el tipo de cambio, dejando, en consecuencia, que las tasas de interés quedaran a la libertad de fluctuar (convirtiéndose estas en la variable de ajuste macroeconómico). Por lo tanto, el Banco Central en Singapur trata de controlar los agregados monetarios a través de la compra o venta de divisas, de acuerdo a un objetivo de tipo de cambio. Por otro lado, el efecto *pass through* se logra disminuir significativamente, ya que el tipo de cambio fluctúa menos. Lo anterior es un reconocimiento de que, en economías pequeñas y muy abiertas, el tipo de cambio puede ser la herramienta más efectiva para mantener la estabilidad de precios.

La autoridad monetaria de Singapur guía el tipo de cambio para apreciarse o depreciarse, dependiendo de las expectativas de inflación.³ El mecanismo que utiliza es la venta y compra directa de divisas con operaciones de mercado abierto, pero también utiliza instrumentos bursátiles y de intermediación financiera, tales como los *swaps*, mercado de liquidez interbancario, recompras de bonos del gobierno y otros.

Un estudio de Gerlach y Gerlach-Kristen (2006) compara la política monetaria de Singapur con la de Hong Kong (ambos países pequeños y muy abiertos). Hong Kong aplicó una caja de conversión, donde lo que se busca es estabilidad del tipo de cambio, prácticamente un tipo de cambio fijo o una cuasi dolarización. Hong Kong ha tenido una inflación un poco más alta que la de Singapur, incluso más variable. Por lo que, al final, una dolarización o cuasi dolarización, no necesariamente es la única manera de llegar a inflaciones bajas. El estudio también compara la variación del sector real (la producción), y encuentra que esta ha sido muy similar en los dos países. Este hallazgo viene a contradecir el argumento que muchos utilizan para desacreditar las propuestas de la dolarización, como un régimen monetario alternativo. Esto es, en una economía cuasi dolarizada, o con un control del tipo de cambio muy fuerte, como la de Hong Kong, no se ha dado el caso de que la economía real es la que absorba todos los choques externos. De hecho, el tipo de cambio ha actuado más como el absorbente de los cho-

3. Ver Parrado (2004).

ques. En el caso de Hong Kong, es el tipo de cambio real el que absorbe los choques, y en el caso de Singapur es el tipo de cambio nominal.

Conclusiones

La transición hacia los esquemas de metas de inflación toma tiempo. La apuesta del banco central es la de recobrar la confianza del colón y eso es una tarea difícil. Pero hay que tener claro que el alto grado de dolarización que ya tiene la economía costarricense dificulta consolidar ese esquema de metas de inflación puro y, por lo tanto, hay que buscar alternativas.

Los casos de Perú y Singapur hay que estudiarlos un poco más, ya que se incorporan elementos de manejo de la tendencia del tipo de cambio para tratar de que éste no sea tan fluctuante. La importancia del tipo de cambio en las decisiones de los costarricenses pesa mucho, no sólo en términos de compra de activos y productos sino en términos de cómo se maneja la riqueza. Por lo tanto, y dadas las experiencias pasadas de cambios bruscos en el tipo de cambio, me parece que tomará mucho tiempo para recobrar la confianza plena en el colón. La alternativa de manejo de política monetaria por medio del tipo de cambio y no de tasas de interés parece interesante. Toda política pública tiene costos y beneficios, hay que analizar si los costos de adoptar la política monetaria de metas de inflación serán mayores que los beneficios, y por lo tanto, analizar bien si no hay mecanismos alternativos que podrían lograr el mismo objetivo con costos menores.

La dolarización siempre es una alternativa. Los efectos sobre el sector real pareciera que no son tan fuertes como se ha querido hacer ver según algunos. Encima, cuando el banco central no puede actuar contra cíclicamente, debido al alto grado de dolarización de la economía, el principal argumento que tienen los que están en contra de la dolarización se cae. No es tan cierto que el banco central pierda flexibilidad en su política monetaria cuando se adopta la dolarización, porque de todos modos en las circunstancias actuales, el banco central no tiene esa flexibilidad.

Referencias bibliográficas

- Florián Hoyle, David (2002). *Reglas monetarias para economías parcialmente dolarizadas: evidencias para el caso peruano*. Concurso de Investigación para Jóvenes Economistas 2001-2002.
- Gerlach, Stefan y Petra Gerlach-Kristen (2006). "Monetary policy regimes and macroeconomic outcomes: Hong Kong and Singapore," BIS Working Papers 204, Bank for International Settlements.
- Parrado, Eric (2004). "Singapore's Unique Monetary Policy: How Does it Work? " FMI Working Paper WP/04/10, International Monetary Fund.

LA POLÍTICA FISCAL EN COSTA RICA: RETOS PARA EL PERIODO 2010-2014

OSWALD CÉSPEDES*

3.1 INTRODUCCIÓN

Es un hecho que la actual coyuntura de recuperación económica impone un gran esfuerzo para los países en desarrollo con el fin de mejorar la conducción de la política económica, buscando generar el mayor crecimiento económico posible y el mayor impacto de las políticas sociales hacia la búsqueda del bienestar social o colectivo, dadas las restricciones de los recursos públicos con los que cuenta el Estado. La crisis financiera más fuerte experimentada por el mundo en los últimos 80 años, se desencadenó en el cuarto trimestre del 2008, con el “estallido” de la burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos, seguido, casi inmediatamente, por otros centros financieros mundiales, cuyas inversiones fueron fácilmente “destruidas” por las pérdidas en las bolsas internacionales de valores.

* Asociado de la Academia de Centroamérica (ocespedes@academiaca.or.cr). El autor desea agradecer la colaboración de Adrián Pacheco Umaña, Asistente de Economía de la Academia de Centroamérica, por sus eficientes labores en esta investigación. Se agradecen los comentarios de Eduardo Lizano, Luis Mesalles, Daniel Lederman, Thelmo Vargas, Miguel Loría y Juan Carlos Pacheco. Finalmente, las opiniones y recomendaciones expresadas en este documento, así como cualquier error, son exclusivamente responsabilidad del autor y no necesariamente reflejan los puntos de vista de la Academia de Centroamérica. La información aquí recopilada es actual a marzo del 2010.

Esta crisis llegó a Costa Rica en un momento en el que la economía nacional venía pasando por una bonanza que, aunque pasajera, logró sentar unas sólidas condiciones económicas en varios flancos, tales como: el comercio internacional, el mercado cambiario, las reservas monetarias internacionales, la estabilidad macroeconómica (a pesar de una inflación interna alta y variable) y las finanzas públicas. En este contexto, aunque la crisis entró principalmente por el sector financiero (escasez de fondos del exterior, reducción del crédito interno y generalización de la incertidumbre en los mercados financieros), se dio un impacto fuerte en el sector real, al reducirse tanto las exportaciones de productos costarricenses (su variación interanual a diciembre del 2009 fue del -7,6 por ciento) como las importaciones (su variación interanual a diciembre del ese mismo año fue del -25,9 por ciento), el aumento en el desempleo (la tasa de desempleo abierto subió en alrededor de 3 p.p., llegando a mediados del 2009 a ser del 7,8 por ciento) y, en síntesis, una fuerte contracción en la producción interna al reducirse su tasa de crecimiento anual de un 7,9 por ciento en el 2007 a un 2,8 por ciento en el 2008 y, finalmente, llegando ésta a ser negativa (-1,3 por ciento) en el 2009.¹

La política fiscal en el último año, por necesidad apremiante de las autoridades económicas y políticas del país, fue expansiva (mas no anti cíclica, estrictamente hablando, debido a que la expansión de gastos públicos se hace recurrente),² al aumentar los gastos públicos en momentos en que la producción interna estaba cayendo y al reducirse los ingresos tributarios (no por voluntad del gobierno sino por efecto de la fuerte caída de la producción interna que es, grosso modo, la base sobre la cual recaen los impuestos). Asimismo, era clave en ese momento para el gobierno fortalecer las políticas sociales con el fin de que esta recesión internacional no deteriorara los niveles de pobreza. El efecto global fue la generación de un fuerte déficit financiero que alcanzó el 3 por ciento del PIB al nivel del Gobierno Central en 2009, siendo éste un superávit financiero del 0,2 por ciento un año atrás (a diciembre del 2008).

1. Esta reducción resultó ser una caída relativamente pequeña del PIB después de todo, comparándola con la variación interanual del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) de -5,5 por ciento a febrero de ese año.
2. Esto es, gastos que, una vez hechos, se dan año con año. Para que fuera anti cíclica, la política fiscal debería hacerse por medio de programas estrictamente temporales (tipo *one shot*) que ocurrirían una sola vez y no se repetirían a futuro.

Dado este contexto, el objetivo de este estudio es analizar algunos aspectos clave de la política fiscal en Costa Rica en los últimos años y plantear los principales retos a enfrentar por parte de las autoridades económicas del gobierno de Laura Chinchilla.

Aparte de esta sección introductoria, el documento consta de una *Sección 3.2* donde se presenta un marco conceptual sobre política fiscal, tomando, para ello, elementos de la teoría normativa de las finanzas públicas acerca del papel del Estado en una sociedad. La *Sección 3.3* presenta los resultados fiscales ocurridos en el periodo 2006-2009. La *Sección 3.4* presenta un análisis de sostenibilidad del endeudamiento público para el periodo 2010-2014 y la *Sección 3.5* presenta las principales conclusiones del análisis de la política fiscal en los últimos años y los retos de política fiscal para el periodo 2010-2014.

3.2 MARCO CONCEPTUAL SOBRE POLÍTICA FISCAL

Esta sección conceptual busca informar al lector acerca del papel del Estado en una economía mixta, pequeña y abierta, como la costarricense. Aunque puede pensarse que esto es, hasta cierto punto filosófico, el papel del Estado debe ser revisado cada cierto tiempo, de una forma sistemática, con el propósito de no “perder el norte” acerca del tipo de sociedad y Estado que se desea. No es trivial la respuesta a la pregunta: ¿Qué tipo de Estado requiere (y requerirá) la sociedad costarricense en el futuro? Algunas sociedades de América Latina están girando hacia lo que puede denominarse un *Estado Neosocialista*.³ Sin citar nombres concretos, una amplia intervención del Estado en países del *Cono Sur*, donde el Estado, de una forma progresiva (a veces sutil y otras no tanto), podría estar abarcando dentro de su eje de acción más de lo que es justificable desde el punto de vista de una teoría normativa de las finanzas públicas.

En este contexto, es que debe considerarse un espacio, aunque sea pequeño, para realizar una digresión filosófica acerca del papel del *Estado* y las *Finanzas Públicas*, especialmente aplicado al caso de economías pequeñas y abiertas como la costarricense.

3. Por decirle así, para diferenciarlo del concepto tradicional de *Estado Socialista*, tipo Cuba o la antigua Unión Soviética.

3.2.1 La Teoría Normativa de las Finanzas Públicas: Conceptos básicos

Desde el punto de vista de la *Teoría Normativa de las Finanzas Públicas* (en adelante, TNFP),⁴ la existencia del Estado como agente económico (esto es, el *Sector Público*) obedece a la existencia de *fallas de mercado*.⁵ Dadas las fallas de mercado, que *podrían* dar origen a las intervenciones del Estado en la economía, cabe preguntarse: *¿Logrará la acción pública mejorar una situación previa a la intervención o regulación del Estado?* Si la respuesta a esta pregunta fuera *negativa*, entonces sería mejor, desde el punto de vista del bienestar social,⁶ no ejercer acciones públicas (intervenir o regular) por parte del Estado en el mercado. Si, por el contrario, la respuesta fuera *positiva*, el Estado debería intervenir en el mercado de tal forma que su acción pública (afectando a toda la sociedad) genere la mínima distorsión posible.

De acuerdo con la TNFP, el Estado debería intervenir en la economía sólo en aquellos mercados donde se cumplan dos condiciones: i) existen fallas de mercado y ii) la acción pública puede, efectivamente, mejorar el bienestar social de la colectividad con su intervención. Así, *la sola existencia de fallas de mercado no es condición suficiente para la acción pública*, pues debería garantizarse que la intervención o regulación de dicho mercado genere ganancias de bienestar para la *sociedad en su conjunto*, no para grupos de interés particulares.

Bajo estas condiciones, surgen varias preguntas atinentes a las reglas de decisión para la asignación de los recursos por parte del Estado: i) *¿Cómo asignar los recursos destinados a la producción de bienes y servicios por las entidades estatales?* y ii) *¿Qué tarifas, precios, tasas o impuestos deben definirse en el momento de poner dichos bienes y servicios a disposición de la población?* Para contestar estas interrogantes, se utilizan principios o reglas de decisión básicas, como lo son los principios de *Universalidad*, de *Solidaridad*, de *Eficiencia* y de *Continuidad* (ver recuadro 3.1) en el ámbito de los bienes y servicios públicos (véase Machinea y Cruces, 2006).

4. Véase Tresch (2002).

5. En este sentido, las fallas de mercado serían una *condición necesaria*.

6. Esto es, para la sociedad como un todo, abstracción utilizada en *Economía* para evaluar las políticas públicas.

Recuadro 3.1 Principios de universalidad, solidaridad, eficiencia y continuidad

El principio de universalidad implica garantizar a todos los ciudadanos la protección y los beneficios fundamentales que aseguran su participación plena en la sociedad que los congrega. Dicho principio apunta a que todos sus miembros tengan la certeza de que la sociedad les asegurará, *ex ante*, igualdad de oportunidades para desarrollarse y, *ex post*, un bienestar básico que concuerde con el nivel de desarrollo en un momento dado. La universalidad es el principio rector que sustenta el sentido de pertenencia y cohesión social y, en última instancia, que brinda la gobernabilidad imprescindible para la construcción de un consenso social en torno al necesario desarrollo de una sociedad equitativa e incluyente.

El principio de solidaridad implica que la participación en el financiamiento y el acceso a los servicios y la protección social no tienen que estar unívocamente ligados. Idealmente, el financiamiento debería depender de la capacidad económica para hacer los aportes exigidos, mientras que el acceso a los servicios debería depender únicamente de la necesidad.

El principio de eficiencia debe orientar la organización y la gestión global de los servicios y prestaciones sociales. Este principio es instrumental para la consecución de una plena ciudadanía económica y social en un contexto de recursos públicos escasos, ya que implica garantizar los mejores resultados posibles con un determinado volumen de recursos. La transparencia de la gestión y la implementación de políticas y la constante evaluación de los resultados son esenciales para una gestión eficiente, como se explica más adelante. Asimismo, la búsqueda de la eficiencia supone el establecimiento de una estructura de incentivos que fomente un mejor uso y asignación de los recursos en cada actividad y entre diferentes actividades por parte de los actores relevantes. En la concepción de las intervenciones públicas se debe incorporar la estructura de principal-agente del sector público y de los agentes privados, para asegurar que el interés de los actores coincida con la maximización de beneficios sociales. Finalmente, la búsqueda de eficiencia exige procurar que los beneficios que se consigan en cada área tengan las menores consecuencias negativas para otras esferas del desarrollo económico y social.

El principio de continuidad en las políticas públicas, y su estabilidad a lo largo del tiempo, es un componente esencial de las intervenciones especialmente en el área social. Las medidas públicas deben tener continuidad para consolidarse y rendir los resultados esperados.

En este sentido, dentro de un enfoque filosófico humanista, las finanzas públicas deben buscar *promover el interés público*, entendiendo por éste, básicamente, el interés de la sociedad en la *eficiencia* y la *equidad*. La *eficiencia* se refiere a *alcanzar el máximo bienestar social dados los recursos existentes*;⁷ en otras palabras, las políticas públicas deben buscar el logro de asignaciones de recursos *pareto-superiores*.⁸

Respecto al segundo concepto, *equidad*, existen dos tipos: i) *Equidad en las "reglas del juego"*,⁹ que se refiere a la existencia, en una sociedad, de mecanismos o políticas que aseguren la *igualdad de oportunidades* y la *movilidad social*;¹⁰ ii) *Equidad (o Justicia) distributiva*,¹¹ que se refiere a la existencia de políticas de reducción de la pobreza y de distribución del ingreso en una determinada sociedad; respecto a esta última, se tienen dos tipos: la *equidad horizontal*¹² y la *equidad vertical*.¹³

Según la TNFP, el Estado, como agente económico en una sociedad, debe ser un instrumento de promoción del *interés público*. Partiendo de la concepción humanista, dentro de la cual se supone que la sociedad desea maximizar

7. Asignación eficiente de los recursos (*Condición de Pareto*): Se alcanza un *óptimo de Pareto* si fuera imposible realizar otra asignación de recursos tal que una persona pudiera mejorar su situación sin que al menos otra desmejore la suya.
8. Asignaciones de recursos en las que *al menos* una persona mejora su bienestar sin hacer que otras lo empeoren.
9. En inglés, *process equity*, refiriéndose a la valoración (o juicio de valor) acerca de las *reglas del juego* en la economía, independientemente del resultado final del *juego* o *proceso económico*. Ejemplo, existencia en la sociedad de políticas no discriminatorias o favorecedoras hacia diversos grupos de la sociedad.
10. Para una discusión acerca de cómo medir la desigualdad de oportunidades en América Latina y el Caribe, véase Paes de Barros, Ferreira, Molinas Vega y Saavedra Chanduvi (2009).
11. En inglés, *end-results equity*, refiriéndose a la valoración (o juicio de valor) acerca del resultado final del *juego* o *proceso económico*. Ejemplo, dadas las reglas del juego, ¿son justos o aceptables, desde el punto de vista normativo, los resultados finales del proceso económico?
12. *Tratamiento igual entre iguales*: Dos personas iguales en términos de algún criterio (i.e. ingreso) deben disfrutar del mismo nivel de bienestar (i.e. pagar los mismos impuestos o recibir las mismas transferencias).
13. *Tratamiento desigual entre desiguales*: Personas diferentes pueden ser tratadas en forma diferente (i.e. personas con diferentes ingresos deberían pagar impuestos o recibir transferencias en forma diferente).

el bienestar de su población en general, el Estado, que a diferencia de los consumidores y productores privados no tiene una agenda propia o función de bienestar *per se*, debe servir para el logro de los objetivos que la sociedad determine como *legítimos* y *deseables*. Es en este ámbito, más político que económico, que el Estado juega un papel fundamental: *resolver el problema de qué se deberá entender por una distribución del ingreso socialmente aceptable*. Para ello se requiere de un proceso colectivo de decisión en el cual la sociedad, como un todo, defina *qué es aceptable* y *qué no es aceptable* desde el punto de vista de la justicia o equidad, los valores morales y/o la cultura del país.

La ruptura de los supuestos acerca de mercados eficientes o perfectos (denominadas *fallas de mercado*), tal como se comentó previamente, es una condición necesaria para la intervención del Estado en las actividades económicas. De hecho, en todas las economías del mundo, el Estado interviene en mayor o menor grado y, por lo tanto, se da una amplia variedad de situaciones prácticas en las que existe intervención, regulación o actividades productivas directas por parte del *Sector Público*. Algunos ejemplos de acciones o intervenciones del Estado como consecuencia de fallas de mercado son las siguientes:

- a) Ante la existencia de *externalidades en el consumo*, la política pública debe buscar la internalización de sus efectos: i) restringiendo el consumo si estos son negativos; o promoviendo el consumo si estos son positivos;
- b) Ante la existencia de *externalidades en la producción*, la política pública debe buscar internalización de sus efectos: i) restringiendo la producción (aumentando costos de la empresa), si dichos efectos son perjudiciales (negativos) sobre terceros; o ii) expandiendo la producción (reduciendo costos de la empresa), si dichos efectos son beneficiosos (positivos) sobre terceros.
- c) Ante *costos decrecientes en la producción* (caso del monopolio natural), la política pública debe buscar la regulación de la actividad económica (tarifas, calidad, quejas del consumidor), fomentando que las tarifas estén cercanas al costo marginal del bien o servicio.
- d) Ante la existencia de información (privada) incompleta o asimétrica, que genera efectos indeseables en las transacciones de mercado, la política pública debe buscar una mayor transparencia y equilibrio en

el manejo de la información entre consumidores y productores/vendedores; para ello, se requiere, por ejemplo, de organismos reguladores (es decir, para la protección de los consumidores) y el diseño de mecanismos de incentivos y castigos que surgen de la aplicación de la teoría *principal-agente*.

En la teoría, si se tuviera información completa y simétrica entre todos los consumidores y productores/vendedores de la economía y no se dieran externalidades ni monopolios naturales, los mercados alcanzarían, en forma natural, el *equilibrio competitivo* y no se requeriría intervención del Estado en la asignación de los recursos. El único factor que impediría lograr dicho equilibrio serían los *costos de transacción*, dado que:

- Ante la existencia de *costos de transacción*, habrá transacciones que no se llevarían a cabo porque el costo de realizarlas más que superaría el posible beneficio a recibir.
- La existencia de *costos de transacción*, sin embargo, no es una justificación para la intervención del Estado en el mercado, por lo que el supuesto de información perfecta y simétrica va de la mano con el supuesto de la no existencia de costos de transacción en la economía y no hay razón alguna por la cual el Estado sea más eficiente que el mercado en cuanto al costo al que realiza las transacciones.

En síntesis, la existencia de información (privada) incompleta o asimétrica podría considerarse una de las más frecuentes justificaciones para la intervención estatal en ciertos mercados, especialmente cuando, por ejemplo, existe riesgos a la salud humana, entre otros.

3.2.2 Qué es la política fiscal

La política fiscal es el uso, por parte de las autoridades económicas, de un conjunto de instrumentos para el logro de metas en diversos campos, sean estos sociales o económicos, en un determinado país. Dentro de estos instrumentos se pueden citar: a) los ingresos tributarios, su estructura y administración; b) el gasto público y su estructura; c) el presupuesto público, como autorización de gasto en un determinado periodo de tiempo; y d) la utilización y administración de la deuda pública (interna y externa) de tal forma que ésta sea sostenible en el largo plazo, con el propósito de que la

economía pueda realizar aquellas inversiones prioritarias desde el punto de vista de la sociedad como un todo para mejorar el bienestar presente y futuro de su población y que, de otra manera, no sería factible realizarlas.

Como se mencionó en la Sección 3.2.1, la política fiscal tiene su origen en el uso de los recursos económicos de un país por parte del Estado con el fin de mejorar el interés público, lo cual, de una u otra manera, tiene impactos en la distribución del ingreso (¿A quién le cobro impuestos versus a quién le asigno transferencias pecuniarias o no pecuniarias?), en los incentivos o castigos para diversas actividades productivas del ámbito privado (¿Qué actividades se regulan, intervienen o se promueven? ¿En qué actividades el Estado tendría acción directa?); incluso, en las variables macroeconómicas (incluidas la tasa de interés doméstica, inflación, el tipo de cambio y el crecimiento económico) *para bien o para mal*. ¿Por qué se dice aquí *para bien o para mal*? La razón es que, aunque las intenciones sean las más benevolentes, en ocasiones, la política fiscal puede ser deficiente en lograr los objetivos o fines últimos buscados. Medido como se mida, a veces el exceso del peso del Estado en una economía puede producir efectos adversos al logro del interés público. En el caso de Costa Rica, el ejemplo del *Estado Empresario*, que tuvo su máxima expresión durante la década de los años 1970s es evidente (véase el Recuadro 3.1).

Una política fiscal es *pro cíclica* si el déficit fiscal (gastos públicos (G) menos impuestos (T)) se correlaciona **positivamente** con las variaciones en la tasa de crecimiento económico de corto plazo; (G-T) aumenta (disminuye) cuando el PIB está en fase expansiva (recesiva). Por su parte, se dice que una política fiscal es *anti cíclica* cuando el déficit fiscal (gastos públicos (G) menos impuestos (T)) se correlaciona **negativamente** con las variaciones en la tasa de crecimiento económico de corto plazo; (G-T) aumenta (disminuye) cuando el PIB está en fase recesiva (expansiva). Sin embargo, debe aclararse que, cuando la expansión de gastos públicos se hace recurrente (permanente; esto es, que los gastos, una vez hechos, se dan año con año), estrictamente hablando, esta no sería considerada una política *anti cíclica* sino *expansiva*. Para que fuera anti cíclica, la política fiscal debería hacerse por medio de programas estrictamente temporales (tipo *one shot*) que ocurrirían una sola vez y no se repetirían a futuro; por ejemplo, programas de aumento del gasto público (o reducción de los impuestos) con una vigencia legal y temporal estricta, de forma que estos desaparezcan a partir del momento indicado por las autoridades económicas.

Recuadro 3.2 El Estado Empresario en Costa Rica y la Corporación Costarricense de Desarrollo

Las finanzas públicas en Costa Rica, durante el periodo 1980-2000 representaron un problema recurrente. Las causas principales del déficit fiscal pueden atribuirse al tamaño excesivo del Estado costarricense, a un abultado gasto en pensiones como consecuencia de convenciones colectivas en extremo dadas para los empleados del Sector Público, una deuda pública (incluyendo tanto la deuda interna como la externa) sumamente alta en relación con el PIB y, en razón de ella, altos gastos por intereses. Este recuadro presenta una breve referencia a uno de los principales detonantes del comportamiento excesivamente expansionista en las finanzas públicas del Estado costarricense, el cual culminó con la crisis de los ochentas.

Durante la década de los setentas, en Costa Rica se pusieron en vigencia las políticas públicas asociadas a la noción del *Estado Empresario* (EE), según la cual el Estado podía encargarse directamente de actividades productivas con eficiencia similar a la del sector privado. De esa concepción del Estado como motor de desarrollo económico, surgió a inicios de los setentas la que fuera su máxima expresión: la *Corporación Costarricense de Desarrollo S.A.* (CODESA). Estas políticas fueron incubadas en la *Administración Figueres Ferrer* (1970-1974), continuadas por la *Administración Oduber Quirós* (1974-1978) y llevadas al límite en la *Administración Carazo Odio* (1978-1982), con la llegada de la crisis de la deuda pública, la cual desencadenó el más crítico episodio de inestabilidad cambiaria, recesión económica severa y altas tasas de inflación, aumento significativo de la pobreza y bajas sustanciales en la cobertura educativa, en la historia contemporánea de Costa Rica. De hecho, el déficit consolidado del *Sector Público Global*, que en 1977 ya era del 5,9 por ciento del PIB, continuó su escalada hasta llegar al 17,1 en 1982, para regresar a niveles entre el 4 y 5 por ciento durante los primeros años de la década de los noventas, según puede apreciarse en el gráfico, donde aparecen las tasas de inflación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) y la proporción del déficit del SPG con relación al PIB para 1977-1991.

Para una economía pequeña, relativamente protegida del sector externo y con una cuenta de capital cerrada, tal como lo era Costa Rica en los años setentas y ochentas, la teoría cuantitativa del dinero sugiere, ante desequilibrios internos (por déficit fiscales o por expansiones monetarias), como principal efecto en el corto plazo, un aumento generalizado de precios internos (esto es, altas tasas de inflación). Según puede observarse, las tasas de inflación durante este periodo seguían muy de cerca el movimiento del déficit fiscal del sector público (medido por el déficit consolidado del *Sector Público Global*).

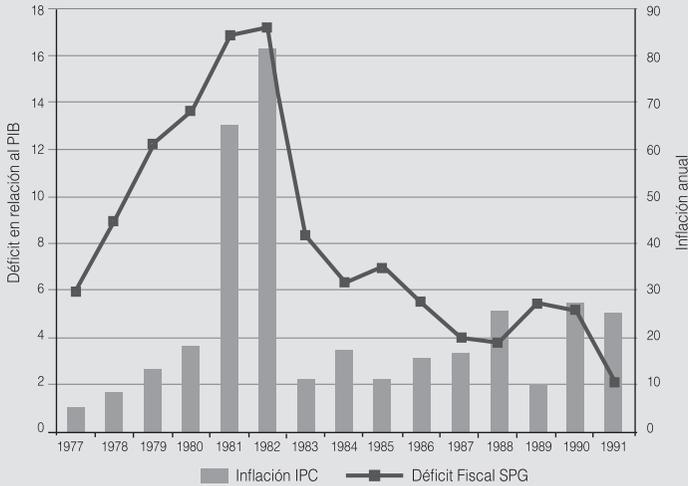
Es un hecho que, con el experimento de CODESA, se había iniciado un importante aumento de la deuda pública externa en Costa Rica –además de la que pudiera ser atribuida a otras entidades públicas como el *Consejo Nacional de Producción*, CNP– y, en virtud de ello, se echó mano a la aplicación de polí-

ticas macroeconómicas erráticas y desestabilizadoras, dentro de las cuales el financiamiento del déficit fiscal, por medio de la emisión monetaria, fue un claro ejemplo. Estas políticas crearon condiciones económicas adversas a lo interno del país que generaron persistentes y altas tasas de inflación, pérdidas cuasifiscales sostenidas en el largo plazo –las cuales asumió el banco central, desequilibrios externos en la cuenta corriente de la balanza de pagos, así como fuertes variaciones en la cotización del dólar en el mercado cambiario. Del análisis anterior, puede concluirse que la economía costarricense tuvo una época en la que trató de llevar a la práctica un modelo de desarrollo hacia adentro (sustitución de importaciones) y en el que el pensamiento internacional de moda llevó a los gobernantes de turno a la aplicación de políticas públicas a favor del *Modelo del Estado Empresario* que culminó con la creación de CODESA. Todo este desajuste macroeconómico –fiscal, cambiario, de balanza de pagos, alta inflación y, además, una fuerte caída en los términos internacionales de intercambio– culminó en 1982 con la más severa crisis económica de Costa Rica del periodo posterior a la segunda guerra mundial y con la moratoria del servicio de la deuda externa ante los acreedores internacionales.

Esto se constituyó en una dura y amarga lección para las autoridades económicas sobre las graves consecuencias que se puede ocasionar a un país pequeño como Costa Rica si no se aplican políticas de contención del gasto para tratar de alcanzar niveles de crecimiento económico sostenido con bajos niveles de inflación y estabilidad cambiaria. Fue en la *Administración Monge Álvarez* (1982-1986) y, sobre todo, en la *Administración Arias Sánchez* (1986-1990) que se asumieron las consecuencias y se hicieron los ajustes necesarios para volver por la senda de la estabilización macroeconómica para, una vez ahí, buscar el crecimiento económico y la inserción del país en los mercados internacionales, mediante las reducciones unilaterales en el arancel de importación, la instauración de un régimen cambiario basado en el mantenimiento de un tipo de cambio efectivo real de equilibrio y la eliminación de distorsiones económicas internas con el fin de promover la competitividad del país frente a sus competidores internacionales, así como la atracción de inversión extranjera directa.

Vale mencionar en este punto un importante hecho histórico en materia de deuda pública externa, cual fue la reducción, a inicios de los noventa, de una elevada proporción de los bonos de deuda externa con la banca comercial por un valor nominal de US 1.440 millones de dólares, reduciendo su saldo global de US 3.800 millones de dólares en 1989 a US 3.267 millones en 1991, al concretarse una recompra de los bonos de la deuda por debajo de su valor de mercado. Esta recompra de deuda externa se hizo dentro del marco del *Plan Brady*, el cual aplicaba para países en desarrollo que tuvieran entre dos o tres años de tener éxito en un *Programa de Ajuste Estructural* (PAE) en coordinación con el FMI. El PAE consistía en ajustar las principales variables económicas (inflación, crecimiento económico), promover la privatización de empresas públicas y las inversiones nacionales o extranjeras, promover el ahorro y la repatriación de

capitales. Por lo general, el país debía tener entre dos y tres años de éxito bajo un PAE como requisito para ser beneficiario del dicho *Plan*.



Elaboración propia con base en Meléndez y Meza, 1993, p. 63.

3.2.3 Qué es la sostenibilidad del endeudamiento público

El tema de la sostenibilidad del endeudamiento público en el largo plazo puede sonar un poco abstracto para los lectores y debe darse una breve explicación en palabras lo más sencillas posibles. Existen diversas definiciones de *sostenibilidad* de la deuda pública, por lo cual es importante saber de qué se está hablando cuando se dice, u oye en los medios de comunicación, que *la deuda pública está bajo control o se considera 'sostenible'*.

Una de ellas es la que establece que un gobierno debe ser capaz de enfrentar sus obligaciones en la forma pactada. En consecuencia, la sostenibilidad fiscal dependerá de los ingresos y gastos primarios (esto es, netos de pagos por intereses) del gobierno a futuro, pues es con lo que se denomina como *superávit primario*¹⁴ que el Estado podría hacer frente a sus obligaciones financieras contraídas en el pasado.

14. El resultado financiero del gobierno es la diferencia entre los ingresos y los gastos públicos del Estado (cuando los gastos superan a los ingresos resultado es negativo, o sea hay déficit financiero; caso contrario, se tiene un superávit financiero). El superávit primario es el resultado de esta resta, pero sin tomar en cuenta, en la parte de gastos, los pagos de interés y otros costos financieros por las deudas contraídas.

La capacidad de enfrentar obligaciones financieras en el futuro implica que un gobierno debe considerar la posibilidad de financiarse por medio del endeudamiento *solamente* en el tanto mantenga su razón *deuda pública a PIB* en un *nivel prudencial* en relación con el cociente de su *resultado primario* (sea éste deficitario o superavitario) a PIB.¹⁵ Sin embargo, *no sólo de pan vive el hombre*: No debe olvidarse la tasa de interés a la que se contrata el endeudamiento, ya que, como sucedió a finales de los años ochentas con la crisis de la deuda en América Latina, si estas tasas son extremadamente altas en relación con la tasa de crecimiento económico de largo plazo (por ejemplo, tasas de interés superiores al 10 por ciento anual), la insostenibilidad del endeudamiento público se hace evidente y real.

Otra definición de sostenibilidad de la deuda es la utilizada por el Fondo Monetario Internacional, en la que caracteriza sostenibilidad como aquella *situación en la que un país deudor se espera sea capaz de continuar honrando el servicio de su deuda en ausencia de una corrección futura de grandes magnitudes en su balance de ingresos y gastos*.¹⁶ En concordancia con esta última, una economía (país) tiene una deuda pública *sostenible* si sus obligaciones financieras (por concepto de pago de intereses y amortización) pueden ser honradas de forma efectiva, sin que, para ello, el Estado requiera hacer *correcciones futuras sustanciales* en su presupuesto público, sea aumentando impuestos o reduciendo gastos públicos. Este concepto es aplicable tanto a países con niveles relativamente altos de deuda pública/PIB (por ejemplo, superiores al 50 por ciento) como a países con niveles más moderados, siempre que sus condiciones económicas particulares les permita continuar honrando el servicio de la deuda en el mediano/largo plazo; esto sin requerir fuertes ajustes en sus respectivos resultados (superávits o déficits) primarios.

En este orden de cosas, debe afirmarse que el análisis de la sostenibilidad del endeudamiento público para un determinado país debe ser hecho sobre una base *caso por caso*. Asimismo, en general, niveles máximos de endeudamiento público que sean aplicables a un determinado grupo de

15. El Producto Interno Bruto (PIB), siendo la medición, a precios de mercado, de toda la producción realizada a lo interno de un país, es el que indica la capacidad del país para soportar tributos y, por lo tanto, para generar capacidad de pago por parte del Estado.

16. Véase FMI (2002, pp. 4). Esta definición ha sido utilizada en otros documentos de análisis de sostenibilidad de la deuda para países en desarrollo, dentro de los cuales están FMI (2003a y 2003b).

países puede no ser lo más sano desde el punto de vista normativo.¹⁷ Podría darse el caso de países con tasas de endeudamiento público relativamente moderadas (o relativamente bajas en relación con otros países) y que, sin embargo, dada una exigua *carga tributaria*¹⁸ *vis-á-vis* los gastos públicos, la fragilidad de sus finanzas públicas indicaría que dicha tasa de endeudamiento público es *insostenible*; o, por el contrario, países con alto endeudamiento en relación con su PIB (*vis-á-vis* otros países) pero que, a su vez, podrían ser considerados casos sostenibles, dadas su carga tributaria y nivel de gastos públicos en particular.

Por su parte, para llegar a niveles de endeudamiento sostenibles en el mediano y largo plazo, los países *emergentes* (o *en desarrollo*) deben asegurarse un manejo adecuado de los procesos de endeudamiento público y de los procesos de toma de decisiones para la ejecución de sus políticas en relación con la deuda pública del Estado. El endeudamiento público bien administrado (es decir, cuya gestión es eficiente) puede ser una herramienta muy útil para el desarrollo económico en una sociedad, tal como lo indica BID (2007, p. 3): *La deuda pública es uno de los instrumentos más poderosos de la política económica y, como si fuera una herramienta motorizada, puede utilizarse para alcanzar de manera eficiente las metas propias, pero también puede causar graves daños.*

Como requisito fundamental para una buena gestión de endeudamiento público, los países en desarrollo o emergentes deben poner atención a la *estabilidad macroeconómica* (en cuanto a tasas de interés domésticas, crecimiento económico moderado/alto, inflación relativamente baja, tipo de cambio estable, entre otros). Aquellos países con entornos macroeconómicos adversos, por lo general, tendrán problemas de sostenibilidad de su deuda pública.

Un punto que debe mencionarse sobre sostenibilidad del endeudamiento público es el siguiente: podría darse la situación de que un país genere mucho superávit primario con lo cual podría moverse hacia una reducción muy agresiva de su razón deuda pública a PIB, lo cual fortalecería en un alto grado la *sostenibilidad fiscal*. Sin embargo, desde el punto de vista de la TNFP, quizá eso fuera *no óptimo* en el tiempo. Esto podría verse claramente si se piensa en un argumento similar asociado a por qué, en ocasiones, la acumulación de reservas internacionales de un país, más allá de cierto

17. Aunque son elementos a tomar en cuenta en términos generales.

18. Se define la carga tributaria como la recaudación total de tributos en relación al PIB para un determinado periodo.

punto, generan altos costos de oportunidad. En este sentido, la decisión de reducir el endeudamiento público más allá de ciertos niveles podría implicar costos de oportunidad importantes para la economía en términos de bienestar económico. Si se decide reducir, por ejemplo, la deuda pública en 10 p.p. del PIB, cuando previamente el nivel de endeudamiento ya era sostenible, la conveniencia de dicha decisión no pareciera ser tan obvia pues, dadas las necesidades sociales o de infraestructura, un país podría haber estado “mejor” desde el punto de vista de la TNFP soportando un poco más de endeudamiento público (dentro de límites sostenibles), pero disfrutando de mejores condiciones económicas (mayor crecimiento, mejor calidad de vida, mayor competitividad, mejores niveles educativos).

En síntesis, ante la posibilidad de reducir las tasas de endeudamiento público, las autoridades económicas deben *evaluar el costo-beneficio* de dicha decisión desde un punto de vista del bienestar económico de sus habitantes en el mediano/largo plazo. *A veces acumular granos para los tiempos de vacas flacas es sabio, pero más allá de cierto punto esto podría generar sus problemas al hacerse muy costoso desde el punto de vista social.*

3.2.4 Papel del endeudamiento público en el desarrollo

Si, teóricamente, se eliminara la posibilidad de que los países en desarrollo se endeuden públicamente, sería más difícil fomentar en ellos, de forma acelerada, su estrategia de desarrollo y crecimiento económico, más allá de las posibilidades que sus finanzas públicas les permitieran en el corto plazo. El Estado (como ente representante de la sociedad y procurador del interés público) tendría que generar, forzosamente, ahorros públicos hoy para poder, entonces, invertir en obras de urgencia mañana (infraestructura pública, educación, salud,...). Sin embargo, el lograr dicho superávit primario puede no ser realista en la práctica, a menos que transcurra algún tiempo y se someta el Estado a un esfuerzo muy significativo para generar dicho excedente financiero.

Desde el punto de vista de la TNFP, el vivir sin posibilidades de endeudamiento público (responsable y sostenible) en una sociedad, en el largo plazo, cercenaría sus posibilidades de desarrollo económico y social, pues el *costo social* de seguir una estrategia de desarrollo, sin aprovechar las ventajas del endeudamiento público, sería sumamente alto para las generaciones presentes y futuras. Ello por cuanto los *beneficios que pudieron*

haberse generado, gracias a un endeudamiento público invertido en obras de infraestructura y en todo lo relacionado con servicios básicos de tipo social (educación, salud, combate a la pobreza, entre otros, considerados como prioritarios para la actual y futuras generaciones), no se habrían llegado a materializar y ser aprovechado hoy por la sociedad, en muchos casos reduciendo su competitividad y limitando el crecimiento económico.

En este orden de cosas, el endeudamiento público responsable y sostenible debe ser considerado un instrumento de desarrollo. Si éste fuera aprovechado adecuada e inteligentemente por las autoridades económicas y políticas,¹⁹ una economía con acceso al endeudamiento público podría mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos, especialmente cuando éste sea invertido en obras físicas y servicios públicos (incluidos los sociales para combate a la pobreza y mejora educativa). Si esta inversión pública fuera complementaria (no sustituta) de la inversión privada, ello crearía sinergias entre los ámbitos público y privado, fomentando un aumento en la inversión total (pública y privada) con relación al PIB. En contraste, sin posibilidad de acceder al endeudamiento público, dichas sinergias no se darían (o sólo se darían de una forma muy limitada), haciendo que la razón inversión total a PIB no presente un crecimiento acelerado y sostenible a futuro.²⁰

3.3 LOS RESULTADOS FISCALES EN COSTA RICA DURANTE 2006-2009

Esta sección analiza, de forma breve, los resultados de las finanzas públicas para el Gobierno Central y el Sector Público No Financiero; asimismo, se tratan otros temas de interés relacionados con las elasticidades ingreso de

19. En la práctica, esto debería hacerse asignando prioridades a aquellas inversiones con la más alta *rentabilidad social*, no con la más alta rentabilidad financiera. En algunos países, esto se hace por medio de decisiones políticas (a veces muy acertadamente y a veces no tanto). De acuerdo con las mejores prácticas, esta evaluación de prioridades de inversión debe ser implementada por medio de los denominados *sistemas nacionales de inversión pública* (SNIPs) ubicados funcionalmente en los ministerios de planificación o de hacienda.

20. En el plano teórico, si hubiera dos países idénticos en cuanto a su tamaño, sus recursos y otros aspectos económicos, excepto que difieren en su respectiva capacidad de endeudamiento público, sería razonable para uno de ellos (el de mayor capacidad de endeudamiento) acercarse más a su frontera de posibilidades máximas de producción y, por lo tanto, podría, hipotéticamente, generar mayor crecimiento y bienestar para su población (esto es, mayor desarrollo), respecto al país de menor capacidad.

los impuestos, política fiscal, gasto público y nivel 'adecuado' de la carga tributaria para un país como Costa Rica.

3.3.1 Resultados fiscales del Sector Público No Financiero Reducido

En relación con el Sector Público No Financiero (SPNFR),²¹ en el siguiente cuadro puede observarse que el peso de sus ingresos (definido como los ingresos totales del SPNFR en relación con el PIB) ha estado en un rango que va del 29,9 por ciento en 2000 al 40,4 por ciento en 2008 y con ciertas fluctuaciones en el periodo 2000-2008. Los gastos primarios del SPNFR han representado entre un 32,6 por ciento en 2006 y un 38,4 por ciento en 2008, con cambios similares en dicho periodo. Por su parte, los gastos de intereses asociados a la deuda pública del SPNFR, en dicho periodo, han representado desde un 4,3 por ciento en 2002 y 2004 hasta un 2,2 por ciento en 2008.²²

El superávit primario del SPNFR ha venido creciendo (casi continuamente, con la excepción del 2002 y el 2008) desde un 1,6 por ciento en 2000 hasta un 4,7 por ciento en 2007, reduciéndose al 2,0 por ciento en 2008. De acuerdo con estimaciones más recientes, al 2009, se proyecta un déficit primario del SPNFR de alrededor del 0,9 por ciento del PIB. El resultado financiero del SPNFR se proyecta, para el 2009, en alrededor de un déficit del 3,1 por ciento del PIB²³ (véase Gráfico 1).

21. Integrado por el Gobierno Central, una muestra de entidades públicas (Consejo Nacional de Producción, Instituto Costarricense de Acueductos y Alcantarillados, Instituto Costarricense de Electricidad, Instituto Costarricense de Puertos del Pacífico, Junta de Protección Social de San José, Refinadora Costarricense de Petróleo, Caja Costarricense de Seguro Social, Consejo Técnico de Asistencia Médico Social, Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares, Instituto Costarricense de Turismo, Instituto de Desarrollo Agrario, Instituto Nacional de Aprendizaje y Oficina de Cooperación Internacional de la Salud) y las pérdidas del Banco Central de Costa Rica.

22. Datos definitivos de ingresos totales y gastos primarios del SPNFR para el 2009 no están disponibles en el momento en que se escribe este documento.

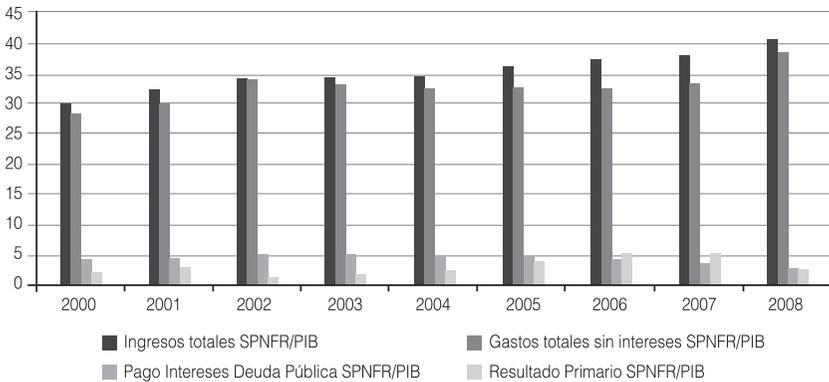
23. Según BCCR (2010), el déficit primario del GC sería de 1,1 por ciento del PIB. El MH (cifras de flujo de caja) indica que éste fue de 0,8 por ciento del PIB (diferencia de 0,3 por ciento del PIB). Podría pensarse que el Déficit financiero del SPNFR estimado por BCCR debería ajustarse en ese monto. Por tanto, el déficit financiero SPNFR proyectado para efectos de este estudio sería de 3,1 por ciento del PIB.

CUADRO 3.1
**COSTA RICA: INDICADORES FISCALES DEL SECTOR PÚBLICO
 NO FINANCIERO REDUCIDO, 2000-2008**
 (cifras en porcentajes del PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ingresos Totales SPNFR/PIB	29,9	32,4	34,1	34,3	34,4	35,9	37,2	37,9	40,4
Gastos Totales Sin Intereses SPNFR/PIB	28,3	30,1	33,7	33,0	32,6	32,6	32,6	33,3	38,4
Pago Intereses Deuda Pública SPNFR/PIB	3,6	4,0	4,3	4,3	4,1	4,2	3,8	3,1	2,2
Resultado Primario SPNFR/PIB	1,6	2,3	0,4	1,4	1,8	3,3	4,6	4,7	2,0
Resultado Financiero SPNFR/PIB	-2,0	-1,7	-4,0	-2,9	-2,3	-0,9	0,8	1,6	-0,2

FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

GRÁFICO 3.1
COSTA RICA: INDICADORES FISCALES PARA EL SPNFR, 2000-2008
 (cifras en porcentajes del PIB)



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

3.3.2 Resultados fiscales del gobierno central

El desempeño fiscal de la economía costarricense en el periodo 2000-2008 ha venido mejorando casi de manera continua, como puede observarse en el siguiente cuadro. La carga tributaria (medida como ingresos tributarios del gobierno central en relación con el PIB) pasó de aproximadamente un

CUADRO 3.2
COSTA RICA: INDICADORES FISCALES DEL GOBIERNO CENTRAL, 2000-2009
(cifras en porcentajes del PIB y en miles de millones de colones)

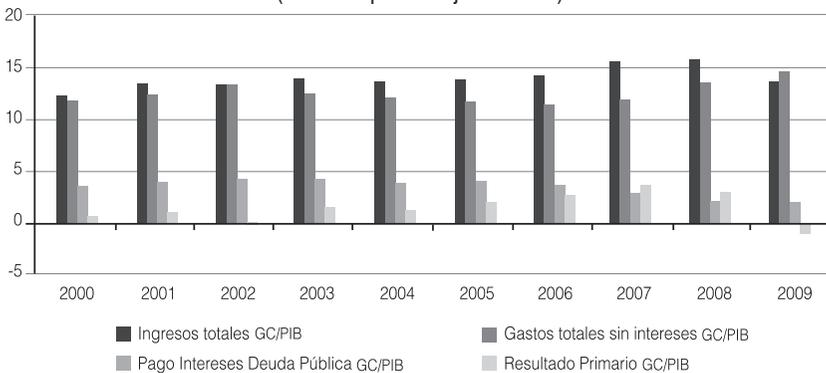
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos Totales	12,4	13,4	13,3	13,9	13,6	13,9	14,2	15,5	15,9	13,7
Ingresos Tributarios	12,3	13,2	13,2	13,3	13,3	13,6	14,0	15,2	15,6	13,7
Directos	3,4	3,7	3,8	4,2	4,1	4,2	4,3	4,8	5,3	5,0
Indirectos	8,9	9,5	9,4	9,2	9,2	9,4	9,7	10,4	10,3	8,8
Gastos de Capital	1,5	1,4	1,5	1,1	1,1	1,1	0,9	1,3	1,8	1,8
Transferencias de Capital	1,1	1,1	1,1	0,8	0,9	0,8	0,7	1,0	1,4	1,3
Otros Gastos de Capital	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5
Sueldos y Salarios	4,6	5,0	5,2	5,2	5,0	4,9	4,6	4,4	4,6	5,6
Pensiones	1,7	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	2,3
Compra de Bienes y Servicios	0,5	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Gastos Primarios	11,8	12,4	13,3	12,5	12,2	11,8	11,5	11,8	13,5	14,6
Resultado Primario	0,6	1,1	0,0	1,4	1,4	2,0	2,7	3,7	2,4	-0,8
Gasto en Intereses	3,6	4,0	4,3	4,3	4,1	4,1	3,8	3,1	2,2	2,1
Resultado Financiero	-3,0	-2,9	-4,3	-2,9	-2,7	-2,1	-1,1	0,6	0,2	-3,0
PIB Nominal	4.914,5	5.394,6	6.060,9	6.983,6	8.143,6	9.539,0	11.517,8	13.570,1	15.699,9	16.783,2

FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

12,3 por ciento en 2000 al 15,6 por ciento en el 2008. Los gastos primarios (esto es, gasto público total neto de intereses) pasaron de un 11,8 por ciento en el 2000 a un 13,5 por ciento en el 2008. Por su parte, los gastos por intereses de la deuda pública aumentaron del 3,6 por ciento en 2000 al 4,3 por ciento en el 2003; iniciando, a partir de ese momento, una reducción que los llevó al 2,2 por ciento en el 2008.

En concordancia con lo anterior, el superávit primario ha venido en continuo ascenso en el periodo 2000-2007, al pasar de 0,6 por ciento en el 2000 al 3,7 por ciento en el 2007, con la excepción del 2002. Para el 2008, este indicador bajó a 2,4 por ciento como consecuencia, principalmente del aumento en los gastos primarios ese año (en 1,7 p.p.), a pesar de un ligero aumento en la carga tributaria para el 2008 (de 0,4 p.p.). En el 2009, la carga tributaria bajó a 13,7 por ciento del PIB, los gastos primarios se incrementaron a un 14,6 por ciento, todo lo cual hizo que el superávit primario del Gobierno Central se convirtiera, más bien, en un déficit de 0,8 por ciento del PIB, primer déficit primario desde 1994 (cuando se dio la quiebra del *Banco Anglo Costarricense*). El resultado financiero del Gobierno Central,²⁴ se estima, para el 2009, en un déficit del 3,0 por ciento del PIB. El Gráfico 2 muestra los principales indicadores del Gobierno Central en 2000-2009.

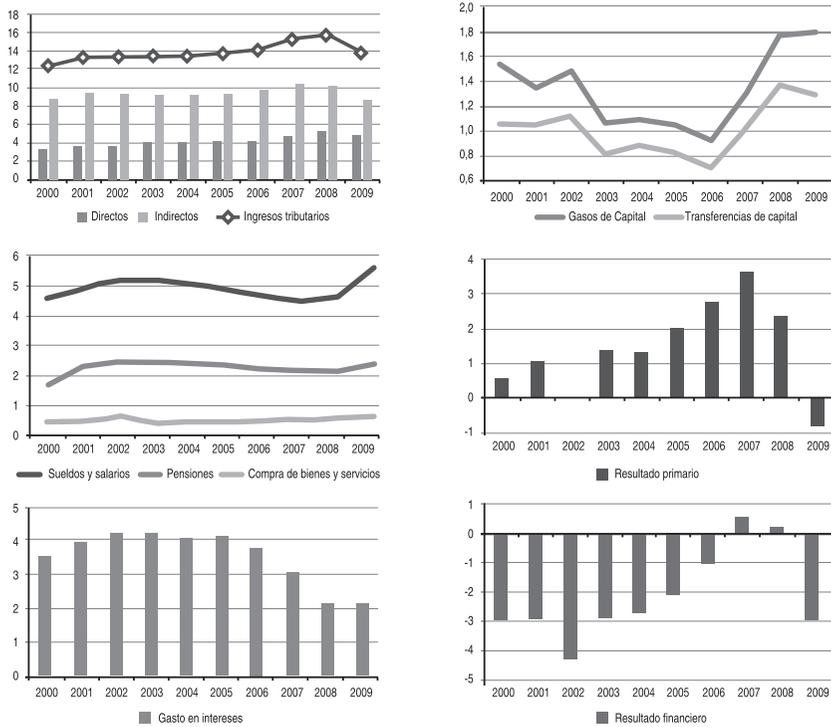
GRÁFICO 3.2
COSTA RICA: INDICADORES FISCALES PARA EL GOBIERNO CENTRAL,
2000-2009
(cifras en porcentajes del PIB)



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

24. De acuerdo con datos (base caja) del Ministerio de Hacienda a marzo 2010.

GRÁFICO 3.3
 COSTA RICA: EVOLUCIÓN DE LOS RESULTADOS FISCALES
 DEL GOBIERNO CENTRAL, 2000-2009
 (cifras en porcentajes del PIB)



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del MH.

Adicionalmente, tal como puede observarse en el gráfico 3.3, compuesto por 6 paneles, la evolución de las finanzas públicas entre el 2008 y el 2009 ha sido fuerte y adversa, sin embargo, ha estado bajo un relativo control. Por una parte, se redujeron en el 2009 los ingresos tributarios del Gobierno Central al pasar de alrededor de 15,9 a 13,7 por ciento del PIB. Por su parte, el gasto en sueldos y salarios aumentó en aproximadamente 1 p.p. del PIB, equivalente a una variación anual del 21,6 por ciento. Los gastos en pensiones, aunque levemente, también aumentaron, al pasar de 2,1 por ciento del PIB en 2008 a un 2,3 por ciento, significando una variación anual del 10,1 por ciento.

En cuanto al resultado financiero del Gobierno Central, éste pasó de un superávit del 0,2 por ciento del PIB en 2008 a un déficit del 3 por ciento en 2009, consecuencia de la caída de los ingresos tributarios y los aumentos en el gasto público (especialmente, sueldos y salarios, pensiones y gastos de capital). El aumento en los gastos públicos del Gobierno Central fue como consecuencia de la *política fiscal expansiva* aplicada por las autoridades económicas para paliar los efectos de la crisis financiera internacional. De hecho, la política fiscal del 2009 contrasta con las políticas más neutrales aplicadas por el Gobierno Central en el periodo 2005-2008, en el cual el déficit financiero mostró una tendencia hacia la reducción, llegando a convertirse en superávit financiero en 2007 y 2008, producto, entre otros factores, de la bonanza económica pasajera que experimentó el país en esos años.²⁵

Algo importante a destacar en la presente coyuntura de crisis internacional respecto de la política fiscal es que, a diferencia de lo sucedido en los años ochentas, en 2009 el país estaba preparado²⁶ para hacerle frente a estas adversidades (*shocks*) que venían del entorno internacional y, debido a eso, el impacto no fue tan negativo como pudo haber sido, especialmente para los grupos sociales más vulnerables. Prueba de ello es que la pobreza no aumentó sensiblemente entre el 2008 y el 2009 (ésta aumentó escasamente 1 p.p., al pasar de 17,7 en 2008 a 18,5 por ciento en 2009) y los índices de asistencia a la educación secundaria no se han deteriorado (incluso han mejorado pues la deserción fue de 37.210 jóvenes en 2009, cifra inferior a los 40.286 estudiantes que dejaron la secundaria en el 2008), aunque, definitivamente, hubo un fuerte impacto en el desempleo (que pasó de 4,9 por ciento en 2008 a 7,8 en 2009).

Una precaución a tomar en cuenta en esta política fiscal expansiva del 2008-2009 para que sea considerada realmente anti cíclica es el cumplir con la condición de que dichos gastos adicionales no deben ser de tipo *recurrente*. Si estos gastos, por el contrario, fueran recurrentes, tal como pareciera, entonces ello significa que con la crisis se daría un aumento permanente en el nivel de gastos públicos que no sería de esperar se contraigan a futuro, cuando la economía vuelva a una senda de crecimiento de largo plazo. En dichas circunstancias, el país necesitaría una mayor carga tributaria para hacer frente a los

25. Véase Céspedes (2007) para un análisis de la economía costarricense durante el 2006 y años previos.

26. Con mayor integración al comercio internacional, disciplina monetaria y estabilidad cambiaria.

aumentos en los niveles de gasto público (recurrentes); o, lo que es lo mismo, las finanzas públicas deben, ahora, enfrentar un mayor déficit financiero del Gobierno Central al que se tenía, en promedio, previo a los años de la crisis.

Bajo este escenario, se requieren mayores ingresos tributarios. Sin embargo, el *dilema de política fiscal* con el que se enfrentan las autoridades económicas en el momento en que el país salga de la etapa de recesión económica es si ajusta (a la baja) el gasto público para volver a los niveles previos a la crisis o si ajusta (al alza) la carga tributaria de tal forma que se regrese al mismo nivel promedio de equilibrio (o pequeño déficit) financiero del Gobierno Central del periodo 2004-2008, por ejemplo.

Una forma de resolver este dilema (que es más de carácter político que técnico) es no hacer nada en el corto plazo (es decir, no reducir gasto público a los niveles pre crisis, ni aumentar carga tributaria, en los próximos dos años por ejemplo), lo cual implicaría tener que aceptar una mayor carga de deuda pública a PIB en el mediano plazo, mientras la economía logra encaminarse hacia una senda de crecimiento alto en el mediano y largo plazo. Llámese a esta la **Opción 1** de política fiscal.

Otra opción, llámese esta **Opción 2**, sería enviar a la Asamblea Legislativa un paquete tributario para ampliar la base imponible del impuesto sobre la renta y convertir el impuesto de ventas en un impuesto al valor agregado, así como mejorar la eficiencia (mediante políticas administrativas e incorporando la tecnología de información y comunicaciones) en la recaudación tributaria; lo anterior, *sin aumentar las tasas impositivas*.

Una tercera opción (denominada en este documento como **Opción 3**) sería enviar a la Asamblea Legislativa una fuerte reforma del sistema impositivo, de tal forma que, además de lo indicado en la opción previa, se busque aumentar la recaudación tributaria mediante *incrementos en las tasas impositivas* (de renta, de ventas o de valor agregado, entre otros). Esta última solución sería la más arriesgada de las tres pues el impacto en la economía podría implicar que la salida de la recesión fuera lenta en el mediano plazo.

En vista de estas consideraciones, parece sensato indicar que la solución que den las autoridades económicas esté, más bien, entre las primeras dos opciones. Sin embargo, entre la primera y la segunda, parece que es esta última la más sana desde el punto de vista de la sostenibilidad del endeudamiento público, pues la primera opción tendría un mayor riesgo de caer

en insostenibilidad a partir del 2014, tal como se indica en el análisis de la Sección 3.4 de este documento.

Otra consideración sobre este punto es que las autoridades económicas deben encontrar formas ingeniosas para generar recursos frescos al erario público con el fin de financiar aquellas promesas de campaña (seguridad ciudadana, red de cuidado, entre otras) que tuvieron alta resonancia entre el electorado. En vista de esta última consideración, pareciera razonable el que haya una fuerte necesidad de recursos y, quizá, la segunda opción sería el camino a tomar a partir del 2011.

3.3.3 Implicaciones de política fiscal dadas las elasticidades de los impuestos

De acuerdo con estimaciones hechas por Cubero y Sowerbutts (2007) para las elasticidades de largo plazo de los ingresos tributarios, el sistema tributario de la economía costarricense, tal como se observa en el siguiente cuadro, presenta elasticidades de la recaudación total respecto al PIB nominal en un rango de 1,06-1,08 con base en datos anuales y en 1,11-1,12 con base en datos trimestrales; siendo ambos rangos significativamente mayores que 1²⁷.

CUADRO 3.3
COSTA RICA: ELASTICIDADES DE LARGO PLAZO DE LA RECAUDACIÓN
TRIBUTARIA RESPECTO AL PIB, 2007

Ingresos, por tipo de impuesto	Frecuencia	Mínimo	Maximo	Test de significancia
Totales	A	1,06	1,08	> 1
Totales	T	1.11	1.12	> 1
Renta	A	1.10	1.19	> 1
Renta	T	1.45	1.48	> 1
Bienes y servicios	A	1.01	1.10	= 1
Ventas	T	0.93	1.02	= 1
Selectivo consumo (exc. comb)	T	1.45	2.04	> 1
Selectivo consumo (2002)	T	2.16	2.16	> 1

Nota: A = Anual y T = Trimestral.

FUENTE: Cubero y Sowerbutts (2007).

27. La recaudación de los distintos impuestos aumenta más que proporcionalmente cuando aumenta el PIB; por ello, ante crecimientos del PIB, la recaudación tributaria (como porcentaje del PIB), tiende a elevarse.

Por su parte, las elasticidades para los ingresos por renta están en los rangos 1,10-1,19 con base en datos anuales y en 1,45-1,48 con base en datos trimestrales; ambos rangos significativamente mayores que 1. Para el caso del impuesto de ventas, las elasticidades resultaron no ser significativamente diferentes de 1 y, en el caso del impuesto selectivo de consumo, las elasticidades de la recaudación tributaria respecto al PIB nominal resultaron estar en el rango 1,45-2,04 para el caso del selectivo de consumo excluyendo combustibles y, en el caso del selectivo de consumo del año 2002 en adelante, ésta resultó ser de 2,16; ambas significativamente diferentes de 1.

Dadas estas estimaciones, puede decirse que el crecimiento económico (aumentos en el PIB nominal), por sí mismo, tiende a elevar la carga tributaria en relación con la producción interna, aún sin haber cambios en las estructuras impositivas (aprobación de reformas tributarias por parte de la Asamblea Legislativa). De hecho, como puede observarse en el primer panel del Gráfico 3.3 anterior, la carga tributaria total ha venido creciendo en forma continua durante 2000-2008, al igual que lo ha venido haciendo la carga tributaria por impuestos directos. Este incremento ha ocurrido, entre otros, por la mejora en la eficiencia de la administración tributaria y, más recientemente, por la implementación del *Sistema Tecnológico TICA* en las aduanas del país, el *Plan Integrado de Control Tributario*, el *Proyecto de Tributación Digital* y el *Plan Nacional de Prevención y Lucha contra el Fraude Fiscal*.

Al ser las elasticidades tributarias de largo plazo respecto al PIB significativamente mayores que 1 (en los impuestos totales, el impuesto sobre la renta y el impuesto selectivo de consumo), la carga tributaria, medida como recaudación total dividida por el PIB, crece ante ciclos expansivos de la producción interna y se reduce ante ciclos recesivos, tal como sucedió recientemente en el 2009 ante el impacto de la crisis financiera internacional.

Al tener Costa Rica un sistema impositivo cuyos ingresos totales (directos e indirectos) se incrementan más que proporcionalmente ante variaciones en el PIB, debería buscarse una reforma tributaria que, más que aumentar las tasas impositivas, amplíe la base impositiva y, al mismo tiempo, busque una mayor eficiencia en la recaudación de los impuestos. En este sentido, la transformación del impuesto de ventas en un impuesto al valor agregado sería un paso en esa dirección. Asimismo, otras reformas, por ejemplo en el impuesto sobre la renta que busque su simplificación en cuanto a las tasas marginales

cobradas,²⁸ podrían requerir estudios adicionales y evaluaciones para ver cuál podría ser el impacto de un sistema de impuesto sobre la renta más sencillo.

3.3.4 El gasto público como instrumento de justicia tributaria

En la práctica, el nivel y estructura del gasto público puede ser utilizado por las autoridades económicas como instrumento de justicia tributaria; esto es, para mejorar la equidad en la distribución del ingreso. El gasto público en educación, salud y lucha contra la pobreza puede ser utilizado como política redistributiva del ingreso.²⁹ Los principios de universalidad y de solidaridad, mencionados en la Sección 3.2.1, referentes a la TNFP, dan origen a consideraciones normativas en cuanto a la conveniencia de que todas las personas en una sociedad tengan acceso a los servicios públicos básicos (universalidad) y de que el financiamiento de estos servicios sea independiente de la capacidad de pago de los usuarios (solidaridad).

Costa Rica, al tener un sistema educativo gratuito y universal (así como obligatoria para la educación primaria), utiliza en la práctica el gasto social como una forma de redistribución del ingreso al darle, hasta cierto punto, igualdad de oportunidades a los diferentes grupos de la población, especialmente los de menores ingresos (véase Trejos, 2007 y Sauma, 2008). El mismo esquema se presenta en el sistema de seguridad social, donde la toda la población tiene acceso a los servicios básicos de salud, indepen-

28. Las tasas son: a) 0 por ciento para Rentas hasta €2.747.000,00; 10 por ciento sobre exceso de €2.747.000,00 hasta €4.102.000,00; 15 por ciento sobre exceso de €4.102.000,00 hasta €6.843.000,00; 20 por ciento sobre exceso de €6.843.000,00 hasta €13.713.000,00; y 25 por ciento sobre exceso de €13.713.000,00 para personas físicas con actividades lucrativas; b) 0 por ciento para rentas hasta €619.000,00; 10 por ciento sobre exceso de €619.000,00 hasta €929.000,00; y 15 por ciento sobre exceso de €929.000,00 para personas físicas asalariadas; c) 10 por ciento para ingresos brutos desde €0,00 hasta €41.112.000,00 y 20 por ciento para Ingresos brutos superiores a €41.112.000,00 hasta €82.698.000,00 para personas jurídicas (PYMEs); y d) 10 por ciento para ingresos brutos hasta €33.701.000,00; 20 por ciento para ingresos brutos hasta €67.791.000,00 y 30 por ciento para ingresos brutos mayores de €67.791.000,00 para personas jurídicas. Véase <http://dgt.hacienda.go.cr/tiposdeimpuestos/Paginas/ImpuestosobrelaRenta.aspx> y http://www.py.me.go.cr/svs/herramientas/isr_py.me.aspx.

29. Incluyendo dentro de ésta los beneficios en dinero o en especie recibidos por la población cubierta por estos servicios.

dientemente de su capacidad de pago. Sin embargo, aunque estos servicios no son gratuitos, las cuotas que se cobran a los asegurados dependen de su nivel de ingreso. En cuanto a las políticas de lucha contra la pobreza, en Costa Rica hay una amplia gama de programas que cubren a una importante proporción de la población en estado de pobreza (véase Céspedes y Jiménez, 2009).

De acuerdo con Paes de Barros, Ferreira, MolinasVega y Saavedra Chanduvi (2009), la desigualdad del ingreso en la región latinoamericana genera un diferencial de oportunidades, transmitido por generaciones. De esta forma, si lo que una sociedad desea es fomentar la igualdad de oportunidades entre los diferentes grupos sociales, deben diseñarse políticas que busquen *considerar conjuntamente impuestos y transferencias (Gasto Público Social) para evaluar el efecto final de la política fiscal: (i) las transferencias sociales están sometidas a impuestos en algunos países y (ii) muchas de las prestaciones se otorgan a través de reducciones en la base imponible o deducciones en la cuota del impuesto a la renta personal (gasto tributario)*, tal como lo indican Barreix, Bès y Roca (2009, p. 3). La distribución del ingreso por medio del sistema impositivo (cobro de impuestos) por sí sólo es, hasta cierto punto, limitada, en vista de que un esquema muy centrado en los impuestos indirectos (como sucede en los países en desarrollo) puede terminar siendo *regresivo*.³⁰ Por su parte, esquemas impositivos con alta progresividad en los impuestos directos (como sucede en los países desarrollados) son difíciles de aplicar en países en desarrollo, quizá, debido a problemas culturales asociados a la evasión de estas obligaciones y marcos institucionales débiles.

De acuerdo con dichos autores, la aplicación en América Latina de reformas impositivas hacia *la extensión de las bases de los gravámenes y la mayor uniformidad de las alícuotas persiguieron minimizar las consideraciones tributarias en las decisiones de los agentes, tanto respecto a los sectores económicos como a los factores de producción empleados en ellos. Paralelamente, la reducción de la alícuota promedio y de sus valores marginales permitió contrarrestar el incentivo al ocio y a la evasión, derivada de valores elevados de esta variable en el impuesto a la renta* (p. 16). En relación con este argumento hacia la racionalización de las alícuotas promedio y sus valores marginales, específicamente para el caso de Costa Rica, podría ser valioso hacer una discusión sobre las ven-

30. Esto es, cobrándole proporcionalmente más a las personas con menores niveles de ingreso que a las personas con ingresos más altos.

tajas y desventajas de transformar el actual sistema del impuesto sobre la renta (con estructura escalonada de tasas) en un *Sistema de Impuesto Plano*, como ya ha sido aplicado por parte de países nórdicos, aparentemente con buenos resultados. Este tipo de impuestos pueden diseñarse para que sean progresivos, al contrario de lo que puede pensarse.³¹ Otra ventaja de este esquema es que elimina el incentivo de los contribuyentes (personas y empresas) a inflar gastos por medio de la sobrefacturación o al diseñar mecanismos operativos que fragmentan contablemente a las empresas para así evitar los rangos de ingresos con mayores tasas marginales; todo lo cual tiende a eliminar la *evasión de los impuestos*.

En países en desarrollo, con altos niveles de desigualdad y tasas de pobreza, no parece suficiente el argumento de que, logrando altas tasas de crecimiento económico (una condición necesaria), se aliviarían los problemas de desigualdad y de pobreza, pues ello no sería una condición suficiente.³²

3.3.5 Una carga tributaria adecuada al grado de desarrollo relativo de Costa Rica

En la teoría, no hay una regla o prescripción acerca de cuál debería ser una carga tributaria “adecuada” a la situación de un determinado país, como tampoco existe un tamaño del Estado “óptimo”.³³ En este sentido, hacer juicios de valor acerca de lo que debería (o no) ser una carga tributaria

31. Por ejemplo, al definirse un tramo exento del impuesto para proteger a las personas de menores ingresos y determinar el impuesto como la *base imponible* (esto es, el ingreso total menos el tramo de ingreso exento) multiplicada por la *tasa plana*, la tasa impositiva promedio aumenta con el ingreso total (técnicamente, convirtiéndose en un sistema de impuesto sobre la renta *progresivo*), a pesar de que la tasa marginal se mantiene constante. Para mayores referencias sobre el *Sistema de Impuesto Plano* así como sobre los principios básicos para el diseño de esquemas impositivos, véase Tresch (2002, pp. 331-383).

32. Mesalles y Céspedes (2008) indican que el crecimiento económico es más efectivo para reducir la pobreza cuanto más equitativa sea la distribución del ingreso, con base en la teoría del *Triángulo Pobreza, Crecimiento y Desigualdad*, sugerida por Bourguignon (2004 y 2002). De acuerdo con este enfoque, mejoras en esta inequidad del ingreso harían más efectiva la reducción de la pobreza en el largo plazo al generarse un mayor crecimiento económico.

33. Sin embargo, pareciera que tamaño del Estado y carga tributaria han de estar, hasta cierto punto, relacionadas pues a mayor Estado, mayores gastos y, por lo tanto, mayores niveles de ingresos tributarios serían requeridos para cumplir con sus tareas.

adecuada es, hasta cierto punto, inútil. A lo sumo, lo que puede sugerirse es comparar la carga tributaria entre países, tomando en cuenta su ingreso per cápita (ajustado por su paridad de poder de compra)³⁴, así como su grado de desarrollo humano. Esta sección hace un análisis comparativo de la carga tributaria costarricense en el contexto internacional. Se contrastan el *Ingreso Nacional Bruto* (INB) y el *Índice de Desarrollo Humano* (IDH) con la *Carga Tributaria*, incluyendo seguridad social, para un amplio conjunto de países.³⁵ No obstante, debe reconocerse que este tipo de comparaciones internacionales tienen sus limitaciones y no deben tomarse como evidencia dura acerca de lo que debería o no ser una carga tributaria adecuada para un país como Costa Rica. El fin de esta comparación es tan sólo ofrecer un marco de referencia indicativo, más no prescriptivo, pues se requieren análisis más detallados acerca de la eficiencia del Estado y cuál podría ser una carga tributaria adecuada dados el tamaño y la eficiencia (o falta de ella) del Estado en Costa Rica.³⁶

La primera variable que se utilizó para contrastar la magnitud de la carga tributaria de Costa Rica en el ámbito internacional es el INB per cápita en dólares, ajustado por el poder de paridad de compra. Esto se hizo, con el fin de observar, de acuerdo con los datos al 2005 (año de referencia para el cual la información está disponible), la posición relativa del país respecto de la carga tributaria y el INB en relación con un amplio conjunto de países desarrollados y en desarrollo.

La mayor parte de los países europeos (desarrollados) presentan elevados niveles para ambas variables, mientras que la mayoría de las naciones latinoamericanas (en desarrollo) se ubican en el otro extremo, con cargas tributarias respecto al PIB más bajas, así como ingresos per cápita menores. Como se muestra en el siguiente gráfico, existen dos claras tendencias, en donde el grupo situado a la derecha es donde se encuentran los países desarrollados, con ingresos per cápita y cargas tributarias más altas. Esto contrasta con el grupo de países al extremo izquierdo, donde sus ingresos per cápita son menores, así como el nivel de la carga tributaria en relación al PIB.

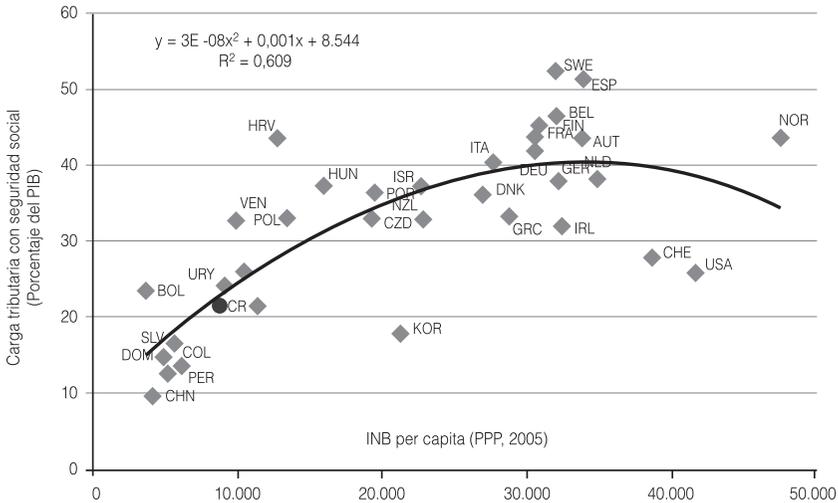
34. En inglés, *Purchasing Power Parity* (PPP).

35. En el Anexo 3.1 se presentan los datos utilizados para este análisis comparativo internacional.

36. Para una revisión de la eficiencia del gasto en Costa Rica, véase Céspedes y Mesalles (2008).

GRÁFICO 3.4

ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA CARGA TRIBUTARIA E INGRESO NACIONAL BRUTO (INB) PER CÁPITA



FUENTE: Elaboración propia con base en PNUD (2008), FMI (2008b) y Banco Mundial (2008).

La posición de Costa Rica en términos de su carga tributaria con seguridad social se encuentra levemente por debajo de la 'línea de ajuste', lo cual indica que, en el contexto internacional, estaríamos por debajo del promedio para los países con ingreso nacional disponible similar (basado en la metodología denominada *Paridad del Poder de Compra*,³⁷ base 2005). Ello podría sugerir que existe algún margen para mejorar este indicador en el mediano/largo plazo y, quizá, llevarlo hasta a niveles superiores al 20 por ciento mediante mayor eficiencia en la recaudación de tributos y ampliación de la base impositiva (no necesariamente por medio de aumento en tasas tributarias).

Respecto al riesgo de aumentar tasas impositivas para mejorar recaudación tributaria, debe tenerse presente que, en ocasiones, esto genera efectos no deseados (incluyendo aumentos en la evasión tributaria), así como mayores distorsiones en los mercados, y, por tanto, el efecto esperado no se consigue después de todo.³⁸ Es más factible que tasas de crecimiento económico

37. En inglés, *Purchasing Power Parity* (PPP).

38. Conviene resaltar, en relación con lo anteriormente mencionado, que el aumento de las tasas impositivas no necesariamente genera incrementos en la carga tributaria, pues ello

relativamente altas (y sostenibles) puedan incrementar la carga tributaria respecto al PIB, sin necesidad de aumentar las tasas impositivas por medio de reformas legales. De hecho, Costa Rica logró aumentar su carga tributaria en los años recientes, pasando ésta del 13,3 por ciento del PIB en el 2002 a 15,9 en el 2008; esto, debido, en parte, al crecimiento acelerado de la producción interna y, en parte, debido a una serie de disposiciones administrativas.³⁹

Respecto a la relación del ingreso per cápita y la carga tributaria, debe evitarse el siguiente razonamiento falaz: “como los países desarrollados tienen cargas tributarias muy superiores a las de los países en desarrollo, entonces esto sería justificación para aumentar la carga tributaria de la forma que sea”. Esta lógica, aunque pareciera válida, confunde la causalidad del argumento pues pudiera ser que las cargas tributarias en los países desarrollados sean mayores a las de los países en desarrollo precisamente porque los ingresos de aquéllos soportan una mayor carga impositiva al ser mucho más altos que los de estos últimos. Por esa razón, al tener un ingreso per cápita mucho mayor, la carga tributaria que pueden soportar es correspondientemente mayor y sus efectos sobre el crecimiento económico no serían adversos, como sí lo serían en los países en desarrollo. En síntesis, el análisis comparativo que observa la carga tributaria en relación con el INB per cápita indica que Costa Rica ésta estaría ligeramente por debajo de la línea de ajuste (alrededor de 1,2 p.p. del PIB), según el gráfico anterior.

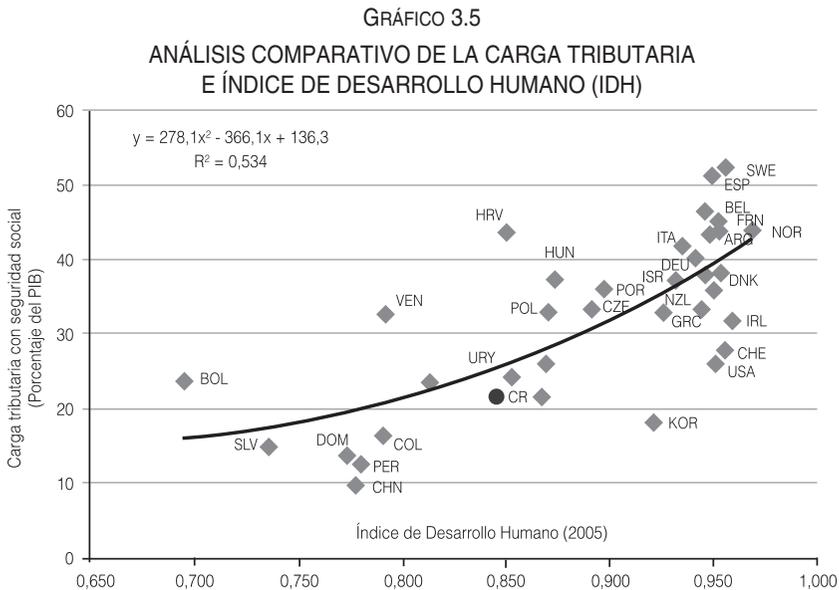
La segunda variable utilizada para hacer la comparación internacional de la carga tributaria (con cargas por seguridad social) es el IDH. Es de esperar que cuanto mayor sea este índice en una sociedad, el bienestar de la población (el cual debería estar asociado al ingreso per cápita) se incremente, lo cual podría estar correlacionado con el desarrollo humano. Pareciera, de acuerdo con el siguiente gráfico, que existe una cierta relación entre los indicadores del IDH y de carga tributaria en relación con el PIB; ello podría

depende de la elasticidad de los ingresos a dichas tasas, así como de la posibilidad de evadir y eludir dichos impuestos. En ocasiones, ante aumentos en tasas tributarias, los ingresos tributarios podrían sufrir reducciones o compensaciones por dichos efectos.

39. Tales como la implementación del sistema de cómputo llamado *TIC@* para valoración de mercancías importadas en las aduanas, la elevación de las penas por defraudación (incluyendo apremio corporal) y mayor eficiencia en la administración tributaria.

indicar que, en general, los países con mayores índices de desarrollo humano tienden a tener mayores cargas tributarias.⁴⁰

En este contexto, Costa Rica se encuentra en una posición intermedia en el ámbito internacional. En el mediano y largo plazo, Costa Rica, por medio de sus políticas económicas y sociales, podría moverse hacia la derecha (mayores niveles del IDH) y mejorar, asimismo, su carga tributaria para tener niveles similares a los de Uruguay o Chile, con la precaución de no confundir la causalidad, como se ha indicado previamente.



FUENTE: Elaboración propia con base en PNUD (2008), FMI (2008b) y Banco Mundial (2008).

De esta segunda variable, se tiene, entonces, que Costa Rica cuenta con una posición relativamente alta en términos de su IDH y está por debajo de la “línea de ajuste” que representa el promedio internacional de la carga tributaria (con seguridad social) para el 2005 (año de referencia para los cuales existe información disponible). El análisis comparativo que observa las cargas sociales en relación con el IDH indica que Costa Rica debería

40. Sin que esto sea sinónimo de *causalidad* entre dichas variables, pues no sería válido creer que, al aumentar la carga tributaria, el país debe, necesariamente, desarrollarse, tal como se mencionó anteriormente para el caso del análisis de la carga tributaria y el INB.

aumentar su carga tributaria (incluyendo los impuestos de la seguridad social) en alrededor de un 2,9 por ciento del PIB para estar sobre la “línea de ajuste” en el gráfico mostrado anteriormente.

En conclusión, del análisis comparativo con las dos variables mencionadas (INB per cápita e IDH), según datos para el año de referencia 2005, Costa Rica tendría una carga tributaria inferior (hasta en un 3 por ciento del PIB) al promedio respecto de países similares en ingreso per cápita e índice de desarrollo humano.

3.4 SOSTENIBILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN COSTA RICA 2010-2014

Antes de tratar el tema de la sostenibilidad de la deuda pública en Costa Rica, debe conocerse cómo se genera el proceso de endeudamiento, lo que se hace en la sección 3.4.1. En la sección 3.4.2 se analiza la evolución de la deuda pública total (esto es, del sector público total: SPNF, SPF y BCCR). Finalmente, en la sección 3.4.3 se revisa la sostenibilidad del endeudamiento público en Costa Rica.

3.4.1 Política de endeudamiento público en Costa Rica

En Costa Rica existe una estructura básica para la gestión del endeudamiento público, asociada al *Plan Nacional de Desarrollo* (PND), en la cual intervienen el Ministerio de Planificación Nacional y Política Económica (MIDEPLAN), el Ministerio de Hacienda (MH)⁴¹ y el Banco Central de Costa Rica (BCCR), así como la Asamblea Legislativa en lo atinente al endeudamiento público para el Gobierno Central o endeudamiento por parte de otras instituciones del SPNF que requieran la *Garantía del Estado*. En el MH se han consolidado los esfuerzos para configurar una política integral de gestión del endeudamiento público, la cual ha sido concretada recientemente en MH (2008). Conforme con la Ley 8131 del *Sistema de Administración Financiera y Presupuestos Públicos*, esta estrategia debe ser competencia del *Subsistema de Crédito Público* del MH.

41. Incluyendo dentro de este ministerio a la *Secretaría Técnica de la Autoridad Presupuestaria* (STAP).

En Costa Rica, la gestión de la deuda pública se hace dentro de un marco de análisis de mediano y largo plazo pues, efectivamente, el MH cuenta con los modelos de sostenibilidad y de escenarios macroeconómicos que permiten monitorear la evolución del endeudamiento público. De acuerdo con el MH, dicha sostenibilidad se define como *mantener en el mediano y largo plazo la deuda pública en niveles sostenibles, encaminando la razón deuda pública a PIB a niveles que permitan: una mayor flexibilidad del gasto público, acceso continuo y en mejores condiciones a los mercados financieros internacionales y locales, de forma que se reduzca la vulnerabilidad ante los “shocks” externos disminuyendo el riesgo de llegar a una cesación del servicio de la deuda o a un ajuste exagerado en los gastos o en la carga tributaria nacional* (MH, 2008).

De esta forma, de acuerdo con conversaciones con funcionarios de la *Dirección de Crédito Público* del MH (DCP), entre los determinantes clave de la sostenibilidad del endeudamiento público en Costa Rica se encuentran: i) el crecimiento económico; ii) la tasa de interés real y iii) el superávit (o déficit) primario. Con base en estas tres variables, la DCP ha establecido, con la asesoría de consultores externos, un límite de endeudamiento público de aproximadamente el 60 por ciento del PIB (MH, 2008). La normativa aplicable a la DCP respecto a la política de endeudamiento es la *Ley de Administración Financiera de la República y Presupuestos Públicos*, Ley 8131,⁴² con base en el artículo 80, según el cual el *Subsistema de Crédito Público*, por medio de su órgano rector, debe proponer dicha política a la *Autoridad Presupuestaria*.⁴³

42. En adelante, LAFPP; publicada en la Gaceta N° 198 del 16 de octubre del 2001.

43. De esta forma, el ámbito de aplicación para la política de endeudamiento público se encuentra definido en dicha ley, en los incisos a), b) y c) del artículo 1; en donde se establece que se regulará el régimen económico-financiero de los órganos y entes administradores o custodios de los fondos públicos. Será aplicable a: a) *La Administración Central, constituida por el Poder Ejecutivo y sus dependencias.* b) *Los Poderes Legislativo y Judicial, el Tribunal Supremo de Elecciones, sus dependencias y órganos auxiliares, sin perjuicio del principio de separación de Poderes estatuido en la Constitución Política.* c) *La Administración Descentralizada y las empresas públicas del Estado.* Por su parte, artículo 85 de la misma ley se refiere a los lineamientos, al establecerse que *los procedimientos que conforme a esta Ley determine el órgano rector, serán aplicables a toda operación del sector público. No obstante, se exceptuarán los siguientes casos: a) Los créditos externos que contrate el Banco Central de Costa Rica como único obligado, de acuerdo con su Ley Orgánica.* b) *Los créditos que contraten o garanticen los bancos estatales a personas y entes privados dentro de su actividad ordinaria, los cuales serán normados por el banco central y la Superintendencia General de Entidades Financieras en lo que corresponda.* c) *Los créditos que contraten las universidades.* d) *Los créditos que contraten las municipalidades.*

En este punto, debe señalarse que hay ciertas instituciones del sector público costarricense que quedan fuera de los lineamientos de la política de endeudamiento público. Según las leyes aprobadas en el país como consecuencia de implementación del *Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos, Centroamérica y República Dominicana* (CAFTA-RD), se establecen las siguientes exclusiones en esta *política de endeudamiento público*: a) ELICE y sus empresas,⁴⁴ de conformidad con lo dispuesto en la *Ley de Fortalecimiento y Modernización de las Entidades Públicas del Sector de Telecomunicaciones*, Ley 8660.⁴⁵ b) El Instituto Nacional de Seguros (INS), de conformidad con lo dispuesto en el artículo 51 de la *Ley Reguladora del Mercado de Seguros*, Ley 8653.⁴⁶ c) La Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos (ARESEP) y la Superintendencia de Telecomunicaciones (SUTEL), conforme a lo dispuesto en el artículo 41 de la citada Ley 8660.⁴⁷

3.4.2 Evolución del endeudamiento público en Costa Rica

En Costa Rica, la deuda pública total (del sector público no financiero, SPNF, incluido el BCCR, y del sector público financiero, SPF) alcanzó un monto de US 12.862,6 millones de dólares equivalentes a un 43,9 por ciento del PIB al cierre del 2009. De este monto, US 3.582,9 millones de dólares corresponden a la deuda pública externa (un 12,2 por ciento del PIB) y los restantes US 9.279,7 millones de dólares (equivalentes a Cs 5.319.886,6 millones de colones) corresponden a la deuda pública interna (un 31,7 por ciento del PIB). Para el SPNF (incluido el BCCR), el monto de endeudamiento público llegaría aproximadamente a un 42,4 por ciento del PIB, lo cual indica que,

44. Específicamente, Radiográfica Costarricense S.A. (RACSA), la Compañía Nacional de Fuerza y Luz (CNFL), la Compañía Radiográfica Internacional Costarricense S.A. (CRICSA) y las demás empresas que el ICE constituya o adquiera, en ambos casos, con una participación no menor que el cincuenta y uno por ciento (51 por ciento) del capital accionario.

45. Publicada en el Diario Oficial la Gaceta N.156 del 13 de agosto del 2008.

46. Publicada en el Diario Oficial la Gaceta N. 152 del 7 de agosto del 2008.

47. El Anexo 3.2 presenta una breve descripción del marco jurídico que le aplica al proceso de endeudamiento público en Costa Rica y en el Anexo 3.3 se describe el proceso de endeudamiento público.

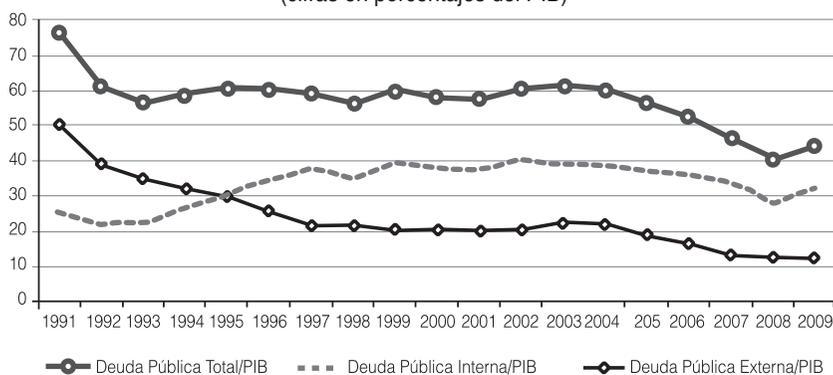
a diciembre del 2009, la deuda pública del SPF es aproximadamente de un 1,5 por ciento del PIB.⁴⁸

Como puede notarse en el gráfico 3.6, la deuda pública total en Costa Rica se ha mantenido relativamente estable desde inicios de la década de los 90s, en un valor cercano al 60 por ciento del PIB. Conviene hacer notar, sin embargo, que su composición se ha venido modificando como consecuencia de que las autoridades de los diferentes gobiernos han decidido ir reduciendo paulatinamente la deuda pública externa “convirtiéndola” en deuda pública interna.⁴⁹ La sustitución de deuda externa por deuda interna que se ha venido dando durante 2000-2006 llegó a estar cercana a una razón de 1:2; sin embargo, en 2006 y 2008 la deuda pública interna bajó fuertemente desde un 36,1 por ciento en 2006 hasta un 27,8 por ciento del PIB en 2008, en tanto la externa se redujo, en ese mismo periodo, de 16,2 por ciento al 12,5 por ciento del PIB, llegando la razón de deuda externa a deuda interna durante 2007-2009 a un valor promedio de 1:2,5 (esto es, por cada US 1 dólar de deuda pública externa del SPNF hay US 2,5 dólares equivalentes de deuda pública interna). En el 2009, la deuda pública total experimentó un fuerte aumento de alrededor de 3,6 p.p. del PIB (la deuda externa bajó en 0,3 p.p. y la deuda interna aumentó en 3,9 p.p.) como consecuencia de una fuerte caída coyuntural (aproximadamente del 1,9 por ciento del PIB en el 2009) en los ingresos tributarios del Gobierno Central y por las políticas expansivas de gasto público con el fin de reducir el impacto de la crisis económica internacional; todo lo cual generó un fuerte déficit financiero en el Gobierno Central de alrededor del 3 por ciento del PIB, como se vio en la Sección 3.3.2 de este documento.

48. Para lo que sigue, en este documento, se hará referencia a la deuda pública total que incluye al SPNF, SPF y BCCR.

49. A inicios de los noventas, la externa representaba alrededor del 45 por ciento del PIB mientras que la interna sumaba tan solo un 25 por ciento. Para 1997, la interna representaba cerca del 40 por ciento del PIB y la deuda pública externa era alrededor del 20 por ciento.

GRÁFICO 3.6
COSTA RICA: TASA DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO, 1991-2009
(cifras en porcentajes del PIB)



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del MH y el BCCR.

3.4.3 Sostenibilidad del endeudamiento público en Costa Rica 2010-2014

Con base en consideraciones teóricas analizadas en el Anexo 3.4, en este documento se realiza una estimación del límite máximo de endeudamiento público para Costa Rica, para el periodo 2010-2014. Es importante aclarar que el cálculo de dicho límite máximo depende, entre otros, del nivel de superávit primario,⁵⁰ de la tasa de crecimiento económico, de la tasa de interés real⁵¹ que aplica sobre la deuda pública y del ajuste fiscal en los gastos primarios (esto es, gastos públicos sin intereses) requerido ante una situación crítica con el fin de no incumplir el servicio de la deuda pública.

De acuerdo con la metodología descrita en dicho anexo, la tasa máxima de endeudamiento público para Costa Rica durante el periodo 2010-2014 se encuentra en alrededor del 62,7 por ciento del PIB, suponiendo un ajuste

50. En lo sucesivo, cuando se mencione superávit (o déficit) primario, así como gastos primarios, se hará referencia al indicador correspondiente al SPNFR, a menos que se indique otra cosa.

51. La tasa de interés real es calculada, para los efectos de este estudio y en referencia al modelo de sostenibilidad de la deuda aquí aplicado, como la tasa de interés implícita en el endeudamiento público; esto es, la tasa implícita resultante de dividir el gasto por intereses de la deuda pública total al final del año t por el nivel de deuda pública total al final del año $t-1$.

fiscal (ante un eventual shock que le permita al Estado seguir cumpliendo con el servicio de la deuda pública) de 2,94 p.p. del PIB.⁵² Una vez estimado este límite máximo de endeudamiento público, con base en el Anexo 3.5, se procedió a estimar la dinámica de la razón deuda pública al PIB; esto es, el comportamiento a futuro de esta razón de endeudamiento bajo diversos supuestos, según el escenario (optimista, neutral y pesimista) al que se haga referencia.

Debe indicarse que estos escenarios incluyen el endeudamiento externo adicional que se ha aprobado recientemente en la Asamblea Legislativa o en proceso de aprobación. Los préstamos considerados son los siguientes:

- a) Préstamo para Desarrollo Eléctrico (BID) por US 250 millones de dólares,⁵³
- b) Préstamo de Infraestructura Vial (PIV I, BID) por US 300 millones de dólares,⁵⁴

52. De acuerdo con la metodología del límite máximo de la deuda, descrita en el Anexo 3.5 de este documento, esto significa que, ante un eventual shock, el país debería tener la capacidad de realizar un ajuste fiscal de alrededor de 3 p.p. del PIB (2 desviaciones estándar estimada en el periodo 1991-2008) en su gasto primario.

53. Condiciones del financiamiento: Plazo de amortización: 25 años; Período de Gracia: 5 años; Desembolsos: 5 años; Tasa de interés: Variable. Los desembolsos de US 250 millones de dólares, se reparte en montos iguales durante su periodo (2010-2012 y 2013-2015). Programa de Préstamo por US 250 millones de dólares aprobado por A.L. Los otros US 250 millones de dólares no necesitan pasar por A.L. Debe aprobarlo el BID y el Gobierno. Al 2010, no se han cumplido las condiciones previas para el primer desembolso. Se supone un desembolso en 5 años a US 50 millones de dólares por año a partir del 2010.

54. Las condiciones y términos financieros de cada préstamo individual serán los vigentes en la fecha de aprobación de la Operación Individual por el Directorio Ejecutivo del banco, para los préstamos con garantía soberana que el banco otorgue con cargo a los recursos de la facilidad unimonetaria del Capital Ordinario del banco. El contrato tiene un plazo de 12 años. A abril del 2010 se encuentra en la Asamblea Legislativa el Proyecto Programa de Infraestructura Vial (PIV) I por un monto de US 300 millones de dólares a ser desembolsados, siempre que se cumplan las condiciones previas, en un periodo de 5 años; esto es, US 60 millones de dólares por año desde el 2010 hasta el 2014. Como contraparte local, el Estado debe aportar US 75 millones de dólares.

- c) Préstamo para Enfrentar la Crisis (Banco Mundial) por US 500 millones de dólares;⁵⁵
- d) Préstamo Limón Ciudad Puerto (Banco Mundial) por US 72 millones de dólares.⁵⁶

Hubo un préstamo denominado Programa de Liquidez para la Sostenibilidad del Crecimiento en Costa Rica (BID) por US 500 millones de dólares, el cual fue rechazado por las autoridades económicas de Costa Rica⁵⁷ y, por tanto, no se incorpora dentro de los cálculos del endeudamiento.

De acuerdo con el gráfico 3.7, Costa Rica se encontraría, en el periodo 2010-2012, en una senda de fuerte aumento de su endeudamiento público (especialmente, debido a la deuda interna), pero dentro de sus límites de sostenibilidad, según su escenario *Neutral* (crecimiento del PIB del 4 por ciento, tasa de interés del 6 por ciento y un déficit primario del 1 por ciento respecto al PIB), todo lo cual llevaría a que, al 2012, la razón deuda pública/PIB llegue aproximadamente a un 52,1 por ciento, alrededor de 10 p.p. por debajo del límite máximo de endeudamiento público, estimado en este estudio en 62,7 por ciento. A partir de ese año, suponiendo una mejora en las condiciones económicas internacionales y una reforma tributaria para ampliación de base gravable y transformación del impuesto de ventas en impuesto al valor agregado, así como mejoras en la eficiencia de la recaudación tributaria (esto es, una reforma tipo **Opción 2**, de acuerdo con la Sección 3.3.2), se espera que el crecimiento se eleve al 6 por ciento anual, una tasa de interés real de la deuda de un 7 por ciento y el superávit

55. Préstamo por US 500 millones de dólares del Banco Mundial. De acuerdo con funcionarios del DCP del MH, estos recursos se usarían para una eventual sustitución de Deuda Interna por Deuda Externa a ser utilizado en un plazo máximo de 6 años; y, como tal, no afectaría el monto global de endeudamiento público pues, sólo cambiaría la composición (aumento en deuda externa y reducción en deuda interna). Tiene un plazo de amortización de 30 años con cinco años de gracia. La tasa de interés está compuesta por la tasa LIBOR más un margen fijo de 1,45 por ciento con una comisión de compromiso de 0,25 por ciento.

56. Préstamo Limón Ciudad Puerto del Banco Mundial por US 72 millones de dólares, en desembolsos de US 14,4 millones de dólares por año por cinco años.

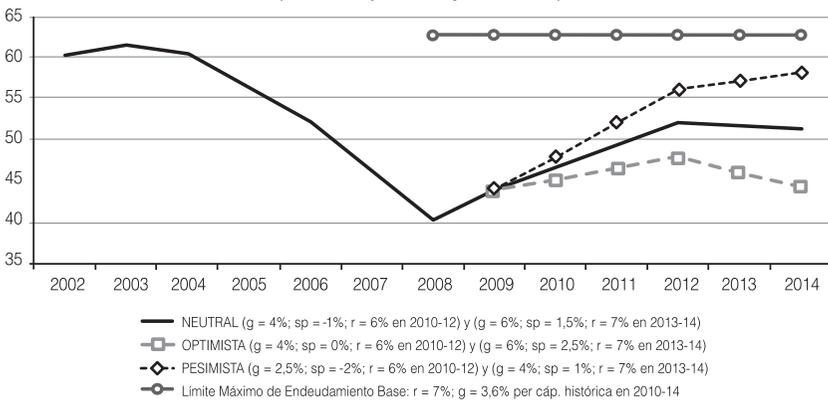
57. Préstamo por US 500 millones de dólares del Banco Interamericano de Desarrollo. Condiciones del financiamiento: Plazo de amortización: 25 años; Período de Gracia: 5 años; Desembolsos: 5 años; Tasa de interés: Variable. Este préstamo fue rechazado por Costa Rica.

primario fuera del 1,5 por ciento del PIB, la senda de la razón deuda pública a PIB sería hacia la baja, llegando en 2014 a un 51,5 por ciento del PIB.

En el escenario *Optimista*, se tiene que, para el periodo 2010-2012 (al suponerse crecimiento del PIB del 4 por ciento, superávit primario del 0 por ciento y tasa de interés de la deuda del 6 por ciento), se nota que la tasa de endeudamiento tiende a incrementarse al pasar de alrededor de 43,9 en 2009 a un nivel de 47,7 por ciento del PIB en el 2012. A partir de ese año, suponiendo la mejora en las condiciones económicas internacionales (el cual proyecta o asume un crecimiento del 6 por ciento) y una reforma tributaria tipo **Opción 2**, se proyectaría un mayor superávit primario (del 2,5 por ciento), así como una tasa de interés real implícita en la deuda pública total del 7 por ciento. Bajo estas condiciones económicas proyectadas bajo este escenario, se esperaría que la tasa de endeudamiento se reduciría de dicho monto en 2012 (esto es, 47,7 por ciento del PIB) a aproximadamente un 44,3 por ciento del PIB en el 2014; todo ello consecuencia de los resultados fiscales positivos, contención del gasto público y el mayor crecimiento económico.

GRÁFICO 3.7

COSTA RICA: SOSTENIBILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO, 2010-2014
(cifras en porcentajes del PIB)



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del MH y el BCCR.

Ahora, si se asume el escenario *Pesimista* en el periodo 2010-2012 (el cual supone un crecimiento del 2,5 por ciento, un déficit primario de 2 por ciento y tasas de interés para la deuda pública del 6 por ciento), se presenta

una tasa de endeudamiento público más ascendente que la del escenario *Neutral*, al pasar de alrededor de 43,9 por ciento del PIB en 2009 a cerca del 56,1 por ciento en 2012; todo ello consecuencia de los bajos niveles de crecimiento y el fuerte déficit primario. Para el periodo 2013-2014 (suponiendo una tasa de crecimiento del 4 por ciento, así como una reforma tributaria tipo **Opción 2**, pero con menor grado de contención del gasto público, lo cual generaría tan solo un superávit primario del 1 por ciento del PIB y tasas de interés del 7 por ciento), la dinámica del endeudamiento tiende a reducir su tasa de crecimiento respecto al periodo 2010-2012 pero, aunque dentro de un ámbito sostenible, su nivel se acercaría en el 2014 a un monto del 58,1 por ciento del PIB, unos 4,5 p.p. por debajo del límite máximo de endeudamiento público (62,7 por ciento).

Con el fin de explorar un poco más las implicaciones de mantener un alto déficit financiero del SPNFR durante los próximos años, en lo que resta de esta sección, se plantea el siguiente escenario que parte de predeterminedar el déficit financiero del SPNFR (llámese a éste escenario *Pesimista 2*) el cual parte de los siguientes supuestos para el periodo 2010-2014: a) Se supone que el gobierno no busca una nueva reforma tributaria para mejorar ingresos por medio de la ampliación de las bases imponibles o aumentos en las tasas impositivas (esto es, se adopta la situación de *No Hacer Nada*, tipo **Opción 1**); b) Se supone un déficit financiero del SPNFR/PIB del 4 por ciento en 2010-2014; c) El endeudamiento público externo aumenta levemente, según los empréstitos ya incorporados en el anterior de sostenibilidad,⁵⁸ dándose casi todo el incremento en el endeudamiento vía deuda pública interna; d) La tasa de interés implícita, al forzarse una mayor colocación de deuda pública interna en el mercado doméstico, iría al alza, llegando a ser de 8,9 por ciento;⁵⁹ e) El crecimiento económico se asume relativamente bajo (3 por ciento para 2010-2012 y 3,5 por ciento para 2013-2014), pensando en una salida más lenta de la crisis financiera internacional.

58. Básicamente, significa un aumento de alrededor de 2 p.p. del PIB al 2014.

59. Esta tasa implícita es estimada como el promedio, en el periodo 2009-2001, de la tasa de interés implícita en la deuda pública total más 200 puntos base (p. b.).

Bajo estas circunstancias, la *deuda pública interna* (DI) experimentaría un fuerte incremento entre el 2010 y 2014 de aproximadamente unos 7,7 p.p. del PIB, pasando esta tasa de endeudamiento del 31,7 por ciento en 2009 al 39,5 por ciento en 2014, lo cual es un ajuste relativamente alto, dada la historia reciente en la evolución de estos indicadores durante los últimos años. La *deuda pública externa* (DE) tendría, como se ha supuesto previamente, un leve aumento de alrededor de 2 p.p. del PIB, llevándola del 12,2 por ciento en 2009 al 14,2 por ciento en el 2014. En el agregado, la *deuda pública total* (DPT) pasaría del 43,9 por ciento al 53,6 por ciento del PIB en este periodo, para un incremento de alrededor de 9,7 p.p. del producto interno bruto. Estos números pueden apreciarse en el cuadro 3.4.

CUADRO 3.4
COSTA RICA: ESCENARIO PESIMISTA 2 PARA LA DEUDA PÚBLICA TOTAL,
SEGÚN OPCIÓN 1, 2010-2014
(cifras en porcentajes)

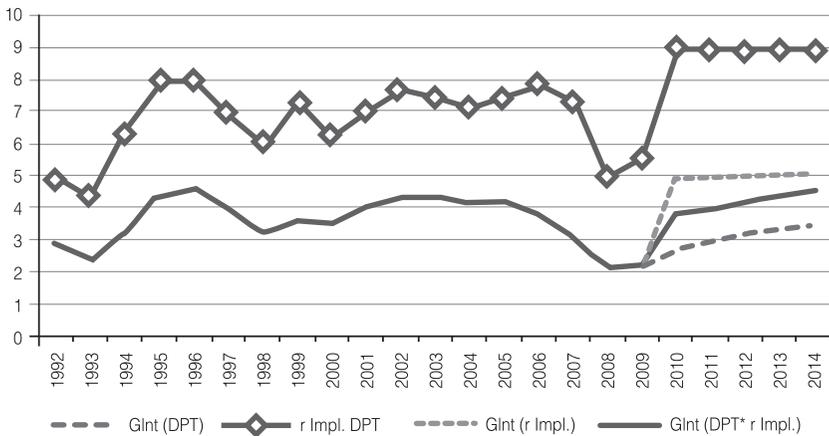
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>r</i> : Tasa de Interés Implícita	5,5	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
<i>g</i> : Tasa de Crecimiento Económico	-1,3	3,0	3,0	3,0	3,5	3,5
DE (con Empréstitos Adicionales) SPNFR/PIB	12,2	12,6	13,0	13,4	13,8	14,2
DI (Escenario Pesimista 2) SPNFR/PIB	31,7	33,6	35,3	36,9	38,2	39,4
DPT (DE + DI)	43,9	46,2	48,3	50,3	52,0	53,6
Resultado Primario SPNFR/PIB	-0,8	-0,0	0,2	0,4	0,6	0,7
Cambio en DI	—	1,8	1,74	1,6	1,2	1,2
Déficit Financiero SPNFR/PIB	-3,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
Ingresos Totales SPNFR/PIB	38,3	38,3	39,3	39,3	40,3	40,3
Gastos Primarios SPNFR/PIB	39,1	38,4	39,1	38,9	39,7	39,6
Gastos Intereses DPT SPNFR/PIB	2,2	3,9	4,2	4,4	4,6	4,7
Gastos Intereses DE SPNFR/PIB	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Gastos Intereses DI SPNFR/PIB	1,6	3,4	3,6	3,8	4,0	4,1

Nota: Este escenario supone lo siguiente: a) una mayor tasa de interés implícita en la deuda pública (8,9 por ciento en 2010-2014); b) un moderado crecimiento económico (3 por ciento en 2010-2012 y 3,5 por ciento en 2013-2014); c) un déficit financiero del SPNFR (4 por ciento en 2010-2014); d) los gastos por intereses en la deuda pública total son extrapolados (por regresión) utilizando la interacción de la variable DPT con la Tasa de Interés Implícita.

FUENTE: Elaboración propia.

Aunque la senda de sostenibilidad de este escenario se mantiene válida (pues el límite máximo de endeudamiento estaría sobre el mayor grado de endeudamiento al 2014), debe tomarse en cuenta que los gastos por intereses sería una variable que tendría un fuerte ajuste, si se parte de que la mayor necesidad de financiamiento del déficit fiscal requiere mayores colocaciones de deuda interna en el mercado, creando presiones sobre la tasa de interés doméstica, capturadas por medio del fuerte aumento en la tasa de interés implícita en la deuda pública total que pasaría del 5,5 por ciento en 2009 al 8,9 por ciento (el promedio 2009-2001 que fue de 6,9 por ciento más 200 p. b.). Con base en estas consideraciones, se hizo una estimación de los gastos por intereses en relación al PIB en función de la tasa de interés implícita en la deuda pública total, por medio de una regresión lineal entre los gastos por intereses/PIB y la interacción de la variable DPT con Tasa de Interés Implícita, cuya relación se ilustra en el siguiente gráfico.

GRÁFICO 3.8
 COSTA RICA: GASTOS DE INTERESES EN LA DEUDA PÚBLICA TOTAL
 Y SU TASA DE INTERÉS IMPLÍCITA, 2010-2014
 (tasas en porcentajes y gastos de intereses en porcentajes del PIB)

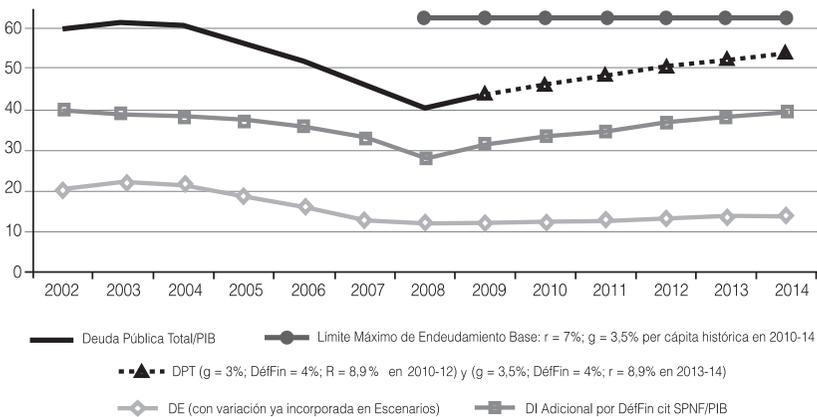


FUENTE: Elaboración propia con base en datos del MH.

De esta forma, el gasto total de intereses como proporción del PIB pasaría del 2,2 por ciento en 2009 al 4,7 por ciento en 2014; esto es, un incremento en este rubro del 118 por ciento en este periodo. Dado que el mayor incremento del endeudamiento público total ocurre como resultado del ajuste

en la deuda interna, esto se ve reflejado también en la fuerte alza de los gastos por intereses asociados a esta última, al pasar de alrededor del 1,6 por ciento en 2009 al 4,1 por ciento en el 2014, para un crecimiento porcentual en el periodo del 152 por ciento. Tal como se observa en el gráfico anterior, del 2010 al 2014 se presentan tres curvas para los gastos de intereses proyectados. Por un lado, la línea discontinua (más baja) muestra la senda del ajuste en los gastos de intereses de la deuda pública total si no se dieran aumentos en la tasa de interés implícita (esto es, se proyectó sólo con base en el nivel de endeudamiento público), lo cual llevaría la magnitud de este rubro del 2,2 por ciento del PIB en 2009 al 3,5 en el 2014. Por otra parte, la línea punteada (más alta) muestra la senda de ajuste de dichos gastos si efectivamente la tasa implícita en la deuda pública total fuera del 8,9 por ciento, lo cual los llevaría al 5,0 por ciento del PIB en 2014. Finalmente, la línea continua muestra el promedio (o interacción) entre las primeras dos curvas, que supone un ajuste intermedio en los gastos de intereses para el periodo 2010-2014 y que fue el comentado al inicio de este párrafo.

GRÁFICO 3.9
COSTA RICA: DEUDA PÚBLICA TOTAL, INTERNA Y EXTERNA, 2010-2014
(cifras en porcentajes del PIB)



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del MH y el BCCR.

En síntesis, bajo estas circunstancias, la deuda pública total incrementaría de aproximadamente 44 por ciento del PIB en 2009 cerca del 54 por ciento en el 2014; esto es, un crecimiento de alrededor de 10 p.p. del PIB, de los cuales la deuda pública interna es responsable de casi unos el 8 p.p. de dicho

incremento, tal como puede observarse en el gráfico 3.9. En este escenario *Pesimista 2*, los gastos por intereses de la deuda pública total representarían alrededor de 34 por ciento de los ingresos totales del gobierno central al 2014 (tomando como base el 13,7 por ciento registrado en el 2009). En este último año, los gastos por intereses de la deuda pública total representaron alrededor del 16 por ciento de los ingresos del gobierno central.

Bajo el escenario *Pesimista 2*, que asume el *statu quo*, sin reforma tributaria (tipo *Opción 1*; es decir, *No Hacer Nada*),⁶⁰ la economía costarricense, aunque no parece verse expuesta a riesgos de insostenibilidad al final de los próximos cuatro años, debería preocuparse por la fuerte subida en los gastos por intereses atribuibles a la deuda pública interna, como se mencionó anteriormente y como se muestra en el Cuadro 3.5.

CUADRO 3.5
COSTA RICA: GASTOS POR INTERESES EN LA DEUDA PÚBLICA INTERNA
PARA DISTINTOS ESCENARIOS, 2010-2014
(cifras en porcentajes del PIB)

Tipo de Opción	Escenario	Intereses DI/PIB					Intereses DI/Ingresos GC
		2010	2011	2012	2013	2014	Promedio 2010-2014
Opción 1	Pesimista 2	3,3	3,6	3,8	4,0	4,1	21,1
	Neutral	2,1	2,3	2,5	2,4	2,3	13,1
Opción 2	Optimista	2,0	2,1	2,2	2,0	1,8	10,6
	Pesimista	2,2	2,5	2,9	3,0	3,0	16,0

FUENTE: Elaboración propia.

3.5 RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL EN COSTA RICA DURANTE 2010-2014

Esta sección presenta las principales conclusiones (lecciones) de política fiscal durante el periodo 2008-2009 de recesión económica en Costa Rica. Asimismo, se presentan los principales retos que enfrentarán las autoridades económicas en 2010-2014.

60. Lo que implicaría aceptar un mayor déficit fiscal del SPNFR y simplemente depender del ajuste automático en la carga tributaria por mejoras en el crecimiento del PIB.

3.5.1 Conclusiones de la política fiscal en Costa Rica 2008-2009

El resultado financiero del Gobierno Central pasó de un superávit del 0,2 por ciento del PIB en 2008 a un déficit del 3 por ciento en 2009, consecuencia de la caída de los ingresos tributarios y los aumentos en el gasto público (especialmente, sueldos y salarios, pensiones y gastos de capital). El incremento en los gastos públicos fue como consecuencia de la *política fiscal expansiva* aplicada por las autoridades económicas para paliar los efectos de la crisis financiera internacional. De hecho, la política fiscal del 2009 contrasta con las políticas más neutrales aplicadas por el Gobierno Central en el periodo 2005-2008, en el cual el déficit financiero mostró una tendencia hacia la reducción, llegando a convertirse en superávit financiero en 2007 y 2008, producto, entre otros factores, de la bonanza económica pasajera que experimentó el país en esos años.

Algo importante a destacar en la presente coyuntura de crisis internacional respecto de la política fiscal es que, a diferencia de lo sucedido en los años ochentas, en 2009 el país estaba preparado para hacerle frente a estas adversidades (*shocks*) que venían del entorno internacional y, debido a eso, el impacto no fue tan negativo como pudo haber sido, especialmente para los grupos sociales más vulnerables. Prueba de ello es que la pobreza no aumentó sensiblemente en el periodo 2008-2009 (ésta aumentó escasamente 1 p.p.) y los índices de asistencia a la educación secundaria no se han deteriorado (incluso han mejorado pues la deserción fue de 37.210 jóvenes en 2009, cifra inferior a los 40.286 estudiantes que dejaron la secundaria en el 2008), aunque, definitivamente, hubo un fuerte impacto en el desempleo (que pasó de 4,9 por ciento en 2008 a 7,8 en 2009).

Una precaución a tomar en cuenta en esta política fiscal expansiva del 2008-2009 para que sea considerada realmente anti cíclica es cumplir con la condición de que dichos gastos adicionales no deben ser de tipo *recurrente*. Si estos gastos, por el contrario, fueran recurrentes, tal como pareciera, entonces ello significa que con la crisis se daría un aumento permanente en el nivel de gastos públicos que no sería de esperar se contraigan a futuro, cuando la economía vuelva a una senda de crecimiento de largo plazo. En dichas circunstancias, el país necesitaría una mayor carga tributaria para hacer frente a los aumentos en los niveles de gasto público (pues estos serían de tipo recurrentes, como se indicó previamente); o, lo que es lo mismo, las

finanzas públicas deben, ahora, enfrentar un mayor déficit financiero del Gobierno Central al que se tenía, en promedio, previo a los años de la crisis. Bajo este escenario, se requieren mayores ingresos tributarios. Sin embargo, el *dilema de política fiscal* con el que se enfrentan las autoridades económicas en el momento en que el país salga de la etapa de recesión económica es si ajusta (a la baja) el gasto público para volver a los niveles previos a la crisis o si ajusta (al alza) la carga tributaria de tal forma que se regrese al mismo nivel promedio de equilibrio (o pequeño déficit) financiero del Gobierno Central del periodo 2004-2008, por ejemplo.

3.5.2 Dilemas y retos de política fiscal en Costa Rica 2010-2014

En este punto, existen al menos tres formas de resolver el *dilema de política fiscal* mencionado previamente (que es más de carácter político que técnico):

- **Opción 1:** *No hacer nada en el corto plazo* (es decir, no reducir gasto público a los niveles pre crisis, ni aumentar carga tributaria, en los próximos años del 2010-2014, más allá del aumento automático por crecimiento del PIB), lo cual implicaría tener que *aceptar una mayor carga de deuda pública a PIB en el mediano plazo*, mientras la economía logra encaminarse hacia una senda de crecimiento alto en el mediano y largo plazo.
- **Opción 2:** Esta opción consiste en enviar a la Asamblea Legislativa un *paquete tributario para ampliar la base gravable del impuesto sobre la renta y convertir el impuesto de ventas en un impuesto al valor agregado, así como mejorar la eficiencia* (mediante políticas administrativas e incorporando la tecnología de información y comunicaciones) en la recaudación tributaria; lo anterior, *sin aumentar las tasas impositivas*. El hecho de que Costa Rica tenga un sistema impositivo muy elástico ante el crecimiento económico hace esta opción muy viable en términos de los efectos en el largo plazo por la relación entre recaudación tributaria y crecimiento económico.
- **Opción 3:** *Enviar a la Asamblea Legislativa una fuerte reforma del sistema impositivo*, de tal forma que, además de lo indicado en la opción previa, se busque *aumentar la recaudación tributaria mediante incrementos en*

las tasas impositivas (de renta, de ventas o de valor agregado, entre otros). Esta última solución sería la más arriesgada de las tres, pues el impacto en la economía podría implicar que la salida de la recesión fuera lenta, lo cual supone que los recursos adicionales generados por el Gobierno Central son utilizados (e invertidos) con una menor eficiencia que lo que lo hubiera hecho el sector privado (en caso de no haberlos tenido que pagar como impuestos al erario público). En caso contrario, si estos recursos tributarios adicionales fueran destinados a mejorar la productividad de la economía (vía infraestructura pública o seguridad ciudadana, por ejemplo), sus impactos en la economía podrían llegar a ser menos adversos en términos del crecimiento económico.

En vista de estas consideraciones, parece sensato indicar que la solución que den las autoridades económicas de Costa Rica esté, más bien, en las primeras dos opciones; descartándose, en la coyuntura actual, la **Opción 3**. Por su parte, entre las primeras dos, pareciera que el no hacer nada (**Opción 1**) tiene un fuerte impacto para las finanzas públicas en términos del incremento en los gastos por intereses atribuibles a la deuda pública interna, pensando en que, con una carga tributaria de apenas un 14 p.p. del PIB, destinar más de 4 p.p. para pagar intereses implicaría que el Gobierno Central tendría, para todo lo demás (sueldos y salarios, pensiones, transferencias,...), escasamente 10 p.p. del PIB.

Otra consideración sobre este punto es que las autoridades económicas deben encontrar formas ingeniosas para llevar recursos frescos al erario público con el fin de financiar aquellas promesas de campaña (seguridad ciudadana, red de cuidado, entre otras) que tuvieron alta resonancia entre el electorado. Dado esto, pareciera razonable el que haya una fuerte necesidad de recursos y, quizá, la **Opción 2** sería el camino a tomar a partir del 2011, cuando sería razonable esperar que la economía se encuentre en franca recuperación de la actual coyuntura recesiva.

Un reto en relación con las políticas de endeudamiento público es el hecho de que, como requisito fundamental para una buena gestión de endeudamiento público, los países en desarrollo o emergentes deben poner atención a la *estabilidad macroeconómica* (en cuanto a tasas de interés domésticas, crecimiento económico moderado/alto, inflación relativamente baja, tipo de cambio estable, entre otros). Aquellos países

con entornos macroeconómicos adversos, por lo general, tendrán problemas de sostenibilidad de su deuda pública. Costa Rica ha tenido recientemente en 2004-2008 una bonanza pasajera que pudo servir como “colchón” para soportar la fuerte crisis del 2008-2009, lo cual la dejó en una posición razonablemente buena para aprovechar los primeros signos de recuperación de la economía internacional; después de Panamá, Costa Rica sería la economía mejor preparada para salir de la crisis económica en el corto plazo en la región centroamericana. Esto, siempre y cuando, no se den cambios de política económica fuertes como los mencionados en la tercera opción o gastos públicos expansivos en tiempos de recuperación que, al ser probablemente recurrentes, pueden generar inestabilidad macroeconómica por la vía de un alto déficit fiscal en el futuro cercano.

Otro reto, relacionado con la posibilidad de reducir la tasa de endeudamiento público una vez que el país salga de la crisis y se encamine por una senda de crecimiento alto y sostenido, es todo lo referente con la necesidad de evaluar, por parte de las autoridades económicas, *el costo-beneficio* de reducir el endeudamiento público o dejarlo relativamente estable en el mediano plazo. Dicho análisis de costo-beneficio debe ser hecho en virtud de que no siempre el reducir la deuda pública puede ser la mejor política desde el punto de vista del bienestar económico de sus habitantes en el mediano/largo plazo. *A veces acumular granos para los tiempos de vacas flacas es sabio, pero más allá de cierto punto esto podría generar sus problemas al hacerse muy costoso desde el punto de vista social.*

En este orden de cosas, el endeudamiento público responsable y sostenible debe ser considerado un instrumento de desarrollo. En la práctica, esto debería hacerse asignando prioridades a aquellas inversiones con la más alta rentabilidad social, no sólo con la más alta rentabilidad financiera. En algunos países, esto se hace por medio de decisiones políticas (a veces muy acertadamente y a veces no tanto). De acuerdo con las mejores prácticas, esta evaluación de prioridades de inversión debe ser implementada por medio del *Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP)*, ubicado, en el caso de Costa Rica, en el MIDEPLAN.

Si el endeudamiento público fuera aprovechado adecuadamente por las autoridades económicas y políticas, una economía con acceso a éste podría mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos, especialmente cuando éste sea invertido en obras físicas y servicios públicos (incluidos los sociales

para combatir a la pobreza y mejorar educativa). Si esta inversión pública fuera complementaria (no sustituta) de la inversión privada, ello crearía sinergias entre los ámbitos público y privado, fomentando un aumento en la inversión total (pública y privada) con relación al PIB. En contraste, sin posibilidad de acceder al endeudamiento público, dichas sinergias no se darían (o sólo se darían de una forma muy limitada), haciendo que la razón inversión total a PIB no presente un crecimiento acelerado y sostenible a futuro.

Con relación al impuesto sobre la renta, podría ser valioso hacer una discusión sobre las ventajas y desventajas de transformar el actual sistema (con estructura escalonada de tasas marginales por rangos de renta gravable) del impuesto sobre la renta en un *Sistema de Impuesto Plano*, como ya ha sido aplicado por parte de países nórdicos. Este tipo de impuestos pueden diseñarse para que sean progresivos, al contrario de lo que se cree. Otra ventaja de este esquema es que elimina el incentivo de los contribuyentes (personas y empresas) a inflar gastos por medio de la sobrefacturación o al diseñar mecanismos operativos que fragmentan contablemente a las empresas para así evitar los rangos de ingresos con mayores tasas marginales; todo lo cual tendería a eliminar la *evasión de impuestos*.

En lo que respecta al análisis de sostenibilidad del endeudamiento público, Costa Rica se encontraría, en el periodo 2010-2012, en una senda de fuerte aumento deuda a PIB, pero dentro de sus límites de sostenibilidad, según su escenario *Neutral* (crecimiento del PIB del 4 por ciento, tasa de interés del 6 por ciento y un déficit primario del 1 por ciento respecto al PIB), todo lo cual llevaría a que, al 2012, la razón deuda pública/PIB llegue aproximadamente a un 52,1 por ciento. A partir de ese año, suponiendo una mejora en las condiciones económicas internacionales y una reforma tributaria para ampliación de base gravable y transformación del impuesto de ventas en impuesto al valor agregado, así como mejoras en la eficiencia de la recaudación tributaria (esto es, una reforma tipo **Opción 2**), se espera que el crecimiento se eleve al 6 por ciento anual, una tasa de interés real de la deuda de un 7 por ciento y el superávit primario fuera del 1,5 por ciento del PIB, la senda de la razón deuda pública a PIB sería hacia la baja, llegando en 2014 a un 51,5 por ciento del PIB. Al proyectar condiciones más adversas, como las asumidas en el escenario *Pesimista*, el nivel de endeudamiento público tendría aún mayores incrementos que en el escenario *Neutral*, llevándolo a alrededor del 58 por ciento del PIB en el 2014.

Según los escenarios anteriores (exceptuando el *Pesimista*), a pesar del aumento en el endeudamiento público con relación al PIB y su posible evolución para los próximos cuatro años, es de esperar que Costa Rica continúe en una senda de sostenibilidad en el mediano plazo, al menos, hasta el 2014. En el caso del escenario *Pesimista*, aunque literalmente estaría por debajo del límite máximo del 63 por ciento del PIB, en la práctica un endeudamiento del 58 por ciento del PIB estaría *muy cercano* a dicho límite y, quizá, siendo conservadores, este escenario debe clasificarse en el *margen de la insostenibilidad*, especialmente si se piensa en las implicaciones para el Gobierno Central por el pago de intereses correspondiente. De hecho, niveles de endeudamiento por encima del 55 por ciento del PIB ya son bastante preocupantes para Costa Rica.

Debe recordarse que para estos tres anteriores escenarios, se supone el que las autoridades económicas logran una reforma tributaria tipo **Opción 2**. Sin embargo, bajo la ocurrencia del escenario *Pesimista 2*, que supone políticas fiscales del tipo **Opción 1** (*No hacer Nada*), la economía costarricense, aunque no parece verse expuesta a riesgos de insostenibilidad al final de los próximos 4 años, debería preocuparse por la fuerte subida en los gastos por intereses atribuibles a la deuda pública interna. En otras palabras, el impacto económico (costo para el país) de adoptar una política fiscal como la **Opción 1**, parecería ser importante en términos del gasto por intereses que esto implicaría al 2014.

De más largo plazo, queda el reto de buscar una reforma del Estado para evaluar aquellos aspectos que, de acuerdo con la práctica en Costa Rica y tomando elementos conceptuales de la TNFP, hace el Estado y que: a) debería continuar haciendo; b) debería continuar haciendo pero de una forma más eficiente; c) no está haciendo pero debería hacer; y d) no está haciendo pero tampoco debería, en el momento actual, hacer. Para ello, es importante que MIDEPLAN tome la iniciativa y genere un esquema de análisis acerca de si algunas de las actividades estatales deben ser evaluadas en los términos aquí sugeridos.

3.6 REFERENCIAS

- Banco Central de Costa Rica, BCCR (2010), *Informe Mensual de Coyuntura Económica*. Febrero de 2010. <http://www.bccr.fi.cr>.
- Banco Interamericano de Desarrollo, BID (2007). *Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance. Economic and Social Progress in Latin America*. 2007 Report. <http://www.iadb.org>.
- Banco Mundial (2008). *World Development Indicators*.
- Barreix, Alberto, Martín Bès y Jerónimo Roca (2009). *Equidad Fiscal en Centroamérica, Panamá y República Dominicana. BID y EUROsocial*. Equidad Fiscal en CA, PA y RD.
- Blanchard, Olivier, Jean-Claude Chouraqui, Robert P. Hagemann y Nicole Sartor, BCHS (1990). *The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to An Old Question*. OECD Economic Studies N° 15, Autumn. <http://www.nber.org/papers/r1547>.
- Bohn, Henning (1998). *The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits*. <http://ideas.repec.org/a/tpr/qjecon/v113y1998i3p949-963.html>.
- Bourguignon, Francois (2004). *The Poverty-Growth-Inequality Triangle*. En Indian Council for Research on International Economic Relations. Nueva Delhi, India, 4 de febrero, 2004.
- _____ (2002). *The Growth Elasticity of Poverty Reduction: Explaining Heterogeneity across Countries and Time Periods*. DELTA Working Paper. 2002.
- Céspedes, Víctor Hugo y Ronulfo Jiménez (2009). *Las políticas de combate a la pobreza en Costa Rica*. Academia de Centroamérica y Fundación Konrad Adenauer. En proceso de publicación.
- Céspedes, Oswald (2008). *Estudio sobre Características del Endeudamiento Público Externo e Interno en Centroamérica*. Banco Centroamericano de Integración Económica.
- _____ (2007). *La Economía Costarricense durante el 2006: ¿Bonanza Pasajera o Sostenible?* Publicado en el Libro Anual de la Academia de Centroamérica, *Reformas para el Crecimiento Económico de Costa Rica*. Editado por Luis Mesalles y Oswald Céspedes. Julio de 2007. http://www.academica.or.cr/archivos-de-usuario/Libros/Libros_Completos/Libro_Anuar/Libroanual07.pdf.

- _____ y Luis Mesalles (2008). *Costa Rica en Eficiencia del Gasto Público en América Latina*. Fundación Konrad Adenauer (Río de Janeiro), pp. 203-232. *Costa_Rica_Eficiencia del Gasto Público.pdf*.
- Cubero, Rodrigo y Rhiannon Sowerbutts (2007). *¿Es permanente el crecimiento reciente en la carga tributaria costarricense?* Presentación ante Autoridades Económicas en Costa Rica.
- European Commission (2004). *General Government Data. General Government Revenue, Expenditure, Balances and Gross Debt*. Directorate General ECFIN. http://europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators/general_government_data/government_data_en.htm.
- Fondo Monetario Internacional, FMI (2008b). *Government Finance Statistics Yearbook*.
- _____ (2003a). *Debt Sustainability in Low-Income Countries—Towards a Forward-Looking Strategy*. <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2003/052303.htm>.
- _____ (2003b). *Sustainability Assessments—Review of Application and Methodological Refinements*. <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2003/061003.pdf>.
- _____ (2002). *Assessing Sustainability*. <http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm>.
- Jorion, Philippe (2001). *Value at Risk. The New Benchmark for Managing Financial Risk*. Second Edition. McGraw-Hill.
- Machinea, José Luis y Guillermo Cruces (2006). *Instituciones de la política social: Objetivos, principios y atributos*. Seri Informes y Estudios Especiales 17. Cepal.
- Martner, Ricardo y Varinia Tromben (2004). *La Sostenibilidad de la Deuda Pública, el Efecto Bola de Nieve y el “Pecado Original”*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe. <http://www.eclac.cl/publicaciones/Ilpes/0/LCL2150P/sgp46.pdf>.
- Meléndez, Dennis y Mauricio Meza (1993). *CODESA: Origen y Consecuencias*. FINTRA. San José, Costa Rica. Litografía e Imprenta LIL.
- Mendoza, Enrique G. y P. Marcelo Oviedo (2004). *Public Debt, Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Latin America: The Cases of Brazil, Colombia, Costa Rica and Mexico*. NBER Working Paper 10637. <http://www.nber.org>.

- Mesalles, Luis y Oswald Céspedes (2008). *Costa Rica en Crecimiento y Progreso Social en América Latina*. Fundación Konrad Adenauer (Río de Janeiro), pp. 169-193. *Costa_Rica_Crecimiento_y_Progreso_Social.pdf*.
- Ministerio de Hacienda, MH (2008). *Política de Endeudamiento Público. Propuesta de la Dirección de Crédito Público a la Autoridad Presupuestaria*. Noviembre 2008.
- Paes de Barros, Ricardo, Francisco H. G. Ferreira, José R. Molinas Vega, Jaime Saavedra Chanduvi (2009). *Measuring Inequality of Opportunities in Latin America and the Caribbean*. Banco Mundial.
- Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo, PNUD (2008). *Informe de Desarrollo Humano*.
- Sauma, Pablo (2008). *Pobreza, desigualdad del ingreso y empleo: Situación actual y sostenibilidad de la reducción de la pobreza*. En Decimocuarto Informe Estado de la Nación. En desarrollo Sostenible. <http://www.estadonacion.or.cr/Info2008/Ponencias/Equidad/Pobreza-desigualdad-Sauma-2008.pdf>.
- Trejos, Juan Diego (2007). *¿A quién beneficia el gasto público social en Costa Rica?* En Distribución de la Riqueza en Costa Rica 1988-2004. IV Jornada Anual de la Academia de Centroamérica. Junio 2007. http://www.academiaca.or.cr/archivos-de-usuario/Libros/Libros_Completos/Jornada/IVJornada.pdf.
- Tresch, Richard W. (2002). *Public Finance: A Normative Theory*. Second Edition. Academic Press.

Anexo 3.1 Estadísticas internacionales sobre carga tributaria

CUADRO 3.1.A
DATOS UTILIZADOS EN EL ANÁLISIS COMPARATIVO
SOBRE CARGA TRIBUTARIA

Sigla	Países	IDH (2005)	Índice Gini	GNI per capita (2005, PPP)	Carga tributaria con seguridad social	Línea de Ajuste INB	Línea de Ajuste IDH
DEU	Alemania	0,935	28,3	30.540	41,7	38,6	37,2
ARG	Argentina	0,869	51,3	10.420	25,9	25,1	28,2
AUS	Australia	0,962	32,6	30.510		38,6	41,6
AUT	Austria	0,948	29,1	33.730	43,4	38,5	39,2
BEL	Bélgica	0,946	33,0	31.970	46,4	38,6	38,9
BOL	Bolivia	0,695	60,1	3.610	23,6	15,0	16,2
BRA	Brasil	0,800	57,0	8.120		22,0	21,5
CHL	Chile	0,867	54,9	11.280	21,6	26,2	28,0
CHN	China	0,777	46,9	4.110	9,7	15,8	19,8
COL	Colombia	0,791	58,6	5.610	16,3	18,3	20,8
KOR	Corea del Sur	0,921	31,6	21.240	18,0	35,4	35,1
CRI	Costa Rica	0,846	49,8	8.650	21,5	22,7	25,7
HRV	Croacia	0,850	44,9	12.810	43,5	28,0	26,1
DNK	Dinamarca	0,949	24,7	33.930	51,3	38,5	39,4
SLV	El Salvador	0,735	52,4	4.990	14,8	17,3	17,5
ESP	España	0,949	34,7	26.810	36,1	37,9	39,4
USA	Estados Unidos	0,951	40,8	41.680	25,9	35,6	39,7

Continúa en la siguiente página

FIN	Finlandia	0,952	26,9	30,580	43,8	38,6	39,9
FRA	Francia	0,952	32,7	30,830	45,2	38,6	39,9
GRC	Grecia	0,926	34,3	28,760	33,2	38,4	35,8
HUN	Hungría	0,874	26,9	16,010	37,2	31,3	28,8
IRL	Irlanda	0,959	34,3	32,380	31,8	38,6	41,0
ISR	Israel	0,932	39,2	22,610	37,0	36,2	36,7
ITA	Italia	0,941	36,0	27,630	40,5	38,1	38,1
NOR	Noruega	0,968	25,8	47,550	43,7	31,1	42,6
NZL	Nueva Zelanda	0,943	36,2	22,800	33,3	36,3	38,4
NLD	Países Bajos	0,953	30,9	34,800	38,1	38,3	40,1
PAN	Panamá	0,812	56,1	8,520	22,6	22,6	22,4
PER	Perú	0,773	52,0	6,030	13,6	18,9	19,5
POL	Polonia	0,870	34,5	13,270	33,0	28,5	28,3
PRT	Portugal	0,897	38,5	19,420	35,9	34,1	31,7
GBR	Reino Unido	0,946	36,0	32,050	37,9	38,6	38,9
DOM	Rep. Dominicana	0,779	51,6	5,060	12,6	17,4	19,9
CZE	República Checa	0,891	25,4	19,290	33,3	34,0	30,9
ROM	Rumania	0,813	31,0	9,070	23,3	23,3	22,5
SGP	Singapur	0,922	42,5	40,560	36,3	36,3	35,2
SWE	Suecia	0,956	25,0	31,930	52,4	38,6	40,5
CHE	Suiza	0,955	33,7	38,680	27,8	37,2	40,4
TUR	Turquía	0,775	43,6	10,250	24,3	24,9	19,7
URY	Uruguay	0,852	44,9	8,960	24,3	23,2	26,3
VEN	Venezuela	0,792	48,2	9,770	32,5	24,2	20,8

FUENTE: Elaboración propia con base en datos de PNUD (2008), FMI (2008) y Banco Mundial (2008).

Anexo 3.2

Marco jurídico para el endeudamiento público

El marco jurídico asociado al endeudamiento público en Costa Rica está conformado por:

- a) La *Constitución Política* en su Artículo 121 establece la potestad de la Asamblea Legislativa de aprobar al Poder Ejecutivo (Gobierno Central) sus empréstitos para endeudamiento externo.
- b) *Ley de Planificación Nacional* N° 5525, donde se indica el requerimiento de dictamen para el PIP.
- c) *Ley Contratos Financiamiento Externo con Bancos Privados Extranjeros* N° 7010, Artículo 7.
- d) *Ley Orgánica del BCCR* N° 7559, Artículo 106.
- e) *Ley de Administración Financiera y Presupuestos Públicos* N° 8131.
- f) El *Decreto Ejecutivo* 29706-H, del 31 de julio del 2001, mediante el cual la *Tesorería Nacional* del Ministerio de Hacienda absorbe las funciones de la *Dirección de Crédito Público*; el que en su Artículo 1° decreta la absorción de las labores encomendadas originalmente a la DCP por parte de la Tesorería Nacional, evitando duplicidad de funciones y un manejo integral de la deuda pública externa e interna.
- g) Las *Directrices de Política Presupuestaria*,⁶¹ en su capítulo III, establecen algunas reglas respecto al endeudamiento público en Costa Rica:

Artículo 4°–El Sector Público no Financiero, podrá mantener hasta un 35 por ciento del saldo total de su deuda interna en el Sistema Bancario Nacional.

Artículo 5°–Las entidades públicas, ministerios y demás órganos según corresponda, podrán solicitar autorización para contratar créditos internos y externos para el financiamiento de proyectos, siempre y cuando: a) La ejecución, pago de intereses y comisiones, estén contemplados dentro de los montos de gasto establecidos para cada entidad y ministerio. b) Se trate de proyectos definidos como prioritarios por parte del Gobierno de la República y conforme al Plan Nacional de Desarrollo sean recursos destinados a

61. <https://www.hacienda.go.cr/NR/rdonlyres/3D33E914-6636-43CB-BC60-9E1317A9F4E9/11588/Decreto32973H.doc..>

la compra de bienes y servicios o para la realización de obras, en casos de emergencia nacional. c) Cumplan con lo estipulado en el Procedimiento para endeudamiento público que emita la Dirección de Tesorería Nacional y Crédito Público.

Artículo 6°—Las entidades públicas que utilicen líneas de crédito deberán seguir el procedimiento que estipule la Dirección de Tesorería Nacional y Crédito Público.

Anexo 3.3

El proceso de endeudamiento público en Costa Rica

Para Costa Rica, la gestión de endeudamiento global está orientada, en primera instancia, a la emisión de títulos en moneda local, bonos de tasa fija en el mediano plazo o bonos indexados en el mediano y largo plazo. Las tasas fijas se emiten a 3, 5 y 7 años, los indexados a 10, 15 y 20 años, los cero cupones hasta un año. Se emiten bonos en dólares principalmente a 5 y 10 años. Para el 2010, la administración pretende una composición en la captación de 70 por ciento tasa fija colones de mediano plazo y bonos indexados, 15 por ciento en dólares y 15 por ciento en cero cupón. El endeudamiento por medio de bonos en el mercado local para el Gobierno Central es aprobado en el mismo acto de aprobación del Presupuesto de la República y rige por un año.

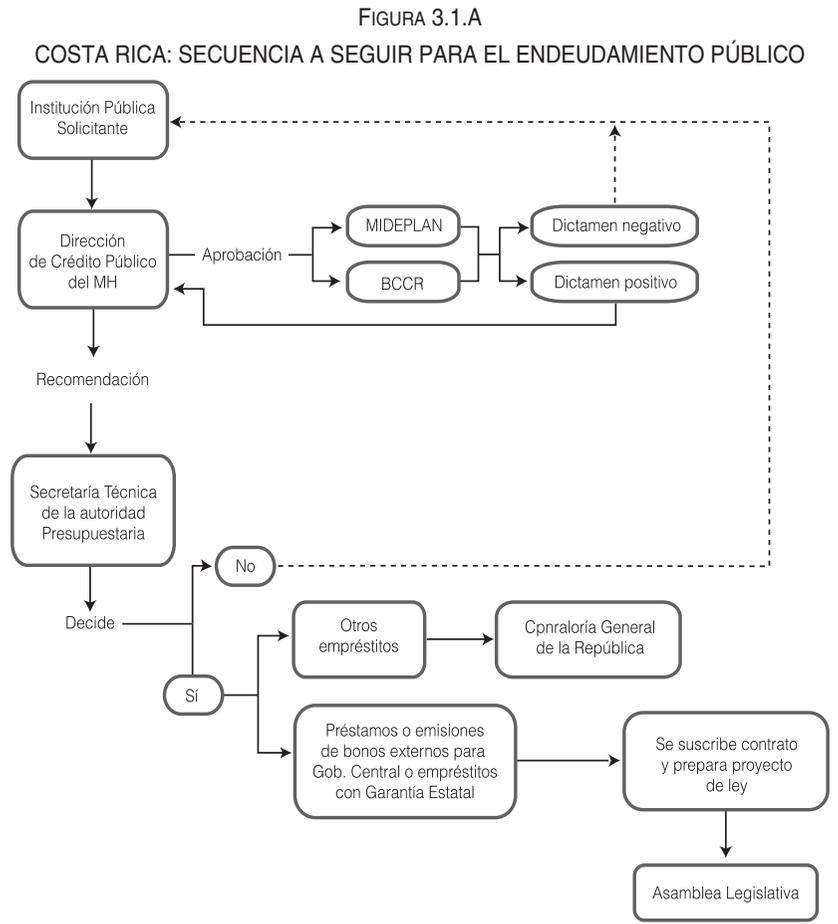
Por otra parte, en la Dirección de Crédito Público (DCP) y en la Tesorería Nacional (TN) del Ministerio de Hacienda, se mantiene una estructura organizativa pequeña pero moderna y debidamente diferenciada: i) *Front Office*, cuyas funciones consisten en la colocación de deuda pública, definición del cuándo se subasta (si se subasta), así como las condiciones de dichas operaciones; ii) *Middle Office*, cuyas funciones son la gestión de riesgos por instrumentos, plazo, tasas, denominación, tanto para la deuda externa como para la interna del Gobierno Central; y iii) *Back Office*, cuyas funciones son el registro de las operaciones, ejecución de pagos, control y contabilidad, así como las estadísticas. En Costa Rica el registro y control de la deuda pública está automatizada y la aplicación informática utilizada es el SIGADE para la deuda externa y el *Sistema Nacional de Pagos Electrónicos* (SINPE) para la interna.

El *Decreto Ejecutivo 29706-H*, en su Artículo 2° indica que los ministerios, demás órganos y entidades públicas, cuando requieran créditos internos de conformidad con la Ley N° 7010, deberán cumplir con:

- a) Aprobación por parte de Ministerio de Planificación Nacional y Política Económica (MIDEPLAN).
- b) Dictamen favorable del Banco Central de Costa Rica (BCCR).

- c) Autorización de la Autoridad Presupuestaria con base en los apartes anteriores y el estudio técnico de la Secretaría Técnica de la Autoridad Presupuestaria.

Todas estas instituciones dan dictámenes vinculantes; este esquema ha funcionado relativamente bien y es un proceso ordenado que deben cumplir todas las instituciones públicas. Véase el siguiente gráfico, donde se presenta un diagrama de flujo del proceso.



FUENTE: Céspedes (2008).

Asimismo, dicho decreto ejecutivo en su Artículo 3° especifica el procedimiento para el trámite de créditos externos por parte de los ministerios, demás órganos y entidades públicas, los cuales deberán presentarse ante la *Secretaría Técnica de la Autoridad Presupuestaria* (STAP), con la siguiente documentación:

- a) Autorización, por parte del MIDEPLAN, del inicio de negociación y del proyecto de inversión, de conformidad con los artículos 9° y 10° de la Ley de Planificación Nacional N° 5525 del 2 de mayo de 1974.
- b) Borrador de contrato de préstamo, términos y condiciones financieras del crédito (tipo de operación, monto y moneda a contratar, tasa de interés, período de gracia y desembolso, tipo de garantía, comisiones y otros).
- c) Fundamento legal de la entidad para contratar créditos.
- d) Dictamen del BCCR a que hace referencia el artículo 7° de la Ley 7010 y 106 de la Ley 7558.

De acuerdo con el Artículo 7 de la Ley 7010, ninguna institución pública del sector descentralizado del Estado, ni empresa en la que el Estado o sus instituciones posean más del 50 por ciento de las acciones, podrá contratar créditos, externos o internos, si no cuenta con la autorización previa del proyecto, elaborada por el MIDEPLAN, así como con el dictamen favorable del BCCR y con la autorización de la Autoridad Presupuestaria.⁶² El dictamen que rinda el BCCR, en relación con el crédito que se pretenda contratar, será vinculante para la respectiva institución o empresa pública. Las autorizaciones de la Autoridad Presupuestaria y de MIDEPLAN a las que alude dicho artículo no serán exigibles para los bancos del Estado.⁶³ En cuanto al requerimiento de aprobación de la Asamblea Legislativa, todos los préstamos o emisiones de bonos externos del Gobierno Central, o empréstitos que tengan la *Garantía del Estado*, deben ser aprobados por el Congreso con una votación de 2/3 partes; por su parte, para la aprobación de deuda interna se requiere mayoría simple. La DCP es la dependencia encargada de monitorear o verificar que las solicitudes de endeudamiento

62. Salvo las excepciones mencionadas en la Sección 3.4.1 de este documento.

63. Así adicionado este párrafo por el artículo 166, inciso a), de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica No. 7558 del 3 de noviembre de 1995.

público cumplan con todos los requerimientos que la legislación y la política pública establecen.

El proceso de aprobación del endeudamiento público a ser seguido por el Gobierno Central y las instituciones públicas en Costa Rica inicia con una solicitud ante la DCP del Ministerio de Hacienda, quien solicita la aprobación por parte del MIDEPLAN y el BCCR. Una vez emitidas estas dos aprobaciones (que como se indicó son de carácter vinculante), el Ministerio de Hacienda hace una recomendación a la *Secretaría Técnica de la Autoridad Presupuestaria* (STAP), quien decide si autoriza o no dicha operación de endeudamiento. Ante un dictamen positivo por parte de la STAP, si el préstamo externo solicitado es para el Gobierno Central o si corresponde a instituciones públicas (fuera del Gobierno Central) que requieren *Garantía Estatal*, la DCP del Ministerio de Hacienda inicia los procedimientos para suscribir el contrato con la institución financiadora del empréstito y prepara el proyecto de ley para ser enviado a la Asamblea Legislativa para su respectiva aprobación.

De no necesitarse aprobación de la Asamblea Legislativa (esto es, en el caso de las instituciones públicas que no sean parte del Gobierno Central y que no requieran Garantía Estatal), de contarse con el dictamen positivo de la STAP, esta solicitud de endeudamiento público deberá ir a *refrendo* por parte de la Contraloría General de la República antes de iniciar su ejecución.

Cabe destacar que, para el financiamiento de corto plazo del Gobierno Central, no se requiere autorización legislativa siempre y cuando esa deuda no supere el periodo presupuestario en el que se contrató. Por otro lado, el BCCR, para realizar política monetaria, puede emitir deuda de manera independiente, utilizando sus propios títulos valores (específicamente, *Bonos de Estabilización Monetaria*, BEM).

Anexo 3.4

Estimación del límite máximo de endeudamiento

Mendoza y Oviedo (2004) presentan una metodología para la estimación de las razones de deuda pública/PIB en países en desarrollo, basada en los conceptos del *valor en riesgo* que ha sido utilizada en el campo de las finanzas para la evaluación del riesgo crediticio.⁶⁴ Se propone un nivel máximo de deuda que puede ser honrado (sostenido) mediante la política fiscal; a este nivel máximo de deuda lo denominan el *Límite Natural de la Deuda* (en inglés, *Natural Debt Limit*, NDL). Este límite asegura que, cuando un país enfrenta ingresos tributarios escasos, los gobiernos tendrán suficiente liquidez (esto es, serán capaces de honrar el servicio de la deuda) para enfrentar sus obligaciones crediticias y, simultáneamente, mantendrán un nivel de gasto público que no será inferior a un monto mínimo. Este nivel de deuda máximo será compatible con el hecho de que se le asegure a los acreedores que el gobierno tendrá la posibilidad de pagar sus obligaciones aún bajo las condiciones más extremas. Estos autores sugieren utilizar, para el cálculo del NDL, la expresión:

$$D_t \leq NDL \equiv \frac{T^{\min} - G^{\min}}{r - g}$$

donde D_t es la razón actual de deuda pública a PIB, T^{\min} es la carga tributaria mínima (ingresos públicos como porcentaje del PIB), G^{\min} es el nivel de gasto público más bajo al cual se podría llegar, r es la tasa de interés aplicable a la deuda pública y g es la tasa real de crecimiento económico.

De acuerdo con la aplicación de esta metodología, estos autores sugieren hacer el cálculo del NDL con base en el mayor nivel de deuda pública/PIB durante un periodo suficientemente largo y reducir los ingresos públicos en 2 desviaciones estándar respecto a su promedio para dicho periodo. Luego, sugieren encontrar el nivel de gasto público/PIB compatible con dicho nivel

64. De acuerdo con Jorion (2001), es importante señalar que, a pesar de que VAR es un concepto aplicado inicialmente a los riesgos de mercado, esta metodología se ha venido extendiendo al ámbito de la medición integrada del riesgo de mercado y de crédito (pp. 21). En sencillo, el *valor en riesgo* (VAR por sus siglas en inglés) resume el valor de la mayor pérdida posible en un periodo de tiempo determinado con un nivel dado de confianza (pp. 22).

de ingresos y la razón deuda a PIB máxima. Una vez hecho el *ajuste fiscal requerido* que sea compatible con dicho valor histórico máximo de la razón deuda/PIB, los autores sugieren utilizar este indicador para estimar diferentes valores del NDL, según los diferentes supuestos acerca de crecimiento y tasas de interés que se consideren prudentes.

Por otra parte, estos autores critican la utilización de las razones de Blanchard para estimar los niveles de deuda sostenibles. El límite de deuda de Blanchard es el nivel de deuda consistente con el superávit primario promedio de largo plazo:

$$D_t \leq D^* \equiv \frac{sp}{r-g}$$

donde sp es el superávit primario. Este límite de endeudamiento es similar a las pruebas econométricas aplicadas por Bohn (1998) para determinar si la política fiscal es sostenible. A diferencia de las metodologías de BCHS (1990) y Bohn (1998), el *límite natural de la deuda* sugerido por Mendoza y Oviedo (2004) busca garantizar que el gobierno cuente con la suficiente liquidez para honrar los pagos del servicio de su deuda pública *en todo momento*. Estos autores sugieren esta novedosa metodología y la aplican al caso de 4 países (Brasil, Colombia, Costa Rica y México). Al criticar las razones de deuda de largo plazo, dichos autores afirman que:

[E]n países donde el promedio de los ingresos excede el de los gastos por un margen suficientemente amplio (Costa Rica y México), la razón de Blanchard resulta en mayores niveles de deuda que los límites naturales de deuda del modelo Mendoza-Oviedo. Este resultado muestra que las evaluaciones de sostenibilidad de la deuda basados en estimaciones de largo plazo, que utilizan promedios de ingresos y gastos y no toman en cuenta movimientos adversos imprevistos, pueden llevar a que los países se endeuden más de lo que sería consistente con la solvencia fiscal. En países donde las razones promedio de ingresos y gastos públicos son similares (Brasil y Colombia), las razones de Blanchard generan razones de deuda insignificantes. El modelo Mendoza-Oviedo permite explicar altos niveles de endeudamiento en estos casos siempre que el gobierno pueda comprometerse (de manera creíble) a realizar reducciones suficientemente importantes en sus gastos públicos ante una situación de crisis fiscal. (p. 4)

Mendoza y Oviedo (2004), al aplicar la metodología propuesta a los casos de los cuatro países citados anteriormente durante el periodo 1990-2002 y suponiendo un escenario base (*benchmark*),⁶⁵ encuentran que los límites

65. En el cual se suponen las tasas de crecimiento económico per cápita promedio del periodo 1961-2000 y tasas de interés reales del 5 por ciento anual.

naturales de la deuda (en porcentajes del PIB) son: Brasil 56,1 por ciento, Colombia 50,5 por ciento, Costa Rica 53,3 por ciento y México 54,9 por ciento.⁶⁶

Siguiendo la metodología de Mendoza y Oviedo (2004), se realizaron cálculos para estimar el límite máximo de endeudamiento público, tomando en cuenta el récord histórico del país en 1991-2008 para el crecimiento económico per cápita (3,5 por ciento anual), una tasa de interés real del 7 por ciento y suponer que el país es capaz de hacer un ajuste fiscal para el gasto público primario (sin intereses) de dos desviaciones con el fin de hacer frente a un shock adverso en las condiciones fiscales, de tal forma que se evite incumplir con el servicio de la deuda pública (esto es, aproximadamente, un 2,94 por ciento del PIB). Bajo estas condiciones el Límite Máximo de Endeudamiento Público para Costa Rica sería, aproximadamente, del 62,7 por ciento del PIB, tal como se muestra en el siguiente cuadro.

CUADRO 3.2.A

COSTA RICA: ESTIMACIÓN DEL LÍMITE MÁXIMO DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Deuda Pública Total SPNF + BCCR	1991-2008
Promedio	57,1
Máximo en el periodo	76,1
Año del máximo	1991
Ajuste Fiscal Asumido ^{1/}	2,0
En porcentaje del PIB	2,9
Límite Máximo de endeudamiento público: Caso Base (Crec. Hist. en 2010-2014; r = 7 por ciento)	2010-2014
Tasa de Crecimiento per Cápita	3,5
límite Máximo de Deuda Pública	62,6

1/ En desviaciones estándar del Gasto Público Sin intereses SPNF.

FUENTE: Elaboración propia con base en información del MH y el BCCR.

66. Véase el Cuadro 1 de Mendoza y Oviedo (2004, pp. 44).

Anexo 3.5

La Dinámica del Endeudamiento Público

El análisis de la dinámica de la deuda pública con el propósito de obtener las condiciones bajo las cuales el indicador Deuda Pública Total/PIB crece (o se reduce) y las acciones de política económica disponibles ante tal situación.

La deuda pública⁶⁷ al final del período t puede ser expresada como:

- [1] $D_t = D_{t-1} + d_t + SF_t$, donde el término D_{t-1} representa el saldo de la deuda pública al final del período $t-1$, d_t representa el déficit total del sector público durante el período t y SF_t representa un factor de ajuste *stock-flow* (en inglés, *stock-flow adjustment*) que asegura la consistencia entre el endeudamiento neto (déficit público) y la variación del acervo de deuda pública total.⁶⁸ Por su parte, el déficit total puede ser expresado como la suma del déficit primario (i.e., déficit antes de intereses) y la carga de intereses, así
- [2] $d_t = p_t + i_t = p_t + [(1+r)(1+\pi)-1] D_{t-1}$, donde p_t es el déficit primario, r la tasa de interés real que opera sobre la deuda pública, π es la tasa de inflación y, por tanto, el término $[(1+r)(1+\pi)-1] D_{t-1}$ representa los gastos por pago⁶⁹ de intereses nominales. Sustituyendo la ecuación [2] en la ecuación [1] tenemos
- [3] $D_t = p_t + D_{t-1} (1+r)(1+\pi) + SF_t$, la cual puede ser expresada como proporción del PIB nominal, Y , así:

67. Se entiende que se trata del Gobierno Central, el banco central y resto del sector público no financiero.

68. Este factor de ajuste *stock-flow* incluye la acumulación de activos financieros, los cambios en el valor de la deuda denominada en moneda extranjera y los demás ajustes estadísticos. European Commission (2004) plantea un desarrollo muy claro de la dinámica de la deuda pública y su aplicación.

69. Para efectos de cálculo del superávit o déficit de un gobierno, se suele utilizar el método de *cash* y no el incurrido. Para los efectos de este ejercicio, no obstante, lo que cuenta es el *incurrido*.

[4] $D_t/Y_t = p_t/Y_t + D_{t-1}(1+r)/(1+\pi)/Y_t + SF_t/Y_t$, reconociendo que el PIB de un año es igual al del año anterior multiplicado por la tasa de crecimiento nominal de la economía tenemos que $Y_t = Y_{t-1}(1+g)(1+\pi)$, donde g es la tasa de crecimiento real de la economía. Si sustituimos el Y_t del lado derecho de la ecuación [4] por el valor que aquí hemos obtenido, y hacemos los acomodados del caso, se obtiene que

$$[5] \quad D_t/Y_t = p_t/Y_t + D_{t-1}/Y_{t-1} (1+r)/(1+g) + SF_t/Y_t$$

Si se representa con cursivas negras las respectivas variables como proporción del PIB nominal del respectivo año tenemos lo siguiente:

$$[6] \quad D_t = p_t + D_{t-1} (1+r)/(1+g) + sf_t,$$

Ahora procedemos a restar D_{t-1} a ambos lados de la ecuación [6] con lo cual obtenemos

$$[7] \quad D_t - D_{t-1} = \Delta D_t = p_t + D_{t-1} (1+r)/(1+g) - D_{t-1} + sf_t,$$

Lo que puede ser expresado así:

$$[8] \quad \Delta D_t = p_t + D_{t-1} (r-g)/(1+g) + sf_t,$$

Se ha resaltado el tamaño de las letras de la ecuación [8] porque ella es la que expresa las relaciones de nuestro interés. El término del lado izquierdo, ΔD_t , variación de la razón deuda pública a PIB y, como se observa, ésta depende del déficit primario del sector público como proporción del PIB (p_t); de la relación deuda pública a PIB del año anterior (D_{t-1}); de la tasa de crecimiento económico (g); de la tasa de interés real que opere sobre la deuda pública (r); y del ajuste *stock-flow* (sf_t) que recogería todos los demás factores que afectan las variaciones de la razón de deuda pública a PIB.

A la expresión $D_{t-1} (r-g)/(1+g)$ se le ha denominado, en la literatura sobre sostenibilidad de la deuda, como el *efecto bola de nieve*.⁷⁰ Este efecto obedece a la dinámica endógena de la acumulación de la deuda pues ocurre independientemente de las políticas fiscales aplicadas por el gobierno, dado que dichas políticas no pueden controlar, al menos de una forma directa, el nivel de deuda pública pasado, las tasas de interés que se aplican sobre la deuda pública ni las tasas de crecimiento económico.

70. Véase Martner y Tromben (2004).

Por ahora, supongamos que el término sf_t es nulo (i.e., no existen otras variaciones en la deuda pública que no sean los aquí explícitamente considerados). Bajo esta premisa, si partimos de que el déficit primario (p_t) es igual a cero, entonces la ecuación [8] nos dice que la deuda no crecerá respecto al PIB sólo si $r = g$. La relación deuda a PIB *bajar*á si $g > r$ y ésta *crecer*á en el caso contrario. La ecuación [8] también nos indica que cuando, en términos reales, la economía crece a una tasa inferior a la de los intereses sobre la deuda pública (i.e., $g < r$), la única manera de evitar que la relación deuda a PIB crezca (i.e., $\Delta D_t > 0$) es generando un superávit primario (i.e., $sp_t \equiv -p_t > 0$) lo suficientemente amplio. Ejemplo: Si $g = 2,5$ por ciento, $r = 6$ por ciento, $D_{t-1} = 50$ por ciento, entonces para tener $\Delta D_t = 0$ es necesario operar con un superávit primario igual al 1,65 por ciento del PIB.

Ceteris paribus, conforme mayor sea la relación inicial deuda a PIB, mayor será el esfuerzo fiscal requerido para estabilizar dicho indicador de una manera sostenible. En países donde la relación deuda a PIB es relativamente elevada, es de esperar que la tasa de interés a que pueda colocar más deuda sea también alta y por ello más necesidad hay de lograr un superávit primario relativamente más alto. Obviamente, toda acción de política que permita bajar la tasa de interés de la deuda pública o su monto (perdón) es bienvenida. Cuando existieren concentraciones en vencimientos (*vendimias*), acciones dirigidas a reestructurarlas también son importantes desde el punto de vista del flujo de caja del gobierno.

Comentario

MIGUEL LORÍA

El estudio de Oswald Céspedes tiene como objetivo plantear los retos y las políticas fiscales para el período 2010-2014. Para cumplir con este objetivo, el autor expone sobre una serie de pasos intermedios en donde analiza elementos importantes que ayudan a reflexionar sobre la situación fiscal del país y lo que es el reto de cómo financiar un déficit potencialmente creciente en los próximos cuatro años.

El estudio comienza explicando la *Teoría Normativa de las Finanzas Públicas* (TNFP), con la idea de que la intervención del Estado se justifica en función de fallas del mercado (como es el caso de los monopolios). Se da un tratamiento detallado sobre el tema de la sostenibilidad del endeudamiento público y ahí el país ha tenido distintas situaciones: ha tenido periodos de política congruente y pareja; ha tenido otros donde la deuda pública se acelera mucho y otros periodos donde ésta se congela. Al final, lo que aparece es un rezago grande en las obras de infraestructura (vial, por ejemplo). Y hay que tener en cuenta que la clave es cómo se priorizan las inversiones, definir cuál va de primero, cuál de segundo y así para el resto.

El análisis del gasto público es un tema que no se desarrolló en el estudio, pero es sumamente importante, especialmente cuando se analiza la eficiencia del mismo. Las entidades públicas enfatizan el tema de productos; se presentan los informes a la Contraloría General de la República (CGR), donde se explica que se hicieron aulas, se pavimentaron caminos, se inyectaron vacunas. Sin embargo, surge la pregunta: ¿Cómo ayudó todo eso al desarrollo de Costa Rica y cuál fue su impacto? Esa cultura de impacto realmente no es muy corriente en Costa Rica y tampoco en otros países; de

hecho, es uno de los temas que la comunidad financiera internacional está enfatizando para evaluar los resultados de las intervenciones.

El tema de la economía política en el proceso presupuestario es de gran importancia. Sobre éste, se tienen las siguientes preguntas: ¿Cuáles son las reglas del juego? ¿Cuáles son los incentivos? ¿Cómo es el proceso? Esta idea ha sido planteada como un juego estratégico en el Congreso, que puede ser cooperativo o no cooperativo, dependiendo de cuáles sean los intereses que se manejen en un determinado momento.

El argumento de rendición de cuentas es importante, pero no es únicamente un tema de cómo se gasta sino en qué condiciones se gasta o por qué no se gasta. Como ejemplo, se habla que en los gobiernos locales el nivel de ejecución es lento, pero ¿cuál es el problema? Los gobiernos locales dicen que el problema está en que la CGR establece muchas restricciones. Pero, por otro lado, esta institución dice que el problema está en los gobiernos locales, que no saben hacer los pliegos de licitaciones, que se equivocan y que son ellos los que hacen lento el proceso. El punto es que, en general, la ejecución del gasto es lenta.

En cuanto a la política tributaria, Oswald Céspedes plantea el tema de la alta elasticidad que tienen los impuestos en relación con el producto y el punto no es tanto el impuesto en sí mismo, sino sobre qué base es que éste se aplica. Y un tema clave es la variabilidad que tiene la producción en Costa Rica, ya que, si se observa un período largo, no hay un patrón sostenido de crecimiento.¹

Sobre los aspectos institucionales, ¿cuáles son las dificultades que tiene el sistema político para tomar decisiones, realizar reformas y definir políticas de Estado? ¿Qué es lo que impide tomar grandes decisiones? Si se analiza el pasado, se ve que Costa Rica no es un país que toma a menudo grandes decisiones (como por ejemplo, la adhesión al Mercado Común Centroamericano y la más reciente discusión acerca del CAFTA).

1. Se han dado períodos donde la producción crece mucho; de repente se detiene; y otros donde cae. En algunas circunstancias estas fluctuaciones tienen que ver con aspectos internacionales, como la crisis internacional, pero también, hay una serie de factores de carácter interno (obstáculos) que siguen sin resolverse.

Existen también dificultades de tipo institucional que representan obstáculos a la inversión y a la solución de los problemas que enfrentan las empresas, tales como exceso de trámites, acceso al crédito para pequeñas y medianas empresas, rezagos de infraestructura, mercados financieros poco profundos, entre otras. De tal manera que la parte tributaria tiene una restricción importante y consiste, precisamente, en el potencial de crecimiento que pueda tener Costa Rica.

Con respecto a los dilemas de la política fiscal, pareciera que la *Primera Opción*, en el corto plazo, es no plantear mayores reformas tributarias y, simplemente, dejar que la economía se acomode para luego ver cuáles son los planteamientos realizables. La *Segunda Opción* es impulsar el tema del impuesto al valor agregado (IVA), sobre el cual la literatura habla de su potencial desde el punto de vista de recaudación, siempre y cuando el sistema administrativo sea eficiente y se maneje racionalmente el tema de las exoneraciones; de otra manera, se podría tener simplemente un sistema que termine trabajando solo en el tema de las exoneraciones.

Sobre el endeudamiento público, el país no puede seguir caminando sin saber exactamente cuáles son sus prioridades. Afortunadamente, ya se han dado algunos pasos en esa dirección. El Ministerio de Hacienda (MH) y el Ministerio de Planificación (MIDEPLAN) están incorporando conceptos de gestión para resultados, evaluación costo-beneficio de los proyectos, y análisis de impacto para definir cuáles son los proyectos realmente prioritarios y cuál es su rentabilidad, no solamente económica sino también social.

Sobre el impuesto plano (*flat tax*), que estuvo en discusión hace algunos años, la literatura dice que depende de cada país si debe o no implementarse, y aconseja analizar sus beneficios y sus costos, antes de tomar una decisión. Debe considerarse que su discusión legislativa, como toda reforma, toma tiempo. Dos lecciones aprendidas son pertinentes: a) cuando se anuncia una reforma, hay que hacerla rápido, de tal manera que no se generen expectativas que distorsionen el objetivo inicial; y b) las reformas deben ser sencillas y fáciles de entender.²

2. En el caso de las reformas tributarias, cuando la reforma es muy complicada, la gente no la entiende y sencillamente no paga los impuestos.

Finalmente, es importante analizar el rol de la política fiscal, no sólo en términos puramente económicos sino, también, en relación con los aspectos sociales. Tradicionalmente la política fiscal se ha enfocado más en el combate a la pobreza que en la distribución del ingreso. Está demostrado en muchos países, y pareciera que Costa Rica no es la excepción, que la desigualdad del ingreso es un detonante de las crecientes olas delictivas y su impacto sobre la seguridad ciudadana. Existe el potencial para que la política fiscal tome un papel más relevante en la solución de esta problemática.

Comentario

THELMO VARGAS

Quisiera utilizar el escrito y presentación de don Oswald Céspedes para reflexionar un poco acerca de los retos de la política fiscal en Costa Rica para el período 2010-2014. Como es sabido, en materia de política fiscal se entremezclan los temas ingresos y gastos, así como el saldo y le forma de financiarlo. Cualesquiera pueden ser objeto de cuestionamiento.

En materia de ingresos fiscales, uno puede interesarse en analizar su estructura y la importancia relativa de los impuestos directos y los indirectos. El Impuesto al Valor Agregado (IVA) se perfila como un impuesto importante para algunas personas, entre las que me incluyo; sin embargo, otros dicen que deberían ser los impuestos directos en los que debe recaer el énfasis.

Sobre la composición del gasto, interesa conocer qué parte va a inversión, qué parte va a gasto corriente y, de lo que vaya a gasto corriente, cuánto va a gasto social (porque, bien focalizado, podría contribuir a la redistribución de ingreso). Sobre el gasto público costarricense sería interesante poder analizar en qué y adónde se dirige, pero para tener información objetiva o empírica de esa materia hay que hacer un estudio un poco más amplio que el que pudo hacerse en esta oportunidad y hoy presenta Oswald y no siempre los datos que se requieren están disponibles.

El gasto se debería analizar por función y ver su impacto, es decir, a qué grupos sociales favoreció. No basta decir que el gobierno gastó cierta cantidad, sino hay que conocer a qué decil de la población le llegó y a cuáles no. Otro aspecto a analizar es el déficit fiscal (primario o financiero) y cómo se financia (ya que, por su impacto en las tasas de interés y en la disponibilidad de crédito interno, no es lo mismo financiarlo internamente que

financiarlo externamente). Finalmente está el tema de la deuda pública con relación al PIB y su sostenibilidad.

¿Qué fue lo que pasó en el 2009 en el tema fiscal? A raíz de la crisis internacional se dio un cambio muy fuerte en las finanzas públicas, en particular en las del gobierno central. En los años previos al 2009, por el alto crecimiento de la economía costarricense, los ingresos fiscales crecieron fuertemente y la Administración Arias dedicó a aumentar los gastos corrientes repetitivos (no contracíclicos), como si los ingresos iban a seguir para siempre. Esto fue malo.

La crisis financiera internacional disminuyó las importaciones de forma importante y la actividad económica tuvo una caída en el 2009, (por lo menos 2,5 por ciento del PIB), mientras que los gastos del gobierno continuaron subiendo. Lo que había sido en el pasado una buena situación financiera, capaz de producir un superávit primario, se convirtió en un importante déficit primario en el 2009.

En el 2009 el desempleo también aumentó. Para contrarrestar los efectos de la crisis, en Costa Rica se implementó una serie de programas sociales. El problema es que estos programas tienen un costo a futuro (por ejemplo, al empleo así creado hay que darle aumento de sueldo cada periodo), por lo que, para el 2010-2014, se tienen gastos creciendo fuertemente con ingresos que no se sabe si van a crecer.

Actualmente, el bienestar del país en el futuro próximo no depende tanto de lo interno sino de cómo se comporte el sector externo, en particular los países del G-20, porque Costa Rica es muy abierto al comercio internacional.

De acuerdo con las proyecciones que Oswald Céspedes mostró, quedó claro que el endeudamiento de un país tiene un límite natural, similar al que tiene el endeudamiento de una persona física. Se mencionó que, para un país como Costa Rica, 60 por ciento del PIB es el límite. Por otro lado, de acuerdo a estudios, por ejemplo de Ricardo Hausman (exChief Economist del BID), para un país como Costa Rica, 40 por ciento es el límite superior de deuda. La razón de este límite es que como la carga tributaria es relativamente baja y, ante un choque externo, el Gobierno no tiene de dónde tomar recursos. Si la carga tributaria en Costa Rica fuera del 30 por ciento y se diera un

choque externo, se podría fácilmente reasignar gastos por el equivalente a 1 ó 2 puntos porcentuales del PIB sin que ello constituya un severo sacrificio fiscal. Pero cuando la carga es baja (en un caso un tanto extremo, como Guatemala, donde los ingresos tributarios rondan el 10 por ciento del PIB, reasignar gasto por un 2 por ciento constituye una fuerte, quizá inviable políticamente, medida. Por ello es que el endeudamiento debe ser bajo en estos países. Costa Rica más o menos se ubica en este grupo.

Veamos la dinámica de la deuda pública, para notar a partir de cuándo se podría tornar explosiva. La deuda crece cuando se presenta un déficit fiscal, sobre todo en lo que se denomina déficit primario, que es la diferencia entre ingresos y gastos antes de impuestos. *Ceteris paribus*, si hay déficit primario la deuda crece. Y la situación empeora si la tasa de interés que opera sobre la deuda es alta, en particular si supera la tasa de crecimiento real de la economía. Analizando el efecto al revés, si una economía crece mucho, el PIB reduce el tamaño de la deuda relativa. Un país como la China, por ejemplo, que crece al 10 por ciento anual, tiene gran capacidad manejar el endeudamiento, pues en términos relativos (al PIB) difícilmente crece.

Para el 2010-2014, el Gobierno de Costa Rica difícilmente podrá lograr un superávit primario porque el tiene gastos muy altos e ingresos bajos. Por lo tanto, se podría pensar en aumentar la carga tributaria, en dos puntos porcentuales del PIB, por ejemplo; pero, al aumentar la carga tributaria se desestimula la economía precisamente y eso hace difícil bajar el endeudamiento relativo. Parte de la enseñanza de los años previos al 2009 fue que el alto crecimiento de la economía es el mejor Ministro de Hacienda, porque cuando eso se da los ingresos crecen por encima del crecimiento normal del gasto. Por lo anterior, cualquier solución que se adopte en Costa Rica tiene que no atentar contra el crecimiento de la economía. En los primeros años de la Administración Arias Sánchez, al producirse un superávit primario, la relación deuda-PIB bajó. Actualmente, ésta ha empezado a subir y se espera que llegue pronto al 46 por ciento, lo cual sobrepasa el techo teórico.

En Costa Rica el pago por intereses había sido aproximadamente 4 por ciento del PIB; en la actualidad ha bajado un poco porque la crisis llevó a una baja en las tasas de interés internacionales. Pero la previsión es que los intereses suban al casi 5 por ciento del PIB, cifra que es mayor que el gasto

público dedicado a capitalización. En efecto, las inversiones de capital del Gobierno representan actualmente solo 2 por ciento del PIB, por lo que pagar por la deuda pasada ya está costando el doble de la inversión que año con año se hace. Como se ve, ha de tenerse consciencia que el endeudamiento público no es gratis, sino que tiene un costo.

La solución que propone el ministro designado de Hacienda, es que se financie inclusive el gasto corriente con deuda, lo cual en Costa Rica no procede y porque, según se lea, la Constitución prohíbe financiar gasto ordinario con deuda y Ley de Administración Financiera explícitamente lo prohíbe. Sin embargo, en Costa Rica en el 2009 se incurrió en deuda para financiar gasto de consumo, con la aprobación de la Asamblea Legislativa.

Por tanto, ¿qué es lo que corresponde hacer en el futuro previsible? Primero, tomar las medidas necesarias para hacer que la economía no decrezca y que, más bien, crezca lo más posible. En el escenario optimista (de acuerdo a los escenarios planteados en el estudio de Oswald Céspedes son: *optimista, neutral, pesimista y pesimista 2*), se planteaba que la economía de Costa Rica crecería al 6 por ciento y el fisco generaría un superávit primario equivalente al 2,5 por ciento del PIB. Este escenario es muy optimista y es un ejercicio bonito desde el punto de vista académico, pero habría que preguntarle al ministro de Hacienda, ¿cómo lograría usted eso? Por ello, considero que el escenario que va a imperar es más cercano al pesimista, en que la deuda va a seguir creciendo, la economía no va a crecer mucho ni se producirá un superávit primario.

Ante ello sugiero lo siguiente: En materia de impuestos, reconociendo que todos los impuestos son distorsionantes, y que afectan la producción, pero unos son más que otros, lo que se debería tratar de aumentar la carga con impuestos indirectos, que no distorsionan la producción, por medio de aumentos en la base imponible, no en las tasas impositivas.

Los analistas de orientación social, que dicen que en el país hay mucho desempleo y pobreza, sostienen que si se ponen impuestos indirectos, lo pagarán todos por igual y que eso es injusto desde el punto de vista de la redistribución del ingreso. La respuesta mía es que la redistribución del ingreso tiene que ser hecha por el lado del gasto público (*no* por el lado de los ingresos) y cuando se analiza la forma en que el gobierno de Costa Rica

gasta sus ingresos, que se esperaría fuera del tipo *Robin Hood* (le quita a los ricos para darle a los pobres), resulta que es al revés: le quita al promedio para darle más a los que más ingreso tienen. Por lo que, cuando se ve que el Estado tiene esa estructura de gasto un tanto perversa,¹ hay que tratar de modificarla con urgencia. Conforme a lo anterior, antes de pedirle a la ciudadanía soporte un aumento de impuestos, hay que revisar el gasto público e introducir elementos de recuperación de costos² y de redirección del gasto público, para focalizarlo en los grupos más necesitados.

En Impuesto sobre la Renta, que es muy sensible a las tarifas (alícuotas), dada la globalización actual, lo que procede es racionalizarlo. Con un 10 por ciento de tarifa de impuesto los contribuyentes no tratarían de ocultar ingresos; pero con una del 25 por ciento sí tienen tentación a hacerlo. La reforma tributaria no ha de ser fiscalista, sino que ha de tratar de compatibilizar la economía nacional con la economía globalizada y que si se diera un aumento de la carga tributaria que sea porque la economía crece a tasas altas y porque se reduce la evasión.

Hay que dinamizar la figura de la concesión de obra pública, ya que la inversión pública en Costa Rica actualmente es muy pequeña y eso no va permitir que el país avance como debería. La concesión de obra pública es la vía para lograr que haya infraestructura sin que el Estado la pague y, además, es lo más justo, porque la paga el que la usa. También, ahora que se han abierto a la competencia importantes sectores que otrora fueron monopolio estatales (e.g., seguros, telecomunicaciones y quizá en el futuro el suministro de energía eléctrica), el Estado podría exigir dividendos a las empresas públicas que en ellos operan.

-
1. Es perversa porque el cobrar y gastos los impuestos tiene varios costos para la sociedad: el costo de recogerlos, en de la distorsión que produce en la asignación de recursos y el costo de administrar el gasto público. Esto es soportable si y solo si el gasto público satisface necesidades que el mercado no puede satisfacer.
 2. Dos áreas donde procede la recuperación de costos son: i) pensiones con cargo al presupuesto nacional, ya que hay unas muy generosas, en las que gente joven todavía se pensiona con el mejor sueldo que tuvo en el sector público o que cuando está a punto de pensionarse pide que le den un puesto político para reportar altos ingresos; ii) la educación superior es un buen mecanismo para salir de la pobreza, pero no se le debe dar gratis la educación superior a los ricos, si no a los pobres. A los ricos hay que darles préstamos y por esa vía recuperar costos de la gestión pública.

En Costa Rica se acostumbra enfrentar los problemas fiscales con parches tributarios, endeudamiento temporal y otras medidas de cortísimo plazo. Lo que procede es adoptar una reforma “fiscal”, que incluya ingresos y gastos, no solo los primeros y que tenga por norte el minimizar las distorsiones que procuran los impuestos y maximizar la eficacia del gasto público.

PANEL SOBRE
POLÍTICA ECONÓMICA
DE COSTA RICA:
RETOS Y DESAFÍOS
PARA EL PERIODO
2010-2014

Panelista

LUIS LIBERMAN

Introducción

Me parece interesante estudiar cuáles son los retos principales que tiene Costa Rica para los próximos cuatro años. Es importante saber cómo se concibe el país y hacia dónde se quiere que éste camine. En los últimos 10 años, Costa Rica ha sido el segundo en crecimiento de América Latina,¹ pero la pregunta es: ¿Cómo se compara Costa Rica con los países que han tenido éxito? Esto porque al final de cuentas América Latina sigue siendo el continente del futuro, porque no hay un sólo país que haya logrado pasar de ser un *middle income country* a ser un país desarrollado.

Varios comentaristas económicos indican que, en la zona latinoamericana, los dos países que tienen más oportunidad de surgir son, en su orden, Chile y Costa Rica, porque se han hecho las cosas bien. Además, Panamá pareciera que empezó a hacer bien las cosas. Brasil y México son economías muy grandes, pero nadie está viéndolos como países de primer mundo, por lo menos no en los próximos 10 años. A mi manera de ver, entonces, ese es el reto, ¿cómo se hace para dar un salto cuantitativo y cualitativo? ¿Cómo se hace para que la generación que sigue a la nuestra sea de primer mundo? Esa es la parte más interesante de la discusión sobre política económica.

Retos a mediano plazo

El reto principal es cómo volver, en el corto plazo (entre 2010 y 2011) a acelerar la tasa de crecimiento de esta economía a niveles por encima de lo que fue el promedio en los últimos 10 años, alrededor de un 5,5 por ciento por

1. Chile es el otro.

año. Y lo que se busca es, entre otras cosas acelerar la inversión en obras públicas que tengan un impacto importante sobre la competitividad del país. En el tema de vivienda, se proponen medidas que tienen que ver con títulos valores, con cambios fundamentales en el uso del bono de la vivienda para gente de clase media baja (por ejemplo, cómo aplicar los bonos para reducir las cuotas y no para aplicar en el principal), y eso ayuda a las familias en los primeros años. Esto permitiría un respiro en los próximos meses para poder acelerar el crecimiento y retomar la creación de empleo en uno de los sectores más afectados por la crisis como es el de la construcción. En el tema de inversión, afortunadamente, la inversión extranjera directa está volviendo al país. Ya, nuevamente, se siente a empresas interesadas en invertir en Costa Rica y en las próximas semanas habrá anuncios importantes acerca de nuevas inversiones en el país.

El segundo gran reto es el de las finanzas públicas. Si se analizan las cifras de dónde se venía, qué fue lo que se logró y qué es lo que se ha perdido, se presentan varios temas fundamentales. De una relación deuda/PIB de más de un 60 por ciento, se logró reducir al 39 por ciento y ha subido dos puntos porcentuales como consecuencia de las medidas contra cíclicas que se tomaron a partir del 2008. La deuda pública externa actualmente es del 11 por ciento del PIB y la deuda pública externa del Gobierno Central es tan solo el 5 por ciento del PIB. En los últimos años, se ha reducido la deuda pública externa, no sólo en términos relativos, sino que también en términos absolutos.

Hay que revisar las finanzas públicas, ya que el pueblo de Costa Rica, en general, espera un nivel de servicios públicos muy superior al que la carga tributaria permite (manteniendo un nivel de deuda y gastos de intereses razonables). ¿Hacia dónde va este tema? ¿Una reforma tributaria integral o una menos ambiciosa? Un recorte importante del gasto público? Actualmente no se conoce la situación fiscal que resultará una vez que la economía salga de su estado recesivo y aventurarse a decir y hacer cosas al respecto parece irresponsable. Hay que hacer algo, pero ordenadamente, bien pensado, en el momento oportuno. No es recomendable poner impuestos en medio de una recuperación económica, cuando no se conoce lo que va a ser necesario, ni la elasticidad del sistema impositivo con relación a la revaluación del colón está afectando los ingresos fiscales, ya que el 30 ó 35 por ciento de los ingresos de este país se cobran en aduana.

Un actitud que ha cambiado es que hasta hace unos años el que no pagaba impuestos era bien visto, casi como un héroe, mientras que ahora, la cultura se está volviendo muy similar a la de los países desarrollados: ¿Por qué algunos pagan y otros no, si ganan lo mismo? Esto es un avance que va a ayudar a cerrar los portillos que utilizan empresas y personas que no tributan lo que deben, particularmente los profesionales independientes.

Un tercer reto de corto plazo es la credibilidad del banco central. En el tanto que la gente crea que los movimientos del tipo de cambio son para favorecer a alguien o a algún grupo, se crean problemas serios de credibilidad. Las reglas del juego tienen que estar claramente definidas, las cuales pueden cambiar en el tiempo como las condiciones de la economía y el mercado vayan cambiando. No se puede permitir como sociedad que, cuando el tipo de cambio varíe, se diga que fue culpa del banco central o algún banco, porque el día que el banco central pierda la credibilidad el sistema cambiario flexible no tendrá futuro.

Sobre la inflación, sí hay un problema de fondo. Si se estudia la composición de la inflación, en los últimos años y especialmente en el año pasado, lo que ha crecido de manera sostenida y superior al resto de los precios son los precios de los bienes y servicios regulados. Algo está mal con los modelos de fijación de precios, y no es solo el precio de los derivados del petróleo, pues esos son los más fáciles de determinar. Los modelos de fijación de precios actuales incorporan las expectativas de inflación basadas en la inflación pasada haciendo que estos sean más altos de lo que debieran ser y hace más difícil reducir las expectativas de la inflación en general.

Retos a largo plazo

En el largo plazo, uno de los temas fundamentales es dotar al país de una infraestructura acorde a su nivel de desarrollo y eso significa no sólo caminos puertos y aeropuertos, sino el desafío más grande de todos, que es el dotar al país de la energía eléctrica que requiere para su desarrollo. La inversión requerida en los próximos 10 años es el equivalente de la que se necesita para la ampliación del Canal de Panamá, unos US 9.000 millones de dólares.

¿Cómo se hace para cambiar el modelo de los últimos 50 años, en que se aumentan un poco las tarifas no solo para cubrir aumentos en los gastos

de operación y una rentabilidad adecuada, sino también se aumentan para tener los recursos de contrapartida para las inversiones que tiene que hacer el ICE? Eso se podía hacer cuando la electricidad no era un insumo de producción tan importante, porque al final de cuentas la electricidad era, mayoritariamente para uso doméstico. Pero cuando se trata de un insumo importante en los servicios y en la industria manufacturera, el costo de la energía es fundamental, por lo que no se puede seguir cobrando por medio de tarifas el capital que requiere el ICE. El modelo actual no es el adecuado. El desafío es económico y financiero, y consiste en crear un modelo que haga posible las inversiones sin que las tarifas eléctricas se conviertan en uno de los factores que le reducen la competitividad del país.

Todos los países que han tenido éxito, en lugar de crecer al 5 o 5,5 por ciento por año, han crecido en los últimos 25 años a una tasa promedio anual de cerca del 7,5 por ciento. Y hay que entender lo que esa diferencia implica desde el punto de vista de crecimiento del ingreso per cápita. Como ejemplo, cada vez que hay un problema de carácter fiscal, ¿qué es lo que se recorta en Costa Rica? Se pasa tijera a la inversión en infraestructura, como se ha hecho en los últimos 30 años. ¿Qué se hace para no permitir que las empresas, instituciones y las actividades que no son competitivas, pasen a mejor vida? Esas son las preguntas de fondo.

El modelo que se ido imponiendo en el país, es el de privilegiar la educación y las actividades que llevan en sí mucho capital humano,² y es el que está impulsando la salida de ciertas actividades tradicionales para ir entrando en actividades de *alta tecnología*. Si se examina en detalle la distribución del ingreso en Costa Rica, los dos quintiles más altos los conforman los jóvenes que se han graduado en carreras relacionadas con tecnología e innovación.

Como sociedad, se está trabajando en cómo hacer para crear las herramientas y que no se pierdan las oportunidades que este nuevo modelo trae consigo. El gran desafío de mediano plazo no es sólo crecer y beneficiar el 30 ó 40 por ciento de la población, sino cómo hacer para que el resto no se quede atrás. Ese es el gran desafío para el cual la profesión de economistas pareciera que tiene muy pocas respuestas.

2. Todo lo que está pasando en las zonas francas, en los *call centers* y en los centros de investigación tipo Hewlett Packard, cada día vale más el capital humano.

Panelista

CARLOS SOJO

Introducción

En este documento, se expondrá sobre los desafíos del desarrollo costarricense desde una visión social. Para ello, se desarrollan tres elementos. Primero, interesa aclarar algunos debates sobre ideas a vencer, para poder caminar en una dirección que conduzca a objetivos de desarrollo nacional. En segundo lugar, ¿dónde estamos?, ¿cuál es el camino recorrido? Porque, quizá, uno de los problemas más graves que tiene el país es que no se avanza, no sólo por la volatilidad de los procesos estructurales y económicos sino, también, por la misma disposición a hacer esos procesos volátiles. Y, finalmente, algunas reflexiones sobre la ruta a seguir.

Ideas a vencer

La primera idea a vencer es que el desarrollo es fundamentalmente económico. En contrario adscribimos a las corrientes que postulan la integralidad y multidimensionalidad del desarrollo. Para citar a un economista, Premio Nobel, Amartya Sen: *la democracia es tan importante como indicador de desarrollo como lo es el crecimiento económico*. Por lo anterior, hay que reconocer la complejidad del fenómeno del desarrollo, incluso de sus componentes económicos, como una condición indispensable para la formulación de políticas públicas e intervenciones privadas que apunten hacia incrementar el desarrollo.

Una segunda idea es que la política social es en esencia compensatoria y por lo tanto solo se justifica en el combate a la pobreza. Costa Rica experimentó una época de desarrollo sostenible entre 1950 y 1980. Ésta fue una

época en la que, prácticamente, no se hablaba de combate a la pobreza sino de desarrollo; fue una época en la que el país invirtió en políticas de desarrollo.

Lo relevante es no reducir la reflexión sobre lo social y el campo de las políticas sociales a la *acción compensatoria*, bien sea social o económica. En su lugar, se instala una *visión de enfoque de derechos*. Este enfoque parte del reconocimiento de la universalidad, la indivisibilidad y la irreversibilidad. Los derechos son para todos, sin distinción, y no admiten una satisfacción fragmentada y no puede retrocederse en la garantía de los derechos adquiridos. Los portadores de derechos no son “individuos” simples con “colecciones de necesidades” (por ejemplo trabajadores asalariados), sino ciudadanas y ciudadanos complejos, que demandan intervenciones diferenciadas por parte de la política pública (por ejemplo, mujeres trabajadoras en la economía informal y proveedoras únicas del hogar). El propósito de las políticas orientadas por derechos no es la compensación ante fallas de mercado, crisis económicas o contingencias naturales. Son más bien políticas orientadas a asegurar la calidad de vida y promover el desarrollo de las capacidades: políticas de protección social y políticas de promoción social.

En tercer lugar, hay que combatir la idea de que los buenos programas sociales son sólo los *universales* y que, si una política no se plantea como una política universal, es una mala política porque es *selectiva* o *focalizada*. Hay un argumento fundamental en la construcción de regímenes de bienestar que plantea que lo que es universal es el derecho y no el mecanismo para garantizar su satisfacción. El desafío es que la garantía del derecho se refiere a los fines y no a los medios, con lo cual se puede transigir alrededor de la selección de la mejor intervención para garantizar el derecho, bien sea sujeto neutral o sujeto determinada, esto es, intervenciones universales o selectivas.

También hay que combatir la idea de que los buenos programas sociales son sólo los *selectivos* porque, en una situación de recursos escasos, sólo se justifica invertir en lo social en la medida que los recursos vayan dirigidos exclusivamente a los sectores necesitados. Los países se enfrentan a la discusión sistemática de si se están invirtiendo o no progresivamente sus recursos para los temas sociales. Sería lamentable pensar que, por ejemplo, toda la inversión en educación pública debe dirigirse sólo a los grupos de más bajo ingreso.

Es necesario reconocer la falacia de este argumento: las políticas sociales selectivas son, por definición, asistenciales y lo asistencial es intrínsecamente malo. En la campaña política pasada se dijo que, prácticamente, todos los recursos que se invierten en programas sociales selectivos se entregan por razones políticas y a gente que no los merecen. La selectividad no es asistencialismo; más bien, ésta es un procedimiento razonable de gestión de políticas sociales, donde la necesidad específica no es universal sino particular. Es importante conocer que la selectividad es necesaria porque las capacidades de realizar bienestar con los mismos recursos de todos los individuos no son las mismas.

Finalmente, hay que combatir la idea de que las prestaciones califican los derechos, lo cual se relaciona con la disponibilidad y lo que debe ser la oferta de servicios de calidad homogénea, sin importar el origen público o privado de los prestadores de los servicios. No es correcto tener derecho sólo a lo que se puede acceder porque es lo que hoy se puede financiar; los derechos son horizontes y los países tienen la obligación de proyectar a su ciudadanía los derechos más amplios posibles. Se trata de garantizar que, aunque sea básica la cobertura, la satisfacción pueda ser universal. Hay un argumento sobre el universalismo básico en las políticas sociales de esta región y apunta a que es mejor una satisfacción universal de derechos básicos que pretender un universalismo extremo y extenso, maximalista, cuya consecución no es posible en virtud de consideraciones fiscales, políticas y de necesidad.

El camino recorrido

Pocos países de América Latina tienen la experiencia de protección y promoción social que Costa Rica ha desarrollado en los últimos 40 años en América Latina. Puede ser que algunas metrópolis hayan desarrollado experiencias semejantes, pero, en sentido estricto, la experiencia de este país en términos de protección social con lo que hoy llamaríamos enfoque de derechos (que se remonta a los años 1970, a iniciativas como las del Instituto Mixto de Ayuda Social (IMAS), que son transferencias de efectivo, no condicionales y condicionales), no es fácil de encontrar en la región.

La oferta de programas sociales es muy amplia y, aunque pueda ser discutible en razón de eficiencia y riesgos de duplicidad, es una oferta absolutamente pertinente en términos de los enfoques más modernos de políticas

sociales. Si se observa la diversidad del conjunto de temas que se atienden en los programas sociales selectivos del país, se nota que hay una comprensión integral basada en derechos; y ¿por qué? Porque no se tiene una visión acotada a la insuficiencia de ingresos (a la condición de pobreza). El conjunto de programas sociales selectivos de Costa Rica atiende a la gente en riesgo de abandono, atiende a la gente en razón de discapacidad, en razón de condición étnica, en razón de riesgo de embarazo para mujeres adolescentes, solo para citar algunas de las privaciones más relevantes. Ese proceso nacional está instalado sobre la base de una oferta fiscalmente sostenible, porque se financia con presupuesto nacional. En cambio, en muchos países de América Latina, esfuerzos semejantes a los anteriores se financian con cooperación internacional.

Analizando los programas de ayuda social, cabe la pregunta: ¿Por qué han sido incapaces de reducir la pobreza más allá del umbral de 20 por ciento? Pero, la pregunta que convendría hacerse es, más bien, contrafáctica y ésta sería: ¿De qué tamaño serían los niveles de pobreza si estos programas no estuvieran ahí? Los efectos de la actual crisis autorizan la formulación de esta pregunta. Justamente, el Programa Avancemos y el Régimen de Pensiones No Contributivas (RPNC) han resultado esenciales para mitigar lo que pudo haber sido efectos mayores de la crisis financiera internacional. Si esto es así para dos programas es posible que lo sea también para el conjunto de programas sociales selectivos. Sin embargo, no todo es positivo. Hay dispersión, hay riesgos de duplicidad, hay, también, debilidades administrativas y de gestión. El desafío es su justa ponderación: unos pocos casos proyectados en *prime time* por la televisión no hacen ineficiente, clientelista o superfluo todo un programa social. Para avanzar en esa dirección ya se sabe cuál es el camino.

Actualmente, hay un sistema de información y gestión integrada de programas sociales selectivos que ya pasó la fase experimental y que está operando para un conjunto de programas que representan alrededor del 60 por ciento de la inversión social en estos programas (aproximadamente, el 1,5 por ciento del Producto Interno Bruto). También, hay una propuesta de política pública de promoción y protección social formulada por medio de decreto. Los elementos están presentes y se razona que fue una coyuntura política lo que impidió que la recién pasada Administración Arias Sánchez pudiera consolidar su aplicación.

La ruta por seguir

Finalmente, si se quisiera exigir, para el futuro, nuevas orientaciones o posibilidades de progreso, algunas están en la consolidación de lo que se está haciendo y otras en la identificación de necesidades de conexión, que apenas están inducidas por procesos actuales, pero que son indispensables para avanzar en el futuro.

Está claro que de lo que se trata es de accionar los mecanismos ya diseñados para mejorar la gestión de los programas sociales selectivos. El Banco Mundial ha llamado a esto el *enfoque de garantías sociales* y, para lograrlo, simplemente habría que asegurar la puesta en práctica de tres elementos: a) saber a quién atender; b) tener con qué hacerlo (en términos de marco normativo y fundamento presupuestario) y, finalmente, c) hacerlo bien; porque, normalmente, hay un proceso de improvisación de programas que tiende a mantenerlos en el camino con insuficiencia de procesos de gestión.

Para avanzar en esos propósitos el país necesita asegurar continuidad donde hace falta y promover innovación donde se requiere.

La continuidad más importante en el campo de la protección y la promoción social, procede de los esfuerzos de coordinación, armonización y acción integrada de los programas sociales selectivos: permitiéndoles reconocer a la población objetivo de manera integrada, asegurando complementariedad y al mismo tiempo preservando la experiencia técnica que las instituciones actuales tienen. Por eso hablamos de coordinación no de fusión de programas.

Por el lado de la innovación, el más urgente de los propósitos estriba en advertir cuáles son los medios institucionales y técnicos para garantizar objetivos comunes de desarrollo sin importar el origen sectorial de las políticas. El desafío es conectar las políticas económicas y sociales en la definición de objetivos comunes. Para ello hay ingredientes disponibles y herramientas a la mano, con las que se puede trabajar. Por ejemplo, lo que llamaría *instituciones interface*, que son mecanismos capaces de actuar en la *bisagra* de las separaciones actuales técnicas y sectoriales. Una de estas podría ser el Instituto Nacional de Aprendizaje (INA), que actúa sistemáticamente sobre el corte (o límite) público-privado. Es una institución pública, pero está cerca del ámbito privado, tratando de conectar a los jóvenes con las

posibilidades de empleo y las necesidades de las industrias. El INA es una institución que conecta necesidades sociales porque está especialmente orientada a grupos particularmente vulnerables, con posibilidades de desarrollo económico y especialmente local porque es una institución descentralizada; sus instancias regionales son suficientemente autónomas como para no depender 100 por ciento de las exigencias de San José.

Panelista

EDUARDO LIZANO

Me referiré a dos retos fundamentales. En primer lugar, debe recordarse que a mediados de los años ochenta se decidió cambiar el modelo de sustitución de importaciones, adoptado en la década de los sesenta, por un esquema de liberalización económica. Para el primero, el instrumento básico utilizado fue el proteccionismo arancelario, el segundo buscaba la promoción de las exportaciones.

Para impulsar el esquema de liberalización económica, se utilizó como medida principal la apertura comercial. Además, se creó un sistema especial de incentivos. Algunos de ellos tuvieron un éxito significativo pero debido a su costo fiscal fueron eliminados, tal el caso de los Certificados de Abono Tributario (CAT). De hecho, hace poco tiempo se aprobó una nueva ley de zonas francas, en donde, precisamente, se modifica la naturaleza y se amplía el plazo de algunos de estos incentivos.

El reto actual consiste en sustituir el sistema actual de incentivos por otro basado en la productividad de la economía nacional.

Es cada vez más evidente que las posibilidades de éxito de la economía costarricense dependen no solo de la eficiencia y de la productividad de las empresas directamente exportadoras, sino también de la eficiencia y productividad de los demás sectores de la economía, como es el caso de la energía y los transportes. Dentro de esta perspectiva es indispensable avanzar en el proceso de la apertura comercial de carácter unilateral. Es bien sabido que cada impuesto a las importaciones, en última instancia, representa un impuesto a las exportaciones. No se puede ser competitivo en la economía internacional si no se profundiza la apertura comercial. En

cuanto a los recursos humanos, no hay posibilidad de lograr una economía altamente competitiva, si su calidad no se mejora de manera sistemática.

El segundo reto se refiere a la eficiencia del sector público. En un país subdesarrollado no puede esperarse que el sector público sea desarrollado. Igualmente, no puede asegurarse el funcionamiento adecuado del modelo de desarrollo si el sector público no es relativamente eficiente.

Ahora bien, la dificultad central consiste en que ninguno de estos dos retos se pueda atacar en su totalidad debido a su amplitud y complejidad.

Cuando se afirma académicamente que todo depende de todo, se abre el camino al inmovilismo, porque no puede abarcarse todo de manera simultánea. La dificultad política es clara: ¿cuáles son las áreas prioritarias para mejorar el sector público?, ¿crear “islotos de excelencia” en el sector público o se pretenderá mejorar el conjunto de instituciones por cuanto todas ellas son importantes? Estas preguntas plantean problemas políticos importantes. No se puede actuar en decenas de campos simultáneamente. Cuatro años es un período relativamente corto. Habrá entonces de escogerse cuidadosamente en dónde concentrar los esfuerzos y en dónde canalizar los recursos. El reto consiste en cómo determinar el procedimiento para tomar decisiones, fijar prioridades y decidir las acciones a tomar.

Todo lo anterior tiene como requisito crear nuevos espacios de diálogo. En algunos países europeos se han creado consejos económicos – sociales con el fin de abrir espacios de diálogo con representación de diferentes agentes sociales. Este tema forma parte de los retos al pasar de modelo basado en un sistema de incentivos a otro basado en la productividad y competitividad de la economía nacional así como en la mejora del sector público. El país debiera tomar pronto una decisión sobre este tema.

SEGUNDA PARTE:
VISIÓN
INTERNACIONAL

CICLOS, EXPORTACIONES, EDUCACIÓN Y SALARIOS: DEL MERCADO LABORAL A LA MICROECONOMÍA DEL CRECIMIENTO EXPORTADOR

DANIEL LEDERMAN*

5.1 INTRODUCCIÓN

Este trabajo se enfoca en temas de mercado laboral, su relación con el ciclo económico en el corto plazo y con exportaciones tanto en el corto plazo como en el largo plazo.

La conclusión del trabajo es que la educación y las exportaciones tienen que “ir de la mano”. En el caso de Costa Rica, en el corto plazo, cuando los ciclos son determinados por el comportamiento de las exportaciones, sobre todo choques de demanda externa, los efectos distributivos entre trabajadores educados y trabajadores menos educados son contra intuitivos: son los trabajadores más educados los que pierden proporcionalmente más. También, este documento trata de demostrar que esta relación entre los retornos de la educación en los mercados laborales de América Latina y las exportaciones es un fenómeno que se ve en el largo plazo, para lo cual se utilizan datos de 16 países de toda América Latina y el Caribe. Finalmente, se explica que el dinamismo exportador costarricense, desde mediados de la década de los noventa hasta el 2007, tuvo un gran crecimiento y, una vez que se sacó a

* Se le agradece al Sr. Lederman el haber permitido que se publicara en este libro una versión editada, por parte de la Academia de Centroamérica, de la transcripción de su ponencia en el seminario Políticas Económicas en Costa Rica para el Periodo 2010-2014, celebrado el 14 y 15 de abril de 2010 en San José, Costa Rica.

Intel y a otra empresa grande de la muestra, dicho crecimiento se originó en un gran dinamismo de empresas que sobreviven todos los años como exportadores y que se cambian de productos con cierta facilidad.

Hay un dinamismo enorme en términos de entrada de nuevas empresas en actividades exportadoras, las empresas pequeñas y medianas, si sobreviven la entrada a exportar, tienden a experimentar tasas de crecimiento del valor exportado mucho más altas que el de las empresas grandes. Por lo que se concluye que si se va a hablar de obstáculos como desafíos para la política pública en términos de promoción de exportaciones, pareciera ser que los retos principales no son tanto la probabilidad (o posibilidad) de que nuevas empresas entren a actividades exportadoras, ni que las empresas pequeñas que ya exportan aumenten su valor exportado; más bien, los retos más contundentes tienen que ver con la sobrevivencia de las empresas que entran a actividades exportadoras¹.

A pesar del gran dinamismo exportador, con gran dinamismo de entrada y salida de empresas al mercado exportador, ha habido un deterioro, más o menos secular en la década que estudiamos, en términos del precio de las exportaciones sobre el valor unitario, que es los US dólares por kilo exportado y esto se debe a que ese dinamismo exportador entre empresas que entran o empresas que ya son exportadoras y se vuelcan a nuevos productos (y que tienden a entrar en productos con un menor valor unitario) ha llevado a que el valor unitario típico de las empresas exportadoras ticas haya ido cayendo en el tiempo. Al final, los retos para la promoción de las exportaciones son pensar en políticas públicas que mejoren la posibilidad de sobrevivir en mercados exportadores y que haya una mejora en la calidad de los productos que se exportan (poniendo a un lado a Intel y a otra empresa muy grande que dominan las cifras de exportación del país). Y esa es la historia que se viene a contar, que la política educacional y la política de producción de exportaciones tienen que "ir de la mano" y que a veces los retos que se enfrentan a través del ciclo económico y en el largo plazo no son exactamente lo que se hubiese esperado antes de mirar la evidencia.

1. El porcentaje de las empresas que entran a exportar y que se salen del mercado exportador es muy alto; es decir, la tasa de mortalidad de las empresas exportadoras es sumamente alta.

Antes de empezar, quisiera agradecer a casi una docena de colegas, incluyendo a Luis Diego Rojas, quien es consultor del Banco Mundial. También mencionar un estudio, que ya está en la página Web del Banco Mundial, sobre premios salariales y exportaciones en 16 países de América Latina, el cual ha sido elaborado en conjunto con la profesora Irene Brandilla, de la Universidad de La Plata en Argentina, y Guido Porto, de la misma Universidad. Todo el tema de la microeconomía del crecimiento exportador se ha elaborado conjuntamente con el profesor Andrés Rodríguez-Clare de Penn State University y Daniel Xu, profesor de New York University. Gran parte de este estudio ha sido financiado por la Oficina del Economista Jefe para América Latina del Banco Mundial y ahí se le agradece al Doctor William Maloni, que también pertenece al Departamento de Investigación del Banco Mundial, y al Doctor Augusto de la Torre, Economista Jefe para América Latina del Banco Mundial. Parte del análisis del dinamismo exportador se hizo para el Gobierno de Costa Rica en un estudio sobre competitividad en Costa Rica y de ahí se ha obtenido sabiduría de varios colegas: Humberto López, José Guillermo Reiss, José Luis Guash y otros. Finalmente se agradece el financiamiento de *Multi Donor Trust Fund*, que es un fondo de investigación, financiado por donantes externos al Banco Mundial.

El objetivo de este trabajo es analizar algunos temas que se han pensado como valiosos para la discusión sobre los retos de políticas públicas en los próximos años. Uno tiene que ver con la protección social durante los ciclos, qué tipos de trabajadores son más afectados que otros, además de temas de debate sobre política industrial, competitividad y temas sobre promoción de exportaciones.

Los temas principales para analizar son el comportamiento de los mercados laborales (se utilizan datos de las encuestas de hogares de propósitos múltiples en Costa Rica de 1987 al 2009 y se analiza la evolución de los salarios reales por distintos grupos educacionales), la relación entre educación, exportaciones y salarios en 16 países de América Latina y, después, la microeconomía del crecimiento exportador en Costa Rica de 1997 al 2007.

5.2 METODOLOGÍA

Cuando se mira las encuestas de hogares de Costa Rica y se enfoca en una muestra tratando de seguir a los trabajadores ocupados durante todo el período, se termina quizás erróneamente concluyendo que hubo un aumento de los ingresos reales y esto es porque al hacer este tipo de análisis y al mirar solamente trabajadores ocupados, el análisis está siendo víctima de un sesgo de selección. Se están tomando todos los trabajadores que sobreviven los choques y esos tienden a experimentar un mayor dinamismo en su ingreso real.

Otro tema importante es que se ha dado un cambio importante en las tasas de inflación, lo cual afecta un poco la medición de los salarios reales. Para un análisis estadístico más detallado de las encuestas costarricenses, se va a utilizar la información de la siguiente manera: se toman todos los trabajadores en cada encuesta, a aquellos que están desocupados se les pone un salario cero y se mira el salario promedio mensual y no por hora (porque se quiere capturar el efecto de subempleo a lo largo de los ciclos, ya que habrá trabajadores que, quizás, su salario por hora no cae cuando hay una crisis, pero están trabajando menos horas).

Una manera de incorporar esa información es trabajar sobre la base de salarios promedio mensuales en vez de por hora. Se han hecho los ejercicios con los dos tipos de estimación con base en los datos y se piensa que los resultados lógicos son los que utilizan todo el universo de los trabajadores, tanto los empleados como los desempleados. ¿Qué es lo que se hace? Se trata de descomponer la variación en el salario real mensual entre dos tipos de efectos, aparte del efecto del nivel de educación. Uno es la experiencia que se mide con el número de años (la edad de cada trabajador) y el otro es el efecto generacional². Lo anterior permite estimar simultáneamente el efecto de cada año siguiendo la metodología relativamente conocida en la microeconomía de Deaton (Universidad de Princeton) de 1985 y de 1997.

Controlando por estos efectos, se estima el retorno a la educación, es decir, un modelo de los salarios reales por mes para todo el universo de

2. En vez de trabajar con los datos medidos a nivel individual de cada trabajador, se trabaja con datos promedio por generación y cada cohorte o cada generación es definido por el año de nacimiento del trabajador y esto permite, para cada año, tener 50 observaciones por cohorte o por generación.

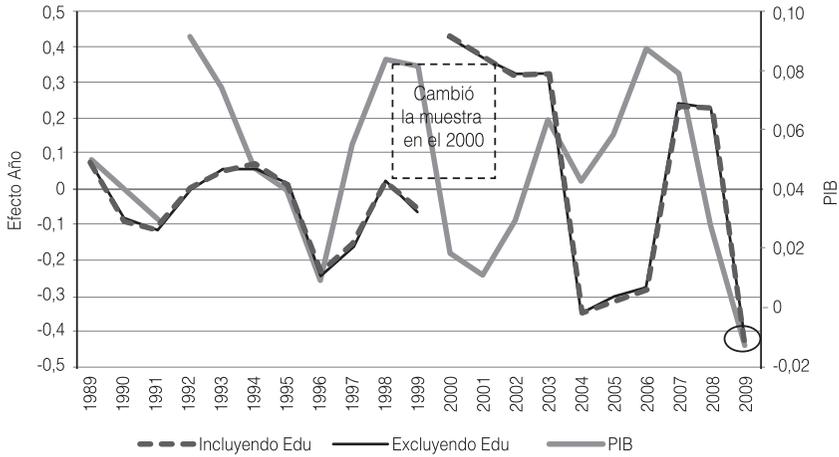
trabajadores (hombres entre 24 y 64 años de edad, desde 1987 al 2009) y se puede estimar el efecto de cada año adicional y el efecto marginal de la educación sobre los salarios reales de los trabajadores. Esto se llama una metodología de “pseudo-panel” que tiene ciertas bondades técnicas, pero también tiene ciertos retos, sobre los cuales no se detallará en este documento, pero básicamente es posible que haya unos sesgos por los promedios. Cuando se utilizan observaciones que son promedios de grupos de trabajadores, si ese grupo que se está sacando de cada encuesta no es representativo, entonces se va a tener un error de medición en términos, por ejemplo, del número de años de escolaridad o del grupo de trabajadores que nació en cierto año. Se podría pensar que la metodología que se usa resuelve ese problema, que tendería a subestimar, por ejemplo, el efecto de la educación por un problema de error de medición en la variable que atenúa el efecto de la variable medida.

5.3 COMPORTAMIENTO DE LOS MERCADOS LABORALES (1987-2009): CICLOS, SALARIOS Y EDUCACIÓN

De vuelta sobre el tema principal, que es los efectos cíclicos sobre el poder de compra de los trabajadores. En el gráfico 5.1 lo que se tiene es la tasa de crecimiento del PIB costarricense (ver caída en el 2009) y los efectos por año sobre los salarios reales mensuales promedio para los trabajadores costarricenses (incluyendo y excluyendo la educación). Vale la pena aclarar que en la encuesta hubo un cambio de muestreo en el 2000, donde básicamente se empezó a captar un porcentaje mayor de hogares urbanos versus rurales, aumentó el salario promedio medido en las encuestas por un cambio de muestreo y esto, al final, lo capta ese año, pero se piensa que el resto de los años sí están captando el ciclo y el efecto años está calculado de tal manera que, a través de toda la muestra, suman cero. Estos son, por definición, puramente cíclicos y sobre todo para la caída del 2009 hay una relación muy estrecha entre el crecimiento del PIB y la caída en los salarios.

GRÁFICO 5.1

COSTA RICA: CRECIMIENTO DEL PIB E INGRESO PRINCIPAL REAL MENSUAL (CICLOS Y EFECTOS POR AÑO), 1989-2009



Nota: Cifras en crecimiento del PIB en porcentajes donde 0,1 es igual a 10 por ciento y componente cíclico del salario real promedio para hombres entre 25 y 64 años de edad expresado en desviaciones con respecto a la tendencia durante 1987-2009 en logaritmos.

FUENTE: Estimaciones de Lederman y Rojas Alvarado con base en datos de las encuestas de empleo.

La relación anterior no tiene que darse necesariamente, porque el mercado laboral se puede ajustar en múltiples dimensiones, pero un poco lo que va a ser interesante más adelante es ver la composición de esta caída en el salario promedio de los trabajadores costarricenses en el 2009 y que se comporta de una manera distinta a períodos anteriores; esto tiene que ver, sobre todo, con las exportaciones.

El gráfico 5.2 muestra la caída del salario real mensual de hombres entre 24 y 64 años de edad en el 2009 por nivel de ingreso. La línea punteada está estimada utilizando el nivel promedio de educación para toda la muestra. El nivel bajo es el promedio menos una desviación estándar y el nivel alto de 8 años es el promedio más una desviación estándar. Aquí lo que se ve es que la caída fue mayor para los más educados, o sea, hay una interacción económicamente importante en algunos años y sobre todo en el 2009, donde la caída porcentual de los salarios reales es más aguda mientras más alto es el nivel educacional del trabajador y esto se debe a que puede haber una complementariedad entre exportaciones y demanda de mano de obra calificada. Cuando el choque o el ciclo se debe a una caída exógena de la

demanda externa, haciendo que caiga la demanda de las exportaciones, cae relativamente más la demanda por trabajo calificado.

GRÁFICO 5.2
COSTA RICA: CAMBIO DE INGRESO POR AÑO
(DIFERENTES NIVELES EDUCACIONALES), 1989-2009
(cifras en desviaciones con respecto a la tendencia de 1987-2009 en logaritmos)

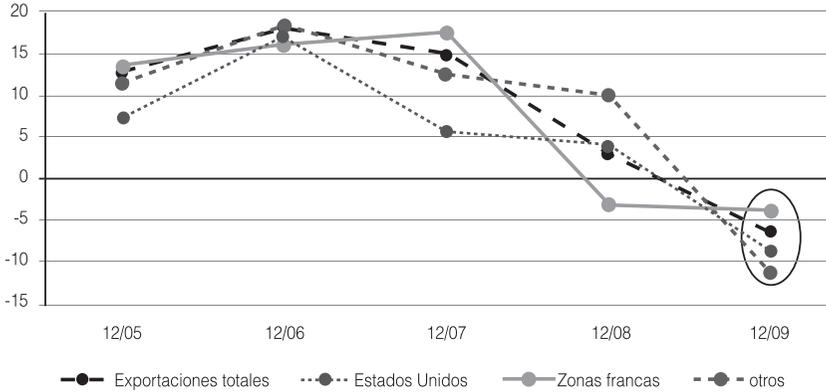


FUENTE: Estimaciones de Lederman y Rojas Alvarado con base en datos de las encuestas de empleo.

5.4 EXPORTACIONES, EDUCACIÓN Y SALARIOS EN AMÉRICA LATINA A PRINCIPIOS DEL SIGLO XXI

En el gráfico 5.3 se muestran los datos de exportación que publica el Banco Central de Costa Rica. Como puede observarse, en el 2009 realmente hubo un comportamiento negativo en casi todas las partidas de exportaciones (las totales, las destinadas a Estados Unidos, las de zona franca y las otras).

GRÁFICO 5.3
COSTA RICA: CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES,
DICIEMBRE 2005-DICIEMBRE 2009
(cifras en porcentajes)

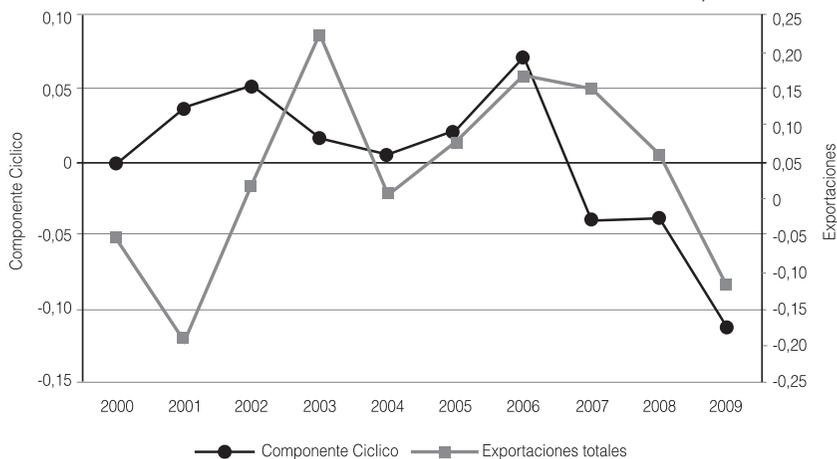


FUENTE: Elaboración de Lederman y Rojas Alvarado con base en datos del BCCR.

El gráfico 5.4 lo que muestra es que, en el 2009, el componente cíclico de los retornos a la educación (o sea, esta es la complementariedad entre el choque específico de cada año y el nivel de educación del trabajador) tiene una correlación muy estrecha con el comportamiento de las exportaciones totales, sobre todo después del 2004. Los datos indican que, en el caso costarricense, hay una estrecha relación entre exportaciones, ciclo económico (o sea, choques transitorios a principios del siglo veintiuno) y el premio salarial por nivel de educación.

La pregunta aquí es si hay una relación más de largo plazo entre exportaciones y retornos o el rendimiento a la educación, porque esto es nada más para el corto plazo y solamente para Costa Rica. Para contestar esta pregunta sobre si la relación es más de largo plazo, se analizan datos para 16 países de América Latina, estudiando el sector ocupacional en cada uno de ellos (haciendo una labor relativamente intensa de identificar y limpiar esa nomenclatura de los sectores ocupacionales con encuestas de empleo para 16 países de América Latina entre el 2000 y el 2006). Se calculan los retornos a los premios salariales para trabajadores que terminan secundaria para estos 16 países y después se trata de analizar los determinantes de ese premio salarial mirando características a nivel de país y a nivel sectorial.

GRÁFICO 5.4
COSTA RICA: CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES (JULIO-JULIO)
Y COMPONENTE CÍCLICO DE LOS RETORNOS A LA EDUCACIÓN, 2000-2009



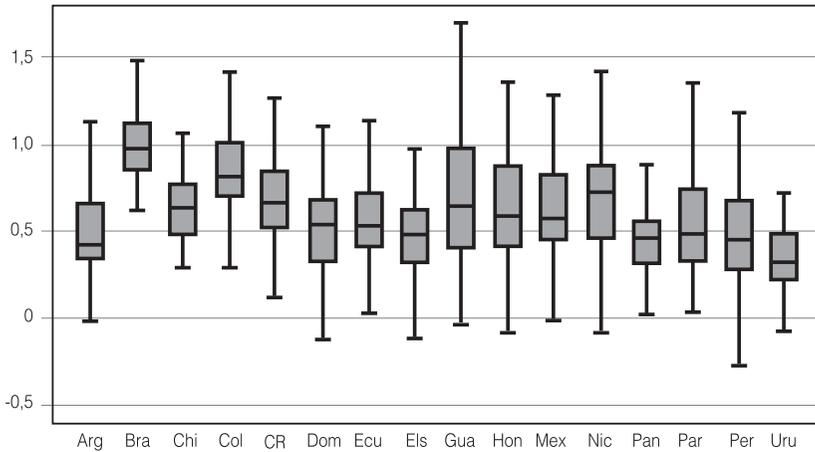
Nota: Cifras en porcentajes para el crecimiento de las exportaciones donde 0,1 es igual a 10 por ciento y componente cíclico de los retornos a la educación expresados en desviaciones con respecto al promedio del promedio durante 1987-2009 .

FUENTE: Estimaciones de Lederman y Rojas Alvarado con base en datos de las encuestas de empleo.

El gráfico 5.5 resume un poco lo que se observa haciendo la estimación del premio salarial de Argentina hasta Uruguay (pasando por Costa Rica) y lo que se ve es el efecto medio (el premio promedio) y su dispersión alrededor del promedio. Es curioso, sobre todo para economistas que piensan en las bondades de los mercados, que haya tanta dispersión en los salarios de trabajadores con similares niveles de educación entre sectores. Esto quiere decir que hay algo, algún tipo de fricción, en los mercados que hace que para trabajadores con las mismas características (pero que están empleados en distintos sectores) tengan distintos salarios y esta dispersión es alta. Una posibilidad es que haya algunos sectores más expuestos a la competencia internacional a través de exportaciones, por ejemplo, las empresas que participan en las exportaciones y han pagado costos fijos para ingresar a esos tipos de actividades y sus productos tienen que ser de buena calidad y producir con buena calidad requiere mano de obra calificada. Por lo tanto, las empresas en esos sectores tienden a pagar un premio salarial con base en características de calificación que observan, por ejemplo, en los currículos de los trabajadores y ese es el nivel de educación. Por esto, es posible que las exportaciones por

sector sea una de las variables que está determinando tanto la dispersión del premio salarial por terminar secundaria entre países, así como la dispersión entre sectores.

GRÁFICO 5.5
AMÉRICA LATINA: "PREMIO" SALARIAL POR EDUCACIÓN, 2009



FUENTE: Brambilla *et al.* (2010).

El primer ejercicio que se realiza, una vez hechas esas estimaciones del premio salarial por terminar secundaria en cada país y en cada sector (son alrededor de 98 sectores y para sectores manufactureros son alrededor de 33), es hacerse una pregunta muy básica: ¿En cuánto explican los países y en cuánto explican las industrias? En el cuadro 5.1 lo que se hace es simplemente poner variables dicotómicas para cada país y para cada sector y se estudia el poder explicativo que tienen esos dos tipos de variables, que son muy genéricas. Lo que se observa es que, para todos los sectores, las industrias tienden a explicar relativamente más. Obviamente, el modelo que mejor explica la dispersión o la variación de estos premios salariales por haber terminado secundaria es el conjunto de las dos (tanto los sectores como los países importan).

CUADRO 5.1
AMÉRICA LATINA: DISPERSIÓN EN EL PREMIO SALARIAL DE LA EDUCACIÓN
¿PAÍSES O INDUSTRIAS? 2009

Modelo	R2	Prueba F (valor p)
Todos los sectores		
M1: solo país dummies	0,20	13,80 (0,0000)
M2: solo industria dummies	0,48	12,75 (0,0000)
M3: país e indstria dummies	0,69	
País dummies		33,72 (0,0000)
Industria dummies		21,00 (0,0000)
Fabricación		
M1: solo país dummies	0,28	8,82 (0,0000)
M2: solo industria dummies	0,24	5,54 (0,0000)
M3: país e indstria dummies	0,49	
País dummies		10,13 (0,0000)
Industria dummies		19,03 (0,0000)
No transables y servicios		
M1: solo país dummies	0,17	6,78 (0,0000)
M2: solo industria dummies	0,57	19,03 (0,0000)
M3: país e indstria dummies	0,77	
País dummies		24,27 (0,0000)
Industria dummies		36,15 (0,0000)

FUENTE: Brambilla *et al.* (2010).

Para el sector manufacturero, es prácticamente idéntica la variancia explicada por características de país, así como la variancia explicada por características de cada industria y, obviamente, las dos en conjunto explican mucho más que cada una por separado. Por tanto, algo está pasando en los mercados laborales latinoamericanos que no explican solamente las características del país, sino que también las características de cada sector individual están determinando la dispersión salarial entre los trabajadores de alta calificación y los trabajadores de menor calificación; entonces, son países-industrias, ¿qué características podrían ser? Tal vez las exportaciones.

En el cuadro 5.2, se estima un modelo econométrico donde se controla por las exportaciones como porcentaje de valor agregado de cada sector, el nivel de desarrollo, el PIB per cápita de cada país y el acervo de mano de obra calificada en relación a mano de obra menos calificada.

CUADRO 5.2
AMÉRICA LATINA: MODELO DE EXPORTACIONES Y PREMIO A LA HABILIDAD
DE LOS TRABAJADORES EN LA INDUSTRIA, 2009

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Log exportaciones/PIB	0,0028*** (0,001)	0,0033*** (0,0011)	0,0004 (0,0011)	-0,0002 (0,0015)	0,0027** (0,001)
Log PIB_pc					0,0284*** (0,004)
Log calificados/no calificados					-0,014*** (0,004)
País dummies	No	No	Sí	Sí	No
Industria dummies	No	Sí	No	Sí	Sí
Observaciones	273	273	273	273	273
R ²	0,03	0,31	0,43	0,58	0,46

Erorros estandar en paréntesis. Significancia a 1 y 5 por ciento denotados por *** y **.

FUENTE: Brambilla *et al.* (2010).

En el recuadro punteado están los resultados que son relativamente interesantes. Un punto importante es que, cuando aumenta la oferta de mano de obra calificada, cae el premio salarial que reciben los trabajadores de alta calificación y esto, para cualquier economista, tiene todo el sentido del mundo: cuando aumenta la oferta cae el precio. Esto es como la ironía de la educación pública, porque hay una responsabilidad pública de aumentar la cobertura y de tratar de asegurar que el 100 por ciento de los jóvenes terminen secundaria. Sin embargo, al aumentar esa oferta, van a caer los salarios de trabajadores que se gradúan de la secundaria. Esa caída en el retorno a la educación disminuye los incentivos que tienen las familias y las empresas privadas para seguir haciendo inversiones en capital humano. Por lo que el papel del sector público aumenta todavía más, conforme más se acerque a una cobertura de 100 por ciento.

El crecimiento económico y las exportaciones aumentan el premio salarial del trabajador calificado, por eso la educación, las exportaciones y el cambio estructural de una economía conforme se va desarrollando tienen que ir de la mano, si no se entra como en un círculo vicioso, donde el sector público hace todo lo que puede para aumentar la calificación de estos trabajadores y el sector privado va a tener menos incentivos para dar formación, incluso invertir en la educación de sus propios hijos.

5.5 LA MICROECONOMÍA DEL CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE COSTA RICA, 1997-2007

Anteriormente, se habló sobre el ciclo, sobre la educación y sobre las exportaciones y cómo estas tres variables (más otras) determinan las oportunidades en los mercados laborales para distintos tipos de trabajador según su nivel de educación. Vale la pena, en el contexto de debates sobre políticas públicas sociales como las de competitividad, plantearse de dónde viene el dinamismo exportador en una economía pequeña como la costarricense.

Una opción es tratar de descomponer el crecimiento de las exportaciones anuales de Costa Rica entre 1997 y el 2007 entre distintas dimensiones de las exportaciones. Una dimensión es la contribución de nuevas empresas, nuevos productos y nuevos mercados. Otro tema muy importante en casi todos los países de América Latina, y Costa Rica no es una excepción, es la preocupación sobre la capacidad de las PYME de primero penetrar mercados externos y después crecer. En este contexto, es importante también preguntarse cuál es la distribución de tasas de crecimiento de las exportaciones entre empresas de distintos tamaños y luego ver el tema de la calidad de las exportaciones, medido por el valor unitario o el precio por kilo de cada producto exportado.

Aquí se usan los datos de aduanas que maneja PROCOMER para hacer este ejercicio de descomposición. Es importante reconocer que hay divergencias en los datos de aduanas con los datos macroeconómicos sobre los flujos de exportaciones de mercancías que publica el BCCR y, por lo tanto, con los organismos internacionales como el Banco Mundial. Pero hay una correlación muy estrecha entre las dos; por tanto, al entender de dónde proviene el dinamismo microeconómico de las exportaciones, medidas por empresa, por producto y por destino de aduanas, se puede aprender sobre el dinamismo exportador que se refleja en las cifras macroeconómicas. Esto no quiere decir que hay un error en los datos de aduanas que maneja PROCOMER; más bien es que hay estándares internacionales sobre cómo se calculan las balanzas de pagos y las cuentas nacionales a nivel macro y en el Banco Central de Costa Rica, y en cualquier país, por lo que tienen que hacer ajustes a los datos que ellos mismos reciben de aduanas.

En el cuadro 5.3 se está descomponiendo el crecimiento anual, después de hacer una "limpieza", es decir, sacar, por ejemplo, *Intel* y *Abbott Laboratories*,

de la muestra, por lo que se está enfocando realmente en empresas, más o menos, típicas para la economía. Habían algunas empresas que reportan exportaciones a Costa Rica o empresas que reportan exportaciones de un producto no descrito; no se conoce qué producto es, pero son porcentajes de menos de uno por ciento del total acumulado de las exportaciones (por lo que se usaron datos limpios de PROCOMER).

La primera columna del cuadro 5.3 muestra el crecimiento de las exportaciones de esa muestra de empresas resultante, esto indica, en cada año, qué porcentaje de las empresas que reportaban alguna exportación existían en el año anterior como exportadores y se observa que el porcentaje es altísimo; entonces, el crecimiento anual de Costa Rica va a estar dominado por el crecimiento de las exportaciones de las empresas que continúan de un año a otro, (ya que es más de 95 por ciento de las empresas totales). La tasa de entrada es muy alta (esto es el porcentaje de empresas nuevas como proporción de las empresas que existían en el año anterior). En la tercera columna se observa el crecimiento de las exportaciones, del valor exportado de las empresas que ya existían y se puede ver que son casi idénticos a las tasas de crecimiento agregadas³.

Resumiendo, las empresas que entran lo hacen a valores exportados muy por debajo del promedio de las empresas existentes; y las que salen, lo hacen a valores exportados muy por debajo de las empresas que sobreviven. Por lo que se podría decir que realmente son empresas más pequeñas las que entran y también las que salen, y esto no ayuda mucho a pensar sobre el tema de los retos que enfrentan las PYME.

3. El crecimiento anual está dominado por las empresas que sobreviven de un año a otro, pero eso no quiere decir que no haya un gran dinamismo de empresas que entran y salen, ya que más del 25 por ciento salen y más del 30 por ciento entran.

CUADRO 5.3
 COSTA RICA: CRECIMIENTO ANUAL DE LAS EXPORTACIONES, 1998-2007
 (TOTAL: EMPRESAS QUE CONTINUÁN MÁS NUEVAS MENOS SALIENTES)
 (cifras en porcentajes)

Año	Crecimiento de las exportaciones	Participación de las empresas que continúan	Crecimiento de las empresas que continúan	Entrada	Brecha de valor de entrada	Salida	Brecha de valor de salida
1998	25	97	26	30	-27	-25	23
1999	-6	95	-7	35	-30	-31	26
2000	-6	96	-4	30	-28	-32	27
2001	-3	97	-5	34	-31	-30	28
2002	7	98	7	30	-28	-29	27
2003	1	98	1	34	-32	-29	26
2004	5	98	7	32	-30	-28	25
2005	1	99	1	33	-31	-29	28
2006	10	98	11	29	-27	-27	24
2007	3	99	3	27	-26	-25	24

FUENTE: Con base en datos "limpios" de PROCOMER; cálculos de Lederman, Rodríguez-Clare y Xu (2010).

CUADRO 5.4

COSTA RICA: CONTRIBUCIÓN AL VALOR EXPORTADO TOTAL, 1998-2007
(cifras en porcentajes, donde 0,1 es igual a 10 por ciento)

Año	Nuevas empresas	Nuevos productos	Nuevos productos por empresas	Nuevos destinos de productos y empresas
1998	0,000	0,000	0,000	0,000
1999	0,002	0,005	0,083	0,121
2000	0,003	0,007	0,184	0,234
2001	0,004	0,008	0,259	0,317
2002	0,009	0,018	0,360	0,434
2003	0,032	0,040	0,462	0,531
2004	0,027	0,042	0,529	0,587
2005	0,036	0,051	0,558	0,613
2006	0,030	0,056	0,556	0,622
2007	0,056	0,075	0,596	0,661

Las empresas nuevas, productos y destinos son los que no existían en 1997 y 1998.

FUENTE: Con base en datos "limpios" de PROCOMER; cálculos de Lederman, Rodríguez-Clare y Xu (2010).

El cuadro 5.4 muestra una descomposición similar a la anterior, pero de largo plazo, aquí definido como 10 años, que es el periodo de los datos que se utilizaron. Lo que se va a hacer es ir contando la contribución de las exportaciones nuevas (aquellas que no existían en 1997 y en 1998) al valor total exportado al final de la muestra, que es el 2007 (pico de la muestra de las exportaciones totales de mercancías del país). Solamente 5,6 por ciento del valor total exportado en el 2007 provenía de empresas que no aparecían como exportadoras en los años 1997 y 1998, lo cual es una contribución bajísima al total del valor exportado al final de la década. Respecto a los nuevos productos, la cifra es mayor (7,5 por ciento) y cuando se mira la contribución de nuevas combinaciones de producto-empresa, es casi 60 por ciento del total. Gran parte del dinamismo exportador se debe a empresas que sobreviven más de un año y que cambian de productos y agregan productos o dejan un producto e introducen otro nuevo. Cuando a esa unidad de análisis se le añaden destinos aumenta un poco, pero la contribución marginal de los destinos es muy pequeña (la diferencia está entre el 60 por ciento y el 66 por ciento).

Esta presente la dicotomía donde, en el corto plazo, dominan las nuevas empresas con productos existentes, pero en el largo plazo dominan nuevas combinaciones de empresas que ya existían con nuevos productos. Otra manera de ponerlo es que hoy en día el número de productos nuevos que Costa Rica exporta, si lo comparamos con hace 100 años, es casi el 100 por ciento del universo. Mientras más largo es el plazo histórico que se examina, más grande va ser la contribución de cosas nuevas, porque se espera que mientras más largo sea el período que se analiza, más probable es que haya habido crecimiento económico o, por lo menos, cambio estructural en la economía; de esta forma, casi es por construcción que, en el largo plazo, la contribución de cosas nuevas va ser mayor, pero lo que está pasando en Costa Rica es que es de empresas existentes que se vuelcan a nuevos productos.

CUADRO 5.5

COSTA RICA: DISTRIBUCIÓN DE TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL VALOR EXPORTADO POR QUINTILES DE EMPRESAS SEGÚN SU TAMAÑO, 1998-2007
(cifras en porcentajes)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Q1	709	6.637	909	4.533	1.041	2.003	1.253	1.634	755	809
Q2	273	547	428	343	196	167	210	380	311	217
Q3	123	119	156	112	40	59	45	107	53	85
Q4	51	29	24	73	17	11	27	50	26	23
Q5	28	-10	-6	-9	6	0	7	-2	10	2

FUENTE: Con base en datos "limpios" de PROCOMER; cálculos de Lederman, Rodríguez-Clare y Xu (2010).

El cuadro 5.5 muestra la distribución de tasas de crecimiento anual del valor exportado por quintiles de empresas según su tamaño. El quintil más pequeño es el Q1 y el más grande es el Q5 y lo que se observa es que, en todos los años, las tasas de crecimiento de las exportaciones son mucho más altas para las empresas más pequeñas, medidos por el tamaño de las exportaciones en ese año, que no es lo mismo que las PYME. Pero en Costa Rica hay un problema y es no poder encajar información de tamaños de empresa que no estén vinculadas a exportaciones con los datos de aduanas, aunque, si se enfoca en los datos del Instituto Nacional de Seguros (INS) se puede hacer un mezcla de datos y poder mirar el tema del tamaño, desde

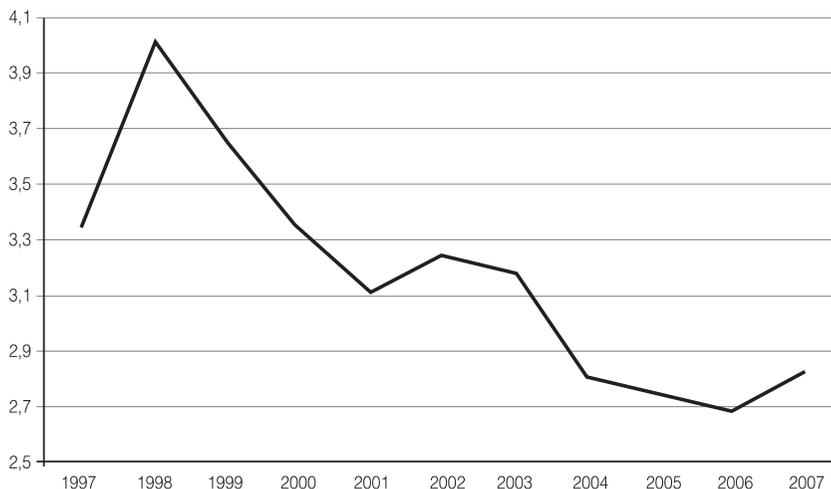
el punto de vista del número de empleados, pero esta relación, en general, se mantiene.

Parece que ni el tamaño ni la probabilidad, (o posibilidad), de entrar a actividades exportadoras fueron obstáculos sustanciales para el crecimiento exportador del país. Parece ser, por otra parte, que el reto principal es la "sobrevivencia" de las empresas que entran a exportar, pero que desaparecen como exportadoras al año siguiente. Alrededor del 40 por ciento de las empresas que aparecen como exportadoras en un año desaparecen al año siguiente. Luego, una empresa exportadora durante dos años tiene de 20 a 25 por ciento de probabilidad de que se salga de la muestra de exportador al tercer año (tasa de mortalidad bastante alta). Aunque, al compararse con estudios similares para Colombia, Chile y Perú, parece que esto es un fenómeno más general. Para el caso de Costa Rica, esas tasas de mortalidad tienden a ser un poco altas.

Por lo visto, hubo un gran dinamismo macroeconómico en el crecimiento de las exportaciones costarricenses a fines de los noventas y principios del siglo XXI. Gran parte de ese dinamismo se debe, en el largo plazo, a empresas que sobreviven y escogen productos nuevos. El tema sobre este dinamismo de empresas que entran, mueren, salen o empresas que sobreviven y que experimentan con nuevos productos, es conocer cuál es el resultado de todo eso en términos de lo que se podría denominar la calidad del comercio reflejado en los precios o en los valores unitarios, que es el número de US dólares por kilo exportado.

En los datos de empresas hay muchas anomalías; la distribución de los valores unitarios no es normal. Si se toma, por ejemplo, el promedio de la razón del valor de los productos que entran, (que son nuevos) y los compara con el valor unitario de los productos de las empresas que ya existían, se concluiría que tienden a ser más altos los precios unitarios cuando se usa la mediana. La innovación típica de una empresa que introduce un nuevo producto en relación con el valor unitario de las empresas que ya exportaban ese producto tiende a ser menor a uno, o sea, que típicamente la innovación en Costa Rica de una empresa que introduce un nuevo producto, y entra a competir en mercados de exportación, entra con valores unitarios por debajo del promedio de las empresas que están en la misma partida arancelaria y esta es una manera distinta de manejar los datos, pero la conclusión es la misma.

GRÁFICO 5.6
COSTA RICA: VALOR UNITARIO DEL PRODUCTO TÍPICO, 1997-2007
(cifras en US dólares de 2005 por kilogramo)



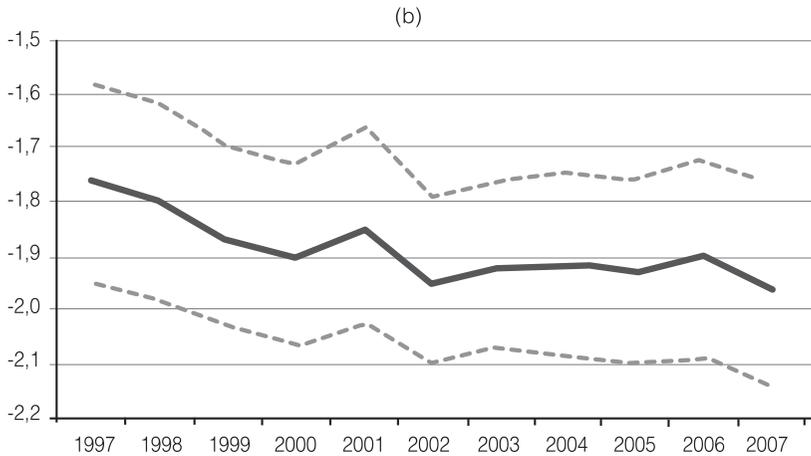
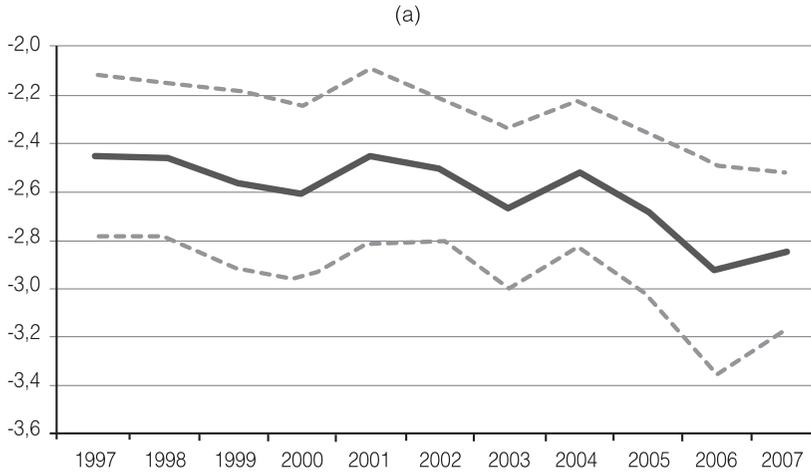
FUENTE: Con base en datos "limpios" de PROCOMER; cálculos de Lederman, Rodríguez-Clare y Xu (2010).

Lo discutido anteriormente ha generado que el valor unitario del producto típico en Costa Rica durante el período 1997-2007 cayera. El gráfico 5.6 debe ser interpretado con cuidado, porque es el valor unitario mediano entre productos muy distintos (plumas y acero, por ejemplo), pero sí parece ser que el resultado de este gran dinamismo de entrada, de salida de empresas y de experimentación con nuevos productos en el caso costarricense, ha resultado en una caída, más o menos secular, del valor unitario del producto típico exportado en Costa Rica. Y esto tiene un problema de que, como las mercancías se van haciendo más pesadas, entonces los costos de transporte tienden a tener una mayor incidencia sobre la distribución geográfica del valor exportador del país y sobre el número o la diversidad de productos que el país exporta.

GRÁFICO 5.7

COSTA RICA: EFECTOS DE DISTANCIA EN LAS EXPORTACIONES AGREGADAS
(a) Y EFECTOS DE DISTANCIA EN EL NÚMERO DE PRODUCTOS EXPORTADOS
(b), 1997-2007

(cifras en coeficientes estimados)



FUENTE: Con base en datos "limpios" de PROCOMER; cálculos de Lederman, Rodríguez-Clare y Xu (2010).

El gráfico 5.7a ilustra la estimación de un modelo de gravedad de comercio que busca tratar de explicar relaciones bilaterales entre países, en este caso Costa Rica y el Resto del Mundo, para cada año del efecto de la distancia bilateral entre las dos economías y un poco lo que se ve es que el efecto es negativo: mientras más lejos está un mercado, menos se exporta a ese lugar.

En Costa Rica, tiende a hacerse cada vez más agudo (o sea, más negativo), aunque las bandas de confianza sugieren que, tal vez, esta caída secular en el peso o este aumento en el peso de la distancia bilateral sobre la estructura de las exportaciones, tal vez, no sea estadísticamente significativa. Se ve algo similar cuando se trata de explicar el número de productos que se intercambia con cada mercado extranjero, donde el peso de la distancia se está haciendo cada vez más agudo (gráfico 5.7b).

5.6 CONCLUSIONES

Los ciclos afectan salarios dependiendo del nivel de educación. Cuando el ciclo se debe a una caída de la demanda externa que afecta las exportaciones, es más probable que las oportunidades del mercado laboral para trabajadores con mayor calificación van a caer proporcionalmente más que para los trabajadores con menor calificación. Quizás, esta complementariedad entre los procesos de exportación que requieren productos de mayor calidad que los de venta interna se dan por la complementariedad de las destrezas que genera la educación del trabajador.

Esto puede tener implicaciones importantes para una economía que, históricamente y hacia el futuro, le ha apostado a las exportaciones y no debe de cambiar esa apuesta. Cada vez va a ser más importante tomar esto en cuenta para cualquier discusión que tenga que ver con las reacciones del sector público con ideas de proveer algún tipo de protección social en términos de distintos tipos de trabajadores. En el largo plazo, por lo menos para seis economías de América Latina y del Caribe a principios del siglo XXI, parece haber una correlación parcial relativamente robusta entre la incidencia de las exportaciones en cada sector (y a nivel país) y el premio salarial que reciben los trabajadores de alta calificación; esto, por lo tanto, quiere decir que lo que se está especulando sobre el caso costarricense (en términos de los ciclos o los choques transitorios de corto plazo), tal vez, es un fenómeno de largo plazo y, en general, en países latinoamericanos, donde la meta es construir una economía con una mayor incidencia de trabajos de mejor y mayor calificación.

Es importante no olvidarse esto de la ironía de los aumentos en los acervos de capital humano: cuando aumenta la oferta caen los retornos y, entonces, tiene que haber un cambio estructural en la economía para que compense

ese aumento en la oferta: Un aumento de demanda de mano de obra calificada para que se creen sinergias con el sector privado. Ahí es donde entra todo el tema de la competitividad y la promoción de exportaciones y se vincula con los temas sociales y del mercado de trabajo.

Los retos para la promoción de exportaciones y para la competitividad parecen no ser los que se esperaban antes de mirar los datos o analizar los datos con cuidado y hay un tema de sobrevivencia de las empresas costarricenses en la competencia internacional y del valor unitario de los productos que están siendo exportados por las empresas costarricenses.

5.7 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Brambilla *et al.* (2010). *Skills, Exports, and the Wages of Five Million Latin American Workers*.
- Deaton, Angus (1997). *The Analysis of Household Surveys: A Microeconomic Approach to Development Policy*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Deaton, Angus (1985). "Panel Data from Time Series of Cross Sections." *Journal of Econometrics* 30: 109-26.
- Lederman, Daniel, Rodríguez-Clare, Andrés y Xu, Daniel (2010). *Entrepreneurship and the Extensive Margin in Export Growth: A Microeconomic Accounting of Costa Rica's Export Growth during 1997-2007*. Mimeo, Banco Mundial, Departamento de Investigación, Washington, DC.

DESPUÉS DE LA CRISIS: RETOS Y LECCIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA DESDE UNA PERSPECTIVA GLOBAL

RODRIGO CUBERO*

6.1 INTRODUCCIÓN

La economía mundial ha experimentado en los últimos tres años una gran turbulencia financiera, que terminó por afectar el comercio y la producción y desencadenar una profunda recesión de escala global. La crisis se originó en la combinación de una serie de factores, claramente relacionados: la burbuja en los precios de las viviendas en Estados Unidos y otros países desarrollados; el concomitante boom en el crédito para vivienda (sobre todo en las hipotecas de alto riesgo); la alta exposición del sistema financiero a este sector; el auge sin precedentes en el desarrollo de derivados financieros basados en las hipotecas y su dispersión por los sistemas financieros de muchos países (especialmente los países desarrollados), que hizo posible la rápida transmisión internacional del shock en los precios de las viviendas; y la acumulación excesiva de deuda por parte de los hogares, muchas empresas y los sistemas financieros. Y, en el trasfondo de todo ello,

* Este documento se basa en la ponencia del autor durante el seminario *Políticas Económicas en Costa Rica para el Período 2010-2014*, celebrado el 14 y 15 de abril de 2010. Las opiniones aquí expresadas son las del autor, y no deben ser atribuidas al Fondo Monetario Internacional (FMI), ni a su Directorio Ejecutivo ni a su Administración. El autor agradece la asistencia prestada por Agnes Isnawangsih y Adrián Pacheco (asistente de economía de la Academia de Centroamérica).

se encuentran los serios fallos regulatorios que permitieron la acumulación de riesgos excesivos y sistémicos en los sistemas financieros.¹

Hay otros dos factores que se mencionan con frecuencia como posibles causas de la crisis: a) la relajada política monetaria (bajas tasas interés de política) en los Estados Unidos en los años anteriores a la crisis; y b) los desequilibrios externos globales, marcados por un enorme déficit de cuenta corriente en los Estados Unidos y por superávits igualmente grandes en los países de Asia del Este (sobre todo China) y los países exportadores de petróleo. En el anverso de estos desequilibrios se dieron grandes flujos de capital desde países superavitarios hacia activos financieros en los Estados Unidos, que contribuyeron a mantener las tasas reales de interés de largo plazo relativamente bajas incluso después de que la política monetaria empezó a contraerse en el 2003. El papel de estos dos factores como causas de la crisis sigue siendo controversial. Un análisis empírico reciente sugiere que hay poca relación entre la política monetaria y el aumento en los precios de las viviendas en economías avanzadas, con fuertes booms inmobiliarios incluso en países que mantuvieron altas tasas de interés, como el Reino Unido, Australia y Nueva Zelanda (FMI, 2009c). Además, los desequilibrios globales no condujeron a la crisis que se temía podían desencadenar: una reversión repentina y masiva de los flujos de capital a Estados Unidos con una depreciación caótica del dólar. En su lugar, el dólar más bien tendió a apreciarse durante la crisis y el ajuste se ha venido dando vía compresión de la demanda privada en Estados Unidos (FMI, 2009b). Sin embargo, parece claro al menos que las bajas tasas de interés de corto y largo plazo pueden haber contribuido a la búsqueda de mayores rendimientos y riesgos por parte de los inversionistas y el sistema financiero.²

Los problemas se hicieron evidentes cuando empezó la inevitable caída en los precios de las viviendas, que hizo que se disparara la mora bancaria. Ya en el año 2007, el agudizamiento de los problemas de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos había llevado a un endurecimiento de las condiciones de crédito y a una leve recesión en las economías avanzadas,

1. Para una caracterización de la crisis, sus causas y sus mecanismos de transmisión, véase FMI (2009b) y Claessens *et al.* (2010).
2. Para una síntesis sobre la contribución de la política monetaria y de los desequilibrios externos globales a la crisis, ver FMI (2010e, Recuadro 1) y FMI (2009a y 2009b), respectivamente.

cuyos sistemas financieros estaban más expuestos a esas hipotecas. Las economías emergentes y en desarrollo, sin embargo, mantuvieron un ritmo de crecimiento relativamente sano. La desaceleración alcanzó efectos realmente dramáticos y universales a partir de la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre del 2008. Ese evento llevó a un aumento sin precedentes en la aversión al riesgo, a una fuga de capitales hacia los activos percibidos como más seguros, y a la evaporación del financiamiento interbancario, que forzó a muchos bancos a un rápido y masivo desapalancamiento (venta de activos) y desencadenó una caída precipitosa en los precios de muchos activos. El colapso en el crédito y la confianza tuvo ramificaciones en todos los sectores y países de la economía mundial, con un agudo descenso de la producción industrial y el comercio de mercancías (especialmente bienes de capital y de consumo duradero) a fines del 2008 e inicios del 2009.

A partir del segundo trimestre del 2009, la economía mundial ha iniciado un proceso de recuperación, sobre el que se pueden destacar dos enunciados centrales. En primer lugar, la recuperación ha sido impulsada en gran parte por un activo estímulo fiscal y monetario. En segundo lugar, el crecimiento, desde el punto de vista de su distribución geográfica, ha sido asimétrico: fuerte y vertiginoso en algunas regiones (el Asia emergente³, en particular) y más bien lento y anémico en otras.

Este trabajo se propone compartir algunas reflexiones sobre ese proceso de recuperación de la economía mundial, describir el papel activo que ha jugado la política económica en apoyar el crecimiento económico, enunciar las posibles razones por las que la recuperación económica global se ha dado con mayor fuerza en la región asiática, y extraer algunas lecciones de política económica, en un plano general, a partir de la crisis financiera mundial.

El trabajo se divide en cuatro secciones. La primera ofrece una revisión de lo que está ocurriendo en la economía global: la anatomía y causas de la recuperación económica reciente. Ese análisis revela que el crecimiento mundial ha sido impulsado por un fuerte estímulo fiscal y monetario a escala global, y está siendo liderado por los mercados emergentes en Asia. La segunda parte se propone elucidar los factores que han estimulado este vigoroso crecimiento del Asia emergente. La tercera sección propone

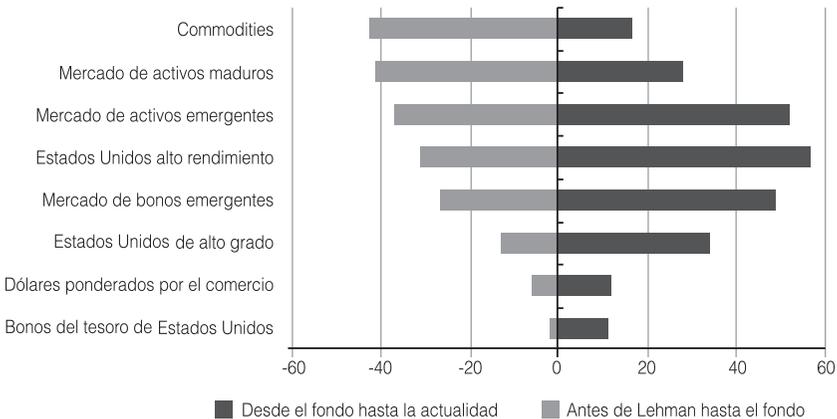
3. Para los efectos de este trabajo, el Asia emergente se entiende que incluye China, Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Taiwan, Tailandia y Vietnam.

lo que, en opinión del autor, son los principales desafíos y lecciones para las políticas fiscal, monetaria y financiera durante la postcrisis. La última sección ofrece algunas consideraciones, a modo de conclusión, y retoma la experiencia asiática para mostrar la importancia de crear espacios para la política anticíclica y mantener la estabilidad financiera.

6.2 ECONOMÍA GLOBAL: UNA RECUPERACIÓN A DISTINTAS VELOCIDADES

Hagamos repaso, primero, a algunas de las características salientes de la recuperación mundial.

GRÁFICO 6.1
ESTADOS UNIDOS: DESEMPEÑO DE LOS ACTIVOS, POR CLASE
(COMO PORCENTAJE DEL NIVEL PRE-LEHMAN)
(cifras en precios de activos)

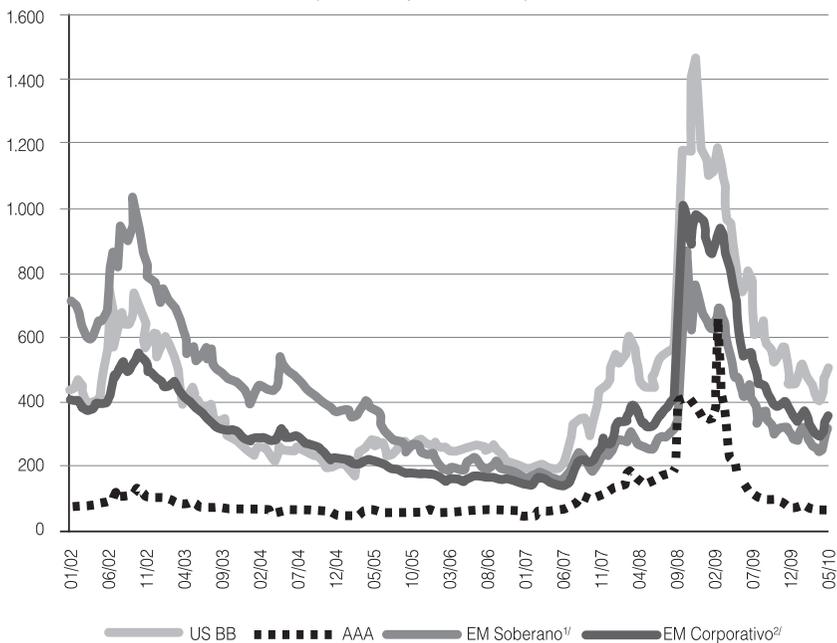


FUENTE: Bloomberg.

Los precios de los activos en el mundo se han recuperado desde el colapso de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008, que marcó el punto culminante de la tensión en los mercados financieros globales. Desde entonces, han subido los precios de las acciones, de los *commodities* y de los bonos (gráfico 6.1).

Las condiciones en los mercados financieros han mejorado también. Los diferenciales entre las tasas de interés para casi todas las clases de activos y las tasas de los bonos soberanos de Estados Unidos (diferenciales que se consideran un indicador del apetito por el riesgo en los mercados financieros y que se dispararon con la caída de *Lehman Brothers*) habían tendido a normalizarse, aunque la crisis en Grecia ha vuelto a generar turbulencia financiera y problemas de confianza en los bancos (ver gráfico 6.2 y sección 6.4.3). En forma similar, los emisores de activos (acciones, préstamos, bonos internacionales) han visto una recuperación importante en los volúmenes captados en las emisiones (gráfico 6.3).

GRÁFICO 6.2
ESTADOS UNIDOS: DIFERENCIALES DE TASAS DE INTERÉS
EN DISTINTOS ACTIVOS, 2002-2010
(cifras en puntos base)

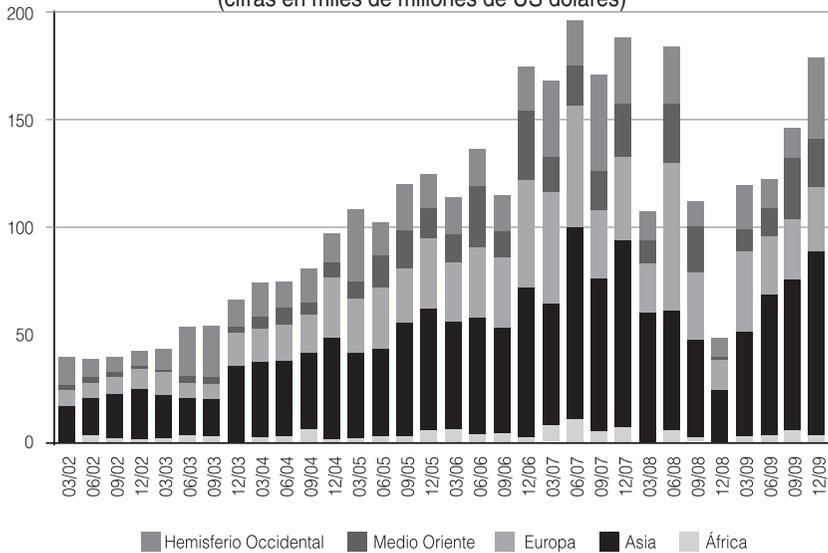


1/ JPMorgan EMBI (Índice global de diferenciales).

2/ JPMorgan CEMBI (Índice amplio de diferenciales).

FUENTE: Bloomberg y cálculos del personal del FMI.

GRÁFICO 6.3
 REGIONES DEL MUNDO: NUEVAS EMISIONES^{1/}, 2002-2009
 (cifras en miles de millones de US dólares)



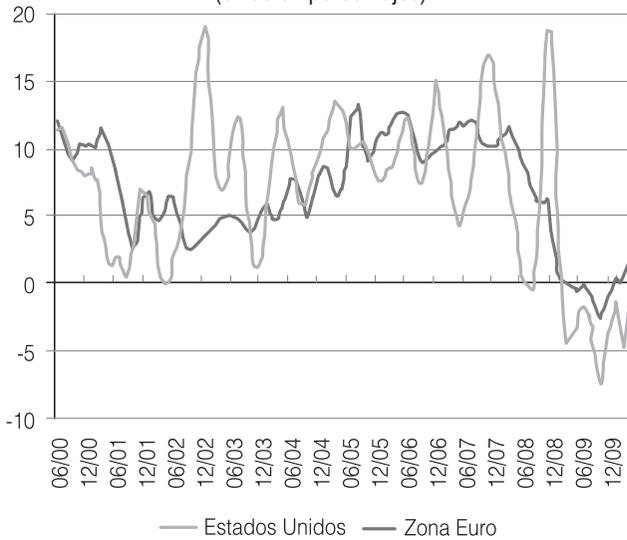
1/ Total de capital, préstamos sindicados, y emisiones de bonos internacionales.

FUENTE: Dealogic y cálculos del personal del FMI.

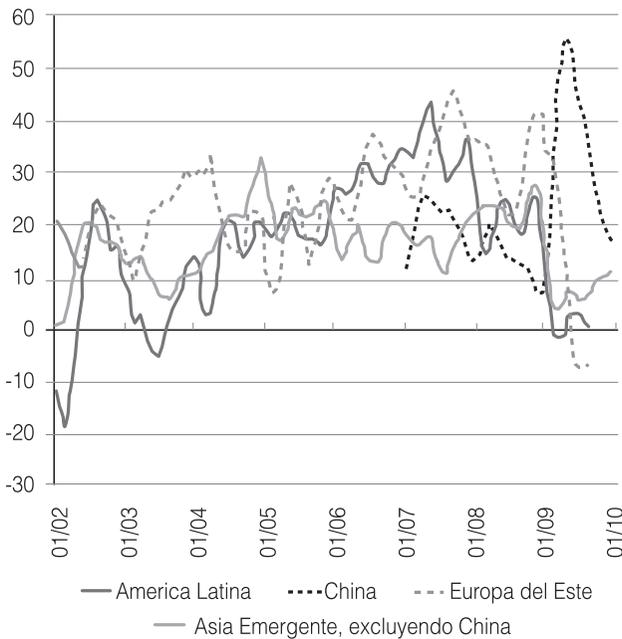
A pesar de que los estándares de crédito bancario (esto es, las normas y condiciones que establecen los oficiales de crédito de los bancos al ofrecer préstamos) han empezado a relajarse un poco, el crédito al sector privado aún no logra repuntar en los países avanzados, aunque su tasa de caída sí ha disminuido. En los mercados emergentes de América Latina y Europa del Este, el crédito al sector privado también se ha estancado, después de haber mantenido altas tasas de crecimiento durante buena parte de la década. Por otra parte, el crédito en el Asia emergente se ha mantenido relativamente vigoroso, particularmente en China, donde algunos analistas, más bien, han mostrado preocupación de que un exceso de crédito pueda llevar a la formación de burbujas en activos financieros o bienes raíces (gráfico 6.4).

Después de una profunda caída, la producción y el comercio mundiales parecen haber tocado fondo hacia inicios del 2009 y, desde entonces, han experimentado una fuerte recuperación. Así lo muestran, en particular, la producción industrial y las exportaciones de mercancías (gráfico 6.5), que reflejan en parte una fuerte acumulación de inventarios.

GRÁFICO 6.4
CRECIMIENTO DEL CRÉDITO PRIVADO EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS
 (a), 2000-2009 Y EN MERCADOS EMERGENTES (b), 2002-2010
 VARIACIÓN PORCENTUAL ANUALIZADA DEL PROMEDIO
 MÓVIL DE TRES MESES
 (cifras en porcentajes)



(a)

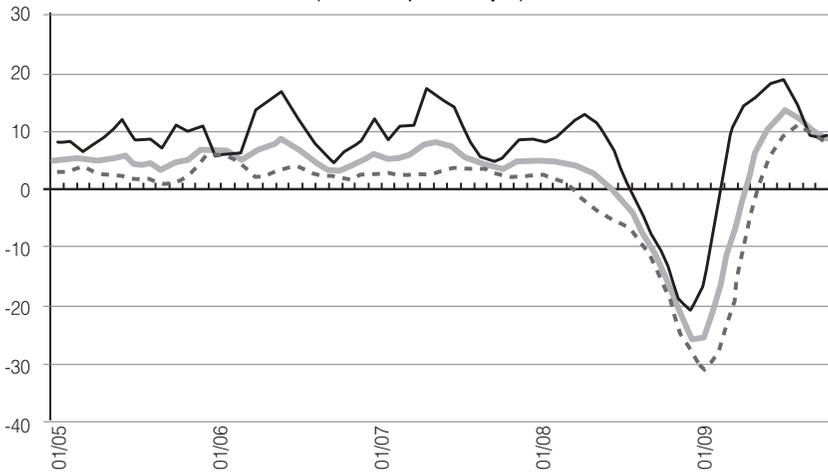


(b)

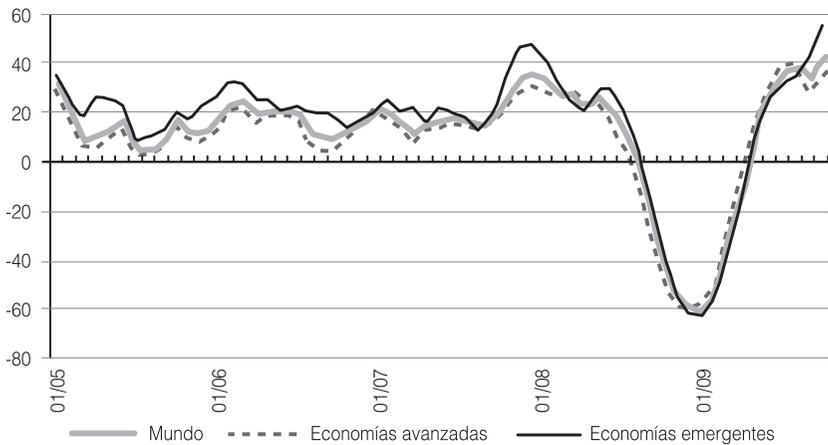
FUENTE: Haver Analytics y cálculos del personal del FMI.

GRÁFICO 6.5

MUNDO, ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES: PRODUCCIÓN INDUSTRIAL GLOBAL (a) Y EXPORTACIONES DE MERCANCÍAS (b), 2005-2009
 VARIACIÓN PORCENTUAL ANUALIZADA DEL PROMEDIO MÓVIL A TRES MESES
 (cifras en porcentajes)



(a)



(b)

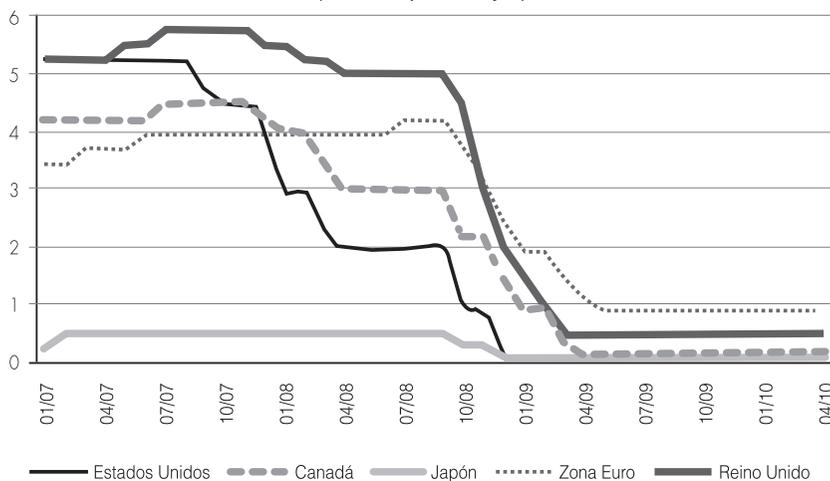
FUENTE: Haver Analytics y cálculos del personal del FMI.

Esa incipiente recuperación se ha apoyado en una agresiva expansión fiscal y monetaria en muchas partes del mundo y ciertamente, en las economías más grandes. Lo que ha ocurrido en este tema en los últimos dos años ha sido fascinante: se ha dado una verdadera revolución en la política económica. Acaso por las lecciones que la ciencia económica ha decantado sobre los

factores que desencadenaron la *Gran Depresión* de 1929, originada, como la reciente crisis, en la explosión de una burbuja financiera, los gobiernos se han metido de lleno a estimular la economía, en una especie de nekeynesianismo agresivo. Y lo han hecho tanto con la política monetaria como con la política fiscal.

Así, los bancos centrales en las economías avanzadas han reducido marcadamente las tasas de interés, llevándolas en algunos casos (Estados Unidos, Japón y Canadá) hasta niveles nominales de cero o cercanos a cero (gráfico 6.6), y se han comprometido a mantenerlas ahí por períodos prolongados, como una forma de incidir en las expectativas de los agentes económicos. Sin embargo, el estímulo efectivo que se deriva de las bajas tasas de interés nominal depende, en parte, del nivel de inflación, puesto que son las tasas reales de interés las que, en principio, afectan las decisiones de inversión y consumo. Así, mientras en Estados Unidos y la zona del euro, las tasas reales de interés de corto plazo han caído a niveles negativos (como resultado de tasas nominales inferiores a la inflación), en Japón la existencia de una pertinaz deflación ha conducido a un aumento de las tasas reales, a pesar de los esfuerzos del Banco de Japón (gráfico 6.7).

GRÁFICO 6.6
REGIONES DEL MUNDO: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA,
2007-2010
(cifras en porcentajes)



FUENTE: Haver Analytics.

GRÁFICO 6.7
 REGIONES DEL MUNDO: TASAS DE INTERÉS REALES DE CORTO PLAZO ^{1/},
 2001-2010
 (cifras en porcentajes)



1/ Deflatadas por la inflación subyacente.

FUENTE: Cálculos del personal del FMI.

Cuando las tasas nominales de interés tocan el piso o están cercanas a hacerlo, la política monetaria pierde su capacidad de estimular la demanda agregada vía menores tasas de interés.⁴ Pero ese no es el único canal por el que opera la política monetaria. En los últimos dos años, muchos bancos

4. Esta situación es análoga en sus efectos a lo que Keynes llamaba una "trampa de liquidez". En su específica acepción keynesiana, la trampa de liquidez se refería al caso de una demanda de dinero infinitamente elástica (curva de demanda de dinero horizontal), como producto de lo cual una inyección de dinero sería incapaz de afectar la tasa de interés, independientemente de su nivel. Sería, para usar la conocida metáfora, como intentar mover un vehículo atándole una cuerda y empujando (en lugar de tirando de) la cuerda. Para una caracterización de las trampas de liquidez, y las opciones de política monetaria, véase Krugman (1998), Bernanke y Reinhart (2004), Eggertsson y Woodford (2004), Auerbach y Obstfeld (2005) o Jeanne y Svensson (2007).

centrales, especialmente en países industrializados, han intentado estimular la economía y apoyar al sistema financiero y los mercados de crédito por otras vías menos convencionales.⁵ Entre ellas se cuentan:

- La compra de bonos soberanos (*quantitative easing* o distensión monetaria cuantitativa), con el objetivo de estimular a la baja en forma directa las tasas de interés de largo plazo;
- La compra de activos del sector privado (bonos corporativos, activos respaldados con hipotecas) para estimular la intermediación y el crédito en ciertos mercados (*credit easing* o distensión del crédito, también conocida como *qualitative easing*);
- Inyecciones de liquidez al sector financiero, ampliando los plazos y la gama de activos aceptables como garantía; y
- La provisión de divisas extranjeras al sistema financiero, para lo cual muchos bancos centrales establecieron acuerdos de cambio de moneda (*swaps*).

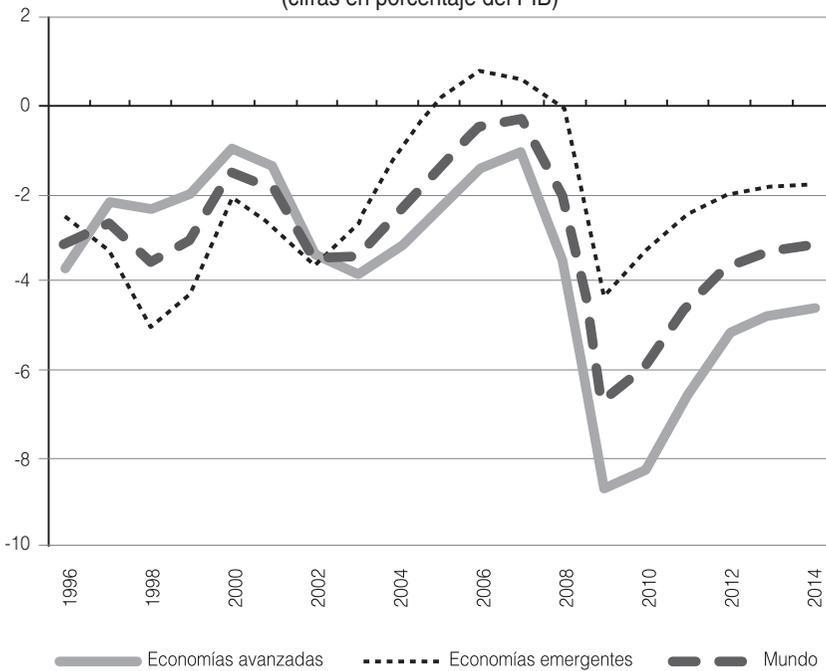
Todo esto ha resultado en una expansión sin precedentes en los balances de los bancos centrales. Además, los gobiernos han respondido también ofreciendo o ampliando programas de garantía de depósitos y movilizándolo recursos para la capitalización de bancos débiles. La eficacia de las diferentes medidas en estabilizar el sistema financiero y estimular la economía es materia de considerable desacuerdo, pero, en general, los estudios empíricos concluyen que las medidas han tenido éxito.⁶

De igual forma, las autoridades económicas en muchos países han dado un fuerte impulso fiscal a la demanda agregada, con un deterioro muy marcado de los balances fiscales (gráfico 6.8), sobre todo en las economías avanzadas.

5. Véase Klyuev, De Imus y Srinivasan (2009) o Ishi, Stone y Yehoue (2009).

6. Para una revisión de la literatura empírica, véase FMI (2010c).

GRÁFICO 6.8
ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES: BALANCE FISCAL, 1996-2014
(cifras en porcentaje del PIB)



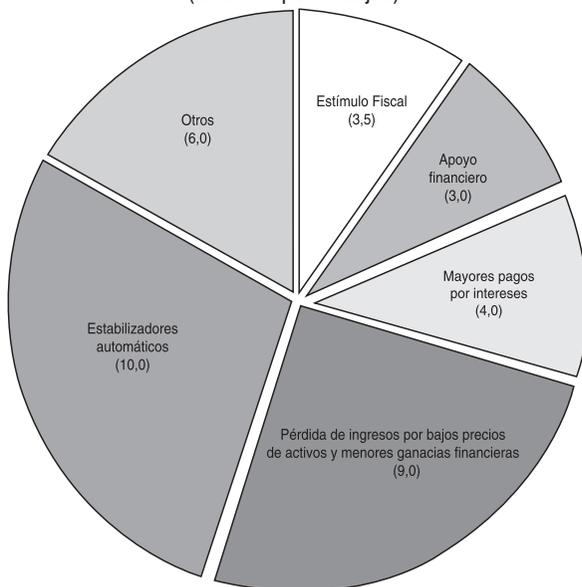
FUENTE: FMI.

Sólo una parte del impulso fiscal, sin embargo, resulta de un esfuerzo deliberado de política anti-cíclica. En un análisis de los principales factores que explican el deterioro efectivo y proyectado de los balances fiscales y el aumento consiguiente de la deuda pública en las economías avanzadas entre los años 2007 a 2014, el FMI concluye que el estímulo fiscal propiamente tal (esto es, el componente discrecional de la política fiscal) contribuye apenas un porcentaje pequeño (alrededor de un 10 por ciento) del crecimiento total de la deuda en esos años, que se estima en un 35 por ciento del PIB en promedio (gráfico 6.9).⁷ Los estabilizadores automáticos (es decir, el impacto del ciclo económico sobre el gasto y la recaudación), el efecto negativo

7. Ver FMI (2010a). Conviene, para estos efectos, distinguir entre el impulso fiscal (deterioro en el balance fiscal total) y el estímulo fiscal estrictamente hablando, que es el componente discrecional del estímulo (esto es, las nuevas medidas de política fiscal adoptadas en respuesta a la crisis) y al que normalmente se le estima por aproximación como el cambio en el déficit primario estructural.

sobre los ingresos de los gobiernos derivado de la caída extraordinaria (y no meramente cíclica) en los precios de los activos y el aumento en los gastos por interés que resulta endógenamente de mayores niveles de deuda han jugado, en promedio, un papel más importante en el impulso fiscal total que el estímulo discrecional. El apoyo fiscal al sector financiero por medio de capitalizaciones, rescates o compras de activos también ha resultado muy costoso para algunos gobiernos (el Reino Unido, por ejemplo). Y existen asimismo factores estructurales o subyacentes (reflejados en el gráfico 6.9 en el rubro “otros”), como la presión demográfica (en particular, el impacto del envejecimiento promedio de la población sobre el gasto público en salud y pensiones), que explican el deterioro fiscal de mediano plazo en los países desarrollados, más allá del impacto de esta crisis.

GRÁFICO 6.9
ECONOMÍAS AVANZADAS: DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO
DE LA DEUDA PÚBLICA, 2007-2014
INCREMENTO TOTAL DE LA DEUDA: 35,5 POR CIENTO DEL PIB
(cifras en porcentajes)



FUENTE: FMI.

Pero, lo cierto del caso es que, por una combinación de estos diferentes canales, el déficit fiscal ha aumentado considerablemente en muchos países y en el mundo como un todo. Como en el caso de la política monetaria, es necesario preguntarse si ese deterioro fiscal ha realmente impulsado la actividad económica. En términos técnicos, esto es equivalente a preguntarse si el multiplicador fiscal (es decir, el cambio en el producto que se da como consecuencia de un cambio exógeno en el déficit fiscal) es positivo. La respuesta, por supuesto, depende de una gran cantidad de factores. Así, el multiplicador es mayor en economías más cerradas (con menores tasas de importaciones) o con menor propensión al ahorro, o cuando la posición fiscal del país es sostenible, y puede llegar a ser negativo en países con tasas altas de deuda, en que la expansión fiscal acabará por tener efectos contractivos vía aumentos en la prima por riesgo sobre la tasa de interés.⁸ Pero, en general, la evidencia sugiere que las expansiones fiscales tienen un efecto positivo, aunque relativamente modesto, sobre la actividad económica y el efecto parece ser mayor en países industrializados que en economías emergentes, posiblemente como consecuencia del impacto real o percibido, en el caso de las últimas, sobre la sostenibilidad de la deuda y sobre las tasas de interés.⁹ Además, en términos de los componentes de la política fiscal, la evidencia indica que un aumento en el gasto público (sea para consumo o inversión) tiene un impacto mayor que una reducción en los impuestos (que puede no ser totalmente gastada por los beneficiarios).¹⁰

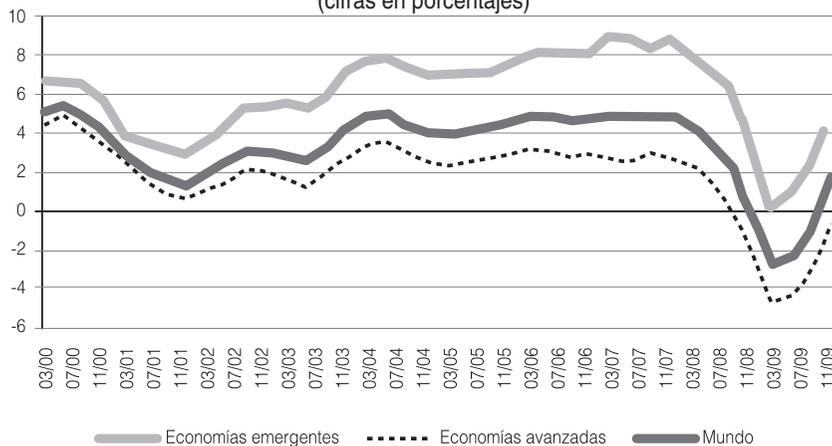
Y así, en parte como consecuencia de las políticas fiscal y monetaria, y en consonancia con el repunte en los precios de los activos, en la producción industrial y en las exportaciones, el crecimiento del PIB real se ha recuperado fuertemente a partir de inicios del 2009.

8. Para un resumen de la teoría y la evidencia empírica sobre los multiplicadores fiscales, véase Spilimbergo, Symansky y Schindler (2009).

9. Ver FMI (2008).

10. Ver Horton, Kumar y Mauro (2009).

GRÁFICO 6.10
 EL MUNDO, ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES:
 CRECIMIENTO DEL PIB REAL, 2000-2009
 VARIACIÓN INTERANUAL
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: FMI.

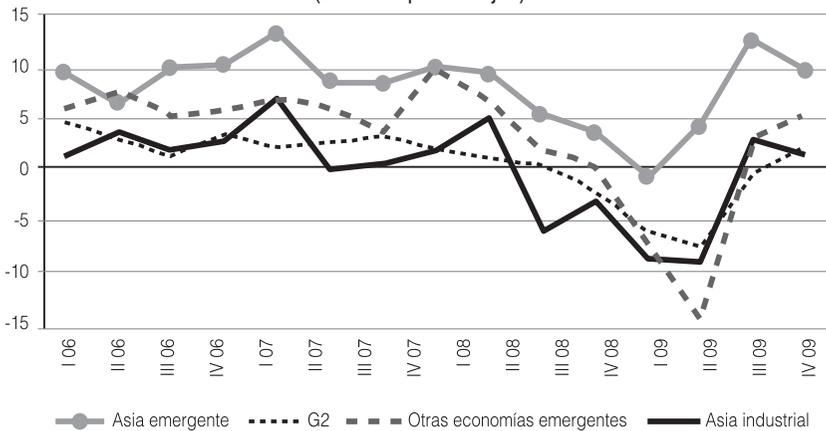
Pero hay una diferencia fundamental entre las economías avanzadas y las emergentes (gráfico 6.10). Así, el crecimiento en las economías emergentes no solo cayó menos, sino que además ha repuntado más fuertemente. Las economías avanzadas también se han recuperado, pero cayeron mucho más y han tenido un despegue más lento, especialmente en el caso de Europa Occidental; el desempeño de Estados Unidos y, en cierta medida Japón, ha sido un poco mejor.

Se proyecta que la economía mundial va a seguir creciendo a una tasa de alrededor de 4,5 por ciento en el 2010 y ligeramente menos en el 2011, con algunas diferencias importantes: Estados Unidos va a crecer más rápidamente, Europa menos, y Japón en algún punto intermedio. Por otra parte, las economías emergentes van a crecer a tasas muy altas, con China e India creciendo a tasas realmente fuertes (alrededor de los dos dígitos en el caso de China). Sin embargo, los riesgos hacia la baja han aumentado, sobre todo recientemente con la turbulencia financiera generada por la preocupación de los mercados sobre las posiciones fiscales de Grecia y otras economías europeas, así como su posible impacto sobre el sistema financiero. Esto sugiere la importancia de poner en marcha medidas de política que restablezcan la confianza en la sostenibilidad fiscal y financiera.

6.3 LA EXPERIENCIA ASIÁTICA

Una de las aristas más salientes en este proceso de recuperación ha sido el dinámico desempeño de Asia y, en particular, del Asia emergente, que ha liderado el proceso en un doble sentido: porque su recuperación empezó primero que en otras partes del mundo y porque esa recuperación ha sido más fuerte. Así, mientras el G2 (Estados Unidos y la zona del euro), el Asia industrial (Japón, Australia y Nueva Zelanda) e incluso las economías emergentes no asiáticas observaron una profunda caída de su PIB real durante la crisis, el Asia emergente como un todo apenas si tiene una pequeña caída, seguida por una recuperación más temprana (un trimestre antes) y más fuerte, que lleva a la región a alcanzar rápidamente crecimientos trimestrales de dos dígitos (gráfico 6.11).¹¹ Además, el Asia emergente es la única región en el mundo en la que el producto se ha mantenido por encima de los niveles pre crisis (mediados del 2008), mientras que en Latinoamérica se da una caída de un 10 por ciento en el PIB en relación con

GRÁFICO 6.11
 ASIA EMERGENTE E INDUSTRIAL, G2 Y OTRAS ECONOMÍAS EMERGENTES:
 CRECIMIENTO DEL PIB REAL, 2006-2009
 VARIACIÓN INTERANUAL TRIMESTRAL
 (cifras en porcentajes)



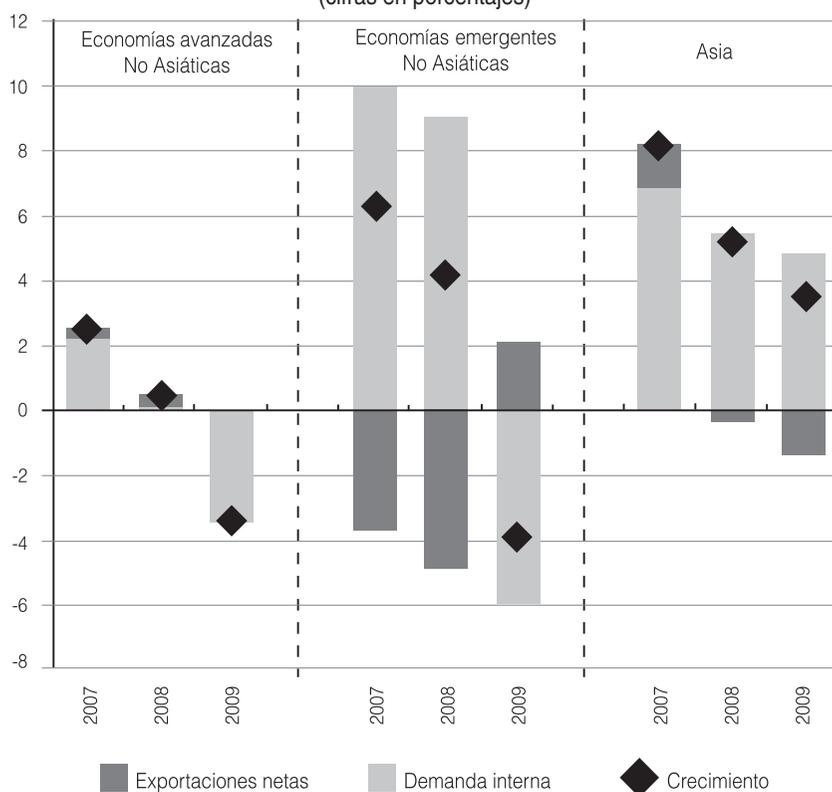
FUENTE: FMI.

11. Conviene notar que esto es un promedio de todas las economías del Asia emergente, y que ese promedio está altamente influido por lo que sucede en China, que ha mantenido tasas de crecimiento muy altas.

los niveles de la pre-crisis; por su parte, las economías europeas, del Medio Oriente y el norte de África experimentan una caída de alrededor del 20 por ciento. Por lo tanto, el desempeño promedio de la región asiática ha sido realmente sobresaliente.

¿Por qué ha sido tan diferente el desempeño de Asia y, especialmente el de los países emergentes de Asia? Hay tres razones fundamentales: la fortaleza de la demanda interna, la vigorosa recuperación del comercio mundial y el papel de China como motor de crecimiento dentro de la región.¹²

GRÁFICO 6.12
ASIA, ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES NO ASIÁTICAS:
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO, 2007-2009
VARIACIÓN INTERANUAL
(cifras en porcentajes)

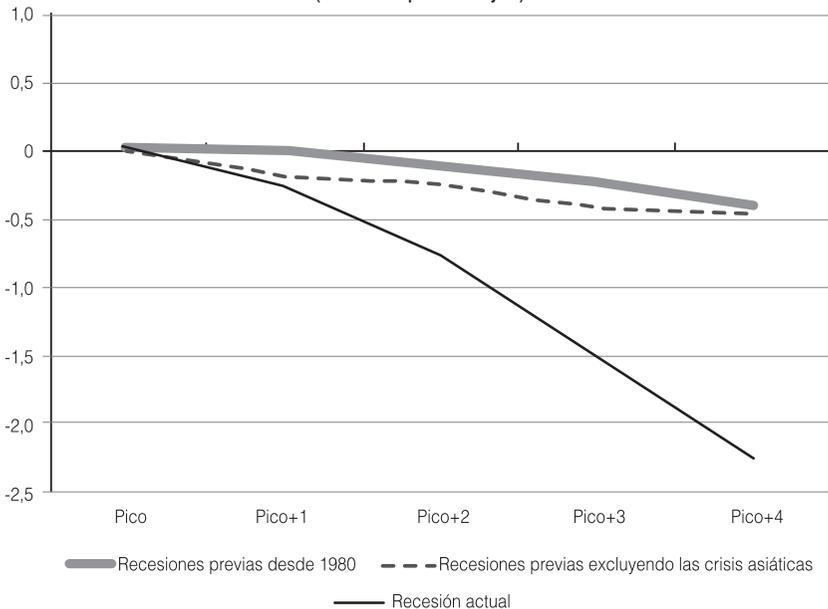


FUENTE: FMI.

12. Para un análisis detallado, véase FMI (2010c).

- La fortaleza de la demanda interna en Asia amortiguó el shock de la crisis mundial y contribuyó a una menor caída en la producción, especialmente en el caso de economías con mercados domésticos muy grandes (China, India e Indonesia). De hecho, la demanda interna en Asia sostuvo en el 2009 niveles muy similares a los experimentados en los años 2007 y 2008. En cambio, las economías no asiáticas, tanto avanzadas como emergentes, sufrieron fuertes descensos en sus niveles de demanda interna (gráfico 6.12). Pero el gráfico también muestra que la contribución de las exportaciones netas al crecimiento fue mayor en otras regiones y negativa en Asia, que fue muy afectada por el desplome en el comercio mundial de bienes manufacturados.

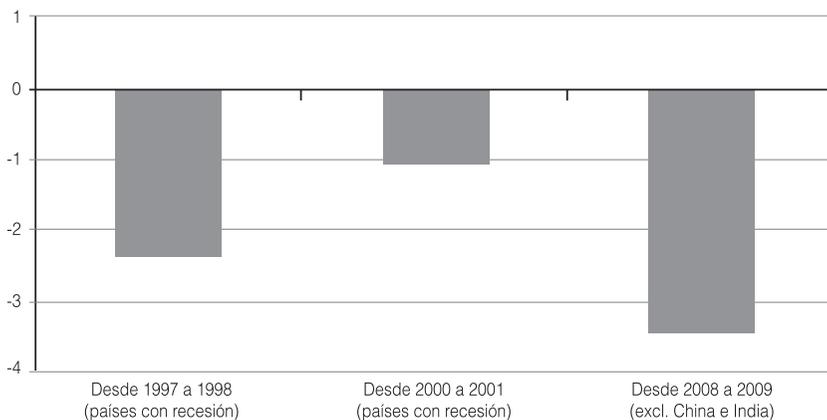
GRÁFICO 6.13
ASIA: TASAS NOMINALES DE POLÍTICA
PERÍODOS TRIMESTRALES PROMEDIO; PICO DEL CICLO = CERO
(cifras en porcentajes)



FUENTE: Cálculos del personal del FMI.

Una de las razones por las cuales la demanda doméstica ha sido tan robusta en Asia ha sido el impresionante estímulo monetario y fiscal que han puesto en marcha sus autoridades económicas. Así, la caída en las tasas de interés en la actual crisis ha sido mucho más fuerte de lo que se dio en la crisis de los años ochenta y en las recesiones anteriores (gráfico 6.13).¹³ Igualmente, los balances fiscales se han deteriorado más fuertemente en esta crisis que en las anteriores, lo cual ha provisto también una fuente de estímulo macroeconómico (gráfico 6.14). Pero es importante notar que ese impulso fiscal se ha dado en el Asia emergente desde posiciones fiscales más sólidas que las prevaecientes en las economías avanzadas (como se verá en la sección 6.4.1).

GRÁFICO 6.14
ASIA: CAMBIO EN BALANCE FISCAL EN RECESIONES SELECCIONADAS,
1997-2009
DATOS EN PROMEDIO
(cifras en porcentajes del PIB)

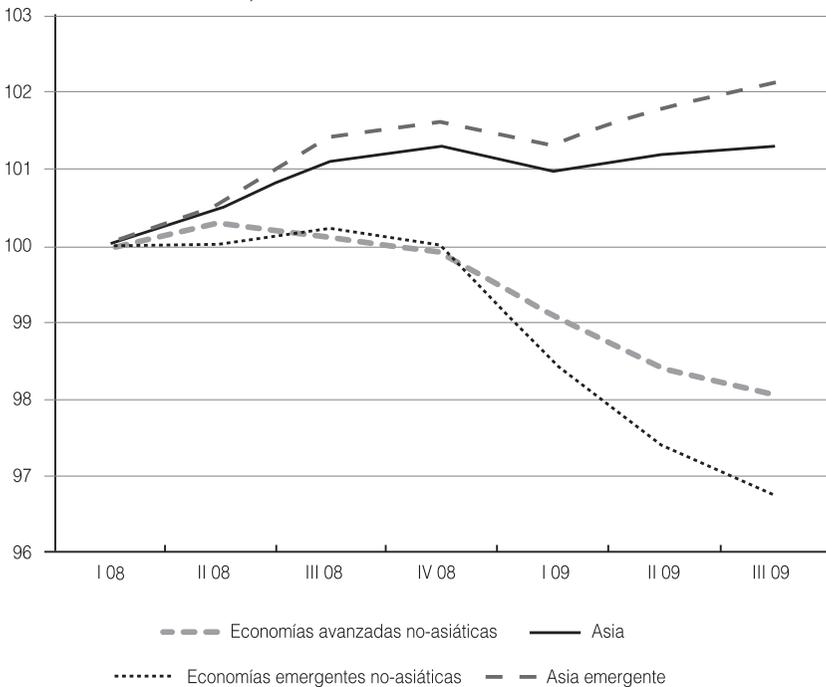


Fuente: FMI y WEO database.

13. Excluyendo la crisis asiática (1997-1998), en que la salida masiva de capitales forzó un aumento en las tasas de interés en muchas economías.

La otra parte de la historia de por qué la demanda interna se ha mantenido en Asia es que las empresas y los bancos de la región entraron a esta crisis con una posición financiera mucho más fuerte que en crisis anteriores y, también, con un mejor desempeño en relación con otras economías. En particular, los balances generales de las empresas muestran mucho menores tasas de apalancamiento que antes de la crisis asiática y antes de la crisis tecnológica de final de los noventas. En forma similar, los bancos asiáticos tienen una posición financiera mucho más fuerte, con razones de préstamos a depósitos mucho más bajas. Esta posición financiera más sólida permitió mantener los niveles de crédito y de inversión. Finalmente, el impacto de la crisis global sobre el empleo en Asia ha sido relativamente modesto (ver gráfico 6.15), lo cual ha amortiguado el impacto sobre el consumo privado.

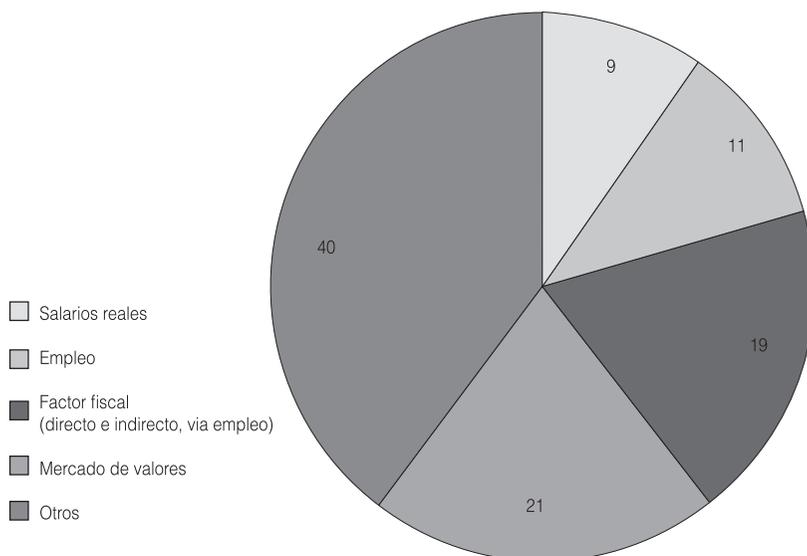
GRÁFICO 6.15
ASIA, ASIA EMERGENTE Y ECONOMÍAS NO ASIÁTICAS EMERGENTES
Y AVANZADAS: EMPLEO, 2008-2009,
ÍNDICE I 08=100, CON AJUSTE ESTACIONAL. DATOS PROMEDIO.



FUENTE: Haver Analytics, CEIC Data Company Ltd. y cálculos del personal del FMI.

En efecto, un análisis del FMI (FMI, 2010c) encontró que los principales factores que han contribuido a la recuperación del consumo privado en Asia han sido el impulso fiscal, el factor empleo, el factor salarial y los mercados de capitales (gráfico 6.16).

GRÁFICO 6.16
ASIA: CONTRIBUCIÓN A LA RECUPERACIÓN DEL CONSUMO PRIVADO DURANTE LA ACTUAL CRISIS^{1/}, DESDE EL INICIO HASTA EL TERCER TRIMESTRE DEL 2009 (cifras en porcentajes)



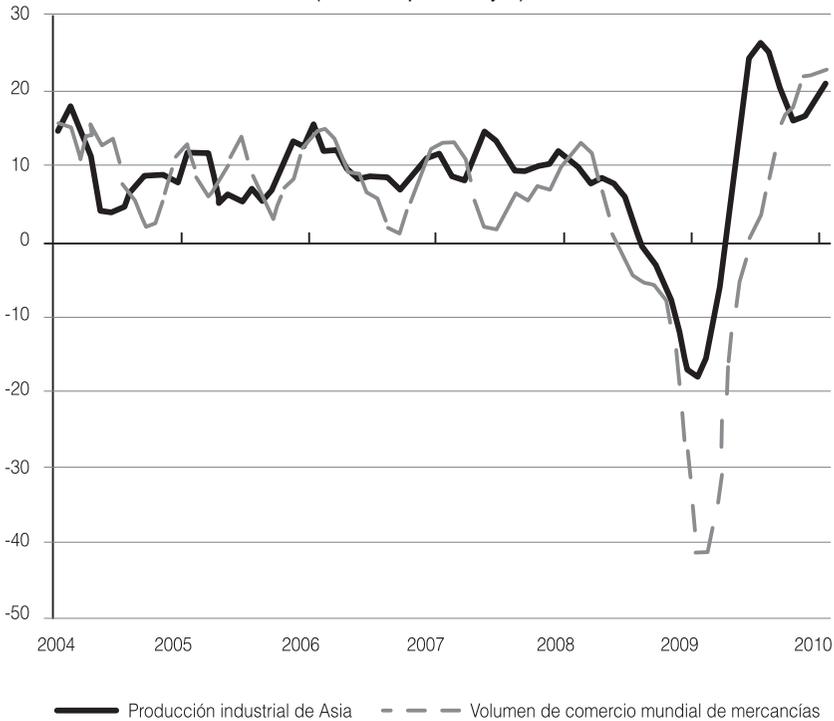
1/ Estimado utilizando una regresión de panel con datos de Hong Kong SAR, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwan POC, y Tailandia.

FUENTE: Estimaciones del personal del FMI.

- En segundo lugar, la recuperación en el comercio mundial ha sido muy vigorosa y, dado que la economía asiática tiene una fuerte vocación exportadora, sus exportaciones también se han recuperado rápidamente (gráfico 6.17).

GRÁFICO 6.17

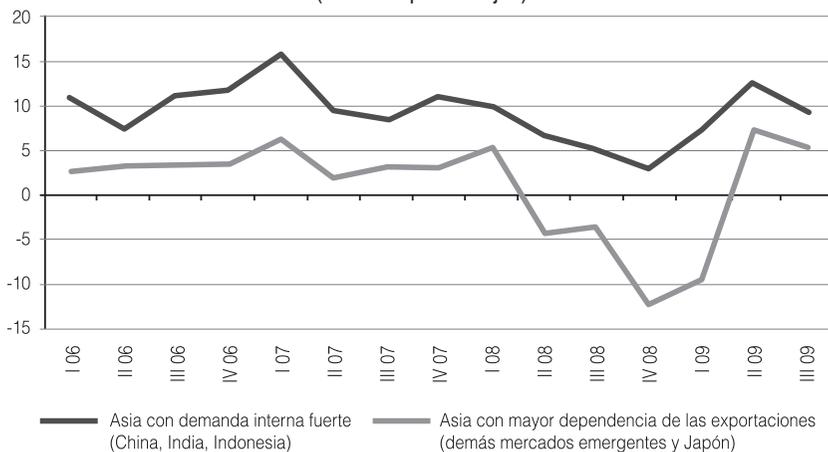
ASIA: COMERCIO MUNDIAL Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL ASIÁTICA, 2004-2010
 VARIACIONES DE LA MEDIA MÓVIL TRIMESTRAL
 SERIES DESESTACIONALIZADAS, TASA ANUALIZADA
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: CEIC database, Haver Analytics y FMI.

Sin embargo, dentro de la región asiática, el impacto de la caída del comercio mundial no fue del todo simétrico. Así, para los países que tienen un mercado interno grande (en particular China, India e Indonesia, como se indicó previamente), el impacto inmediato de la crisis fue mucho menor que para aquellos que dependen más de las exportaciones (prácticamente todos los demás). Ver gráfico 6.18.

GRÁFICO 6.18
 ASIA CON DEMANDA INTERNA FUERTE Y ASIA CON MAYOR DEPENDENCIA
 DE LAS EXPORTACIONES: CRECIMIENTO DEL PIB REAL, 2006-2009
 VARIACIÓN TRIMESTRAL. SERIES DESESTACIONALIZADAS ANUALIZADAS
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: FMI y WEO database.

Además, hay otra distinción relevante: los países exportadores de bienes básicos (*commodities*) no sufrieron una caída tan importante como la que sufrieron los exportadores de bienes manufacturados de alto valor agregado, como vehículos, electrodomésticos y electrónicos, cuya demanda se desplomó en el período más álgido de la crisis, hacia fines del 2008 (ver gráfico 6.19). Esto es, por lo demás, lo lógico y esperable: cuando las empresas y los consumidores en los Estados Unidos y Europa empezaron a sentir el impacto de la caída de los precios de los activos y de la desaceleración económica sobre su riqueza y su nivel de ingreso, dejaron de comprar bienes de consumo duradero. Y la demanda mundial por estos bienes cayó dramáticamente.¹⁴ En cambio, la demanda de bienes básicos intermedios o de consumo final se mantuvo relativamente robusta.

14. Posteriormente, la fuerte y relativamente temprana recuperación en las exportaciones asiáticas de bienes manufacturados avanzados obedeció en parte a la acumulación, en pocos meses, de inventarios de bienes electrónicos por parte de las empresas en Estados Unidos para llevarlos hasta los niveles pre-crisis (FMI, 2010c).

GRÁFICO 6.19

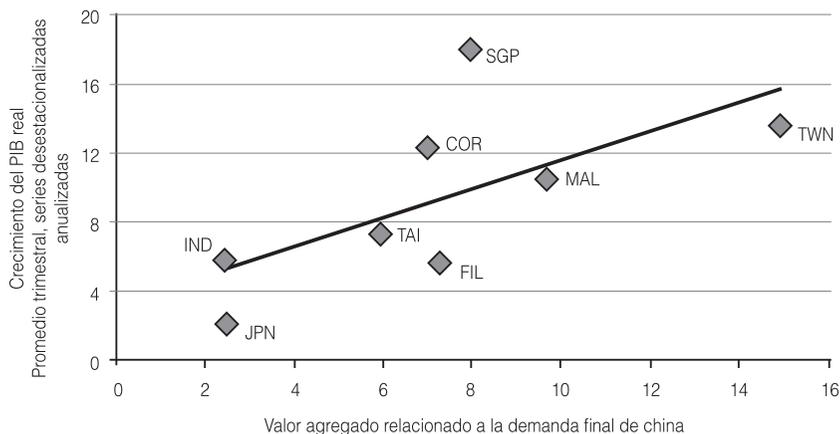
ASIA: CRECIMIENTO DEL PIB REAL POR TIPO DE EXPORTADOR, 2006-2009
 VARIACIÓN TRIMESTRAL. SERIES DESESTACIONALIZADAS ANUALIZADAS
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: FMI

- El tercer factor que explica el buen desempeño económico de Asia es el impacto intrarregional que ha tenido China. China ha operado como una especie de motor dentro de la región asiática, pues ha experimentado un crecimiento sostenido en sus importaciones de bienes de capital y de materias primas básicas de otros países de la región. De hecho, un estudio del FMI sugiere que los países con un porcentaje mayor de valor agregado asociado con la economía china y, en particular, con la demanda final de China, han tenido un crecimiento más fuerte (gráfico 6.20). Por lo que cuanto más vinculada ha estado una economía a la economía china, más fuerte ha sido su recuperación.

GRÁFICO 6.20
 ASIA: CRECIMIENTO DEL PIB REAL Y VALOR AGREGADO ASOCIADO
 A LA DEMANDA FINAL DE CHINA
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: Estimaciones del personal del FMI.

6.4 DESAFÍOS Y LECCIONES PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA DURANTE LA POSTCRISIS

El reto central de la política monetaria y fiscal en la actualidad, desde una perspectiva global, se resume, como en la guerra y en el amor (¡y también en las fiestas!), en saber cuándo retirarse. Esto es, la decisión de política de corto plazo que enfrenta a las autoridades económicas en muchos países del mundo es cuándo (y en cuánto) retirar el estímulo monetario y fiscal. Ese desafío es igualmente importante para las economías avanzadas como para las economías emergentes. Sin embargo, en su contenido específico, toma formas muy diferentes. Para las economías avanzadas:

- Que están creciendo en forma relativamente lenta (sobre todo las economías europeas);
- Cuyo crecimiento todavía depende mucho del impulso de las políticas económicas;
- Cuyos bancos todavía enfrentan problemas para financiarse y posibles pérdidas que aún no se reconocen plenamente en sus balances y que, por tanto, tienen mayor riesgo de que los problemas financieros vuelvan a generar una recesión (la temida doble caída o "W");

- Pero que, en algunos casos, presentan a la vez posibles problemas de sostenibilidad fiscal;

La conjugación de todos esos factores aconseja que el retiro del estímulo sea un poco más tardío. Sin embargo, es muy importante que se anuncie desde ahora una estrategia de consolidación fiscal para que los mercados entiendan que estos países tienen un compromiso real de restablecer la sostenibilidad fiscal a mediano y largo plazo.

Por otra parte, en el caso de las economías emergentes, sobre todo las economías emergentes en Asia, la situación es un poco la inversa:

- El crecimiento ha sido muy alto, y lo sigue siendo;
- Las brechas del producto se están cerrando de manera que puede haber presiones sobre la demanda agregada;
- Los bancos son mucho más saludables;
- Los flujos de capital han aumentado considerablemente y algunos analistas empiezan a preocuparse de que se estén formando burbujas en los precios de los activos y también una especie de sobrecalentamiento con un crecimiento excesivo del crédito;
- En estos países, en general, la deuda pública ha aumentado menos, pero el estímulo fiscal es menos necesario porque su crecimiento ha sido mucho más sano que en el caso de las economías avanzadas.

Esta combinación de factores aconseja un retiro más bien temprano del apoyo monetario y fiscal para muchos mercados emergentes.

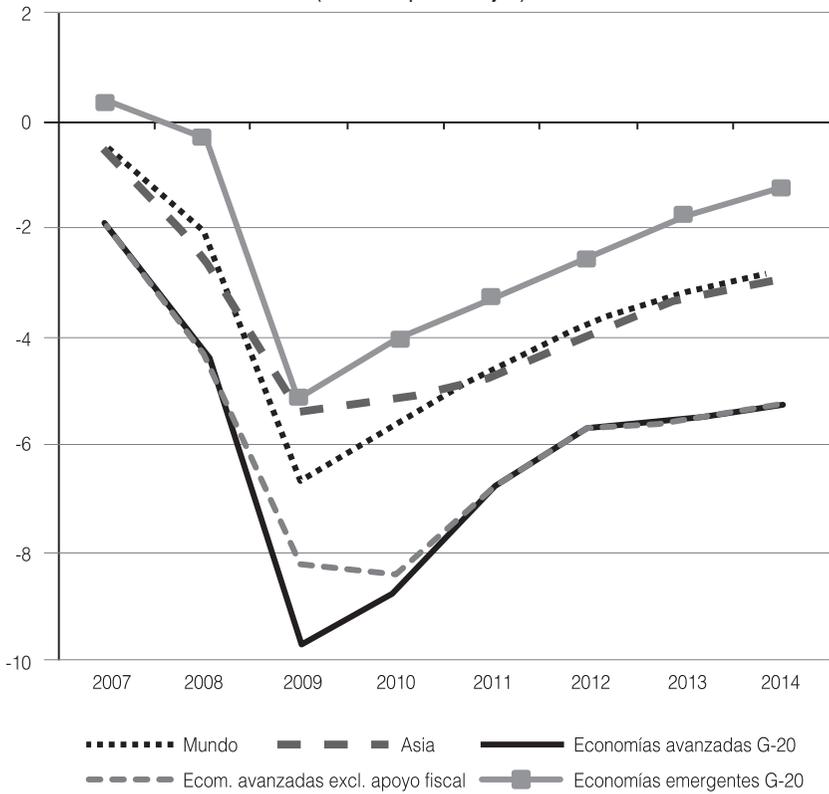
6.4.1 Política fiscal

La crisis ha ocasionado, y también motivado, un deterioro fiscal muy importante en muchas economías, pero sobre todo en las avanzadas. Como muestra el gráfico 6.21, la economía mundial como un todo experimentó una caída en el balance fiscal (promedio) de más de seis puntos porcentuales del PIB entre el 2007 y el 2009.¹⁵ Sin embargo, el descenso en el balance fiscal (aumento del déficit) en las principales economías industrializadas

15. Se trata de promedios ponderados, donde el PIB ajustado por la paridad del poder de compra se usa para las ponderaciones.

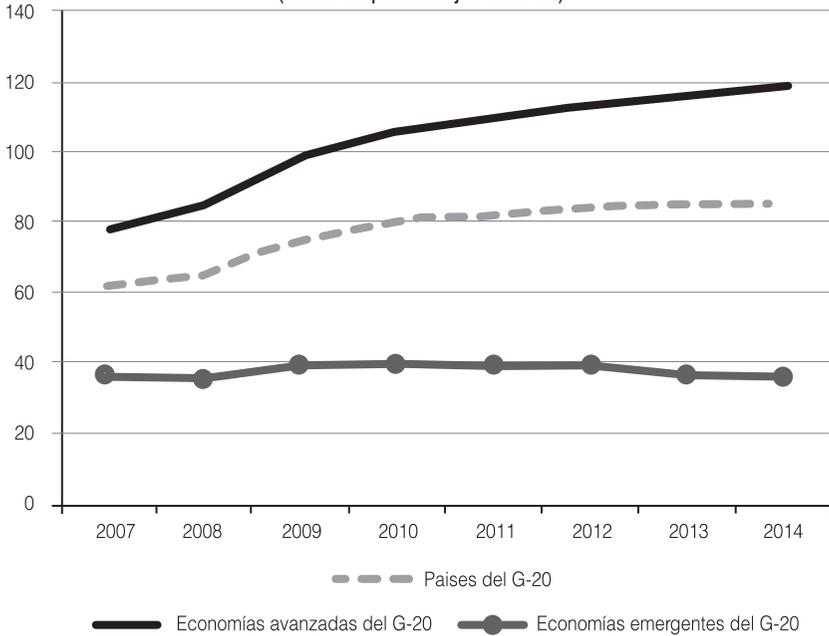
fue de ocho puntos porcentuales en ese mismo período y la situación no es mucho mejor si se excluyen las medidas de apoyo fiscal (lo cual confirma que las medidas de estímulo han contribuido apenas una pequeña parte del deterioro fiscal en esos países, como se señalaba más arriba). En cambio, el deterioro fiscal en las grandes economías emergentes ha sido mucho menor, como lo ha sido también en Asia (cuyo desempeño fiscal promedio ha sido muy bueno, con la excepción de Japón).

GRÁFICO 6.21
 MUNDO, ASIA, ECONOMÍAS AVANZADAS G20 Y ECONOMÍAS EMERGENTES
 G20: BALANCE FISCAL DEL GOBIERNO GENERAL, 2007-2014
 PROMEDIOS PONDERADOS POR EL PIB AJUSTADO POR PPC
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: FMI.

GRÁFICO 6.22
 PAÍSES DEL G-20, ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES DEL G-20:
 DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO GENERAL, 2007-2014
 PROMEDIOS PONDERADOS POR EL PIB AJUSTADO POR PPC
 (cifras en porcentajes del PIB)



FUENTE: FMI.

Como consecuencia del marcado deterioro fiscal, muchas economías en el mundo han experimentado (y se proyecta que experimenten) un aumento vertiginoso en la deuda pública. Así, por ejemplo, en los países del G-20¹⁶, se proyecta que la deuda pública bruta aumente más de 20 por ciento del PIB entre el 2007 y el 2014 (gráfico 6.22). Pero, una vez más, el desempeño actual y proyectado es muy distinto entre las economías ricas y los mercados emergentes: mientras en el subconjunto de países industrializados del G-20 la deuda pública se proyecta que aumente más de 40 puntos porcentuales del PIB¹⁷ en los años 2007-2014, en las economías emergentes la

16. Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Suráfrica, y Turquía.

17. Esta muestra es más reducida que la utilizada para el gráfico 6.9 anterior, basado en un análisis para todas las economías avanzadas, y en que se muestra un aumento de

razón deuda/PIB se proyecta que permanezca constante o baje ligeramente durante el período. Y es importante notar no sólo la magnitud del aumento en la deuda de los países ricos, sino el nivel que se proyecta alcance (120 por ciento del PIB para el 2014 y más del 200 por ciento del PIB en el caso de Japón) y su tendencia creciente. En cambio, en promedio, la deuda pública en economías emergentes grandes se mantendría por debajo del 40 por ciento del PIB.

El deterioro de las posiciones fiscales puede tener efectos negativos muy serios en el mediano plazo. Así, una situación fiscal débil:

- Puede producir presiones inflacionarias una vez que se cierren las brechas del producto (es decir, que se restablezca el pleno empleo de los recursos);
- Reduce los espacios para responder a shocks y operar una política anti-cíclica;
- Genera mayores necesidades de financiamiento, lo que aumenta la vulnerabilidad al contagio, a los shocks financieros, tanto a los caprichos de los mercados financieros como a los acreedores reales y potenciales; y
- Por sobre todo, presiona al alza las tasas de interés vía presión directa sobre los mercados financieros locales¹⁸ y aumento de la prima por riesgo.

El impacto del déficit fiscal sobre las tasas de interés no es una mera especulación de la teoría económica: es muy real. Un análisis econométrico del FMI para un panel de países industrializados y economías emergentes (1980-2008) estima que un aumento en el déficit fiscal de un 1 por ciento

35 por ciento del PIB para el mismo período 2007-2014. Esto permite concluir que las economías industrializadas más grandes del mundo observarán, en promedio, un crecimiento de su deuda mayor (superior al 40 por ciento del PIB) que en el caso de las economías avanzadas más pequeñas.

18. Esto supone que no hay "equivalencia ricardiana"; esto es, que la disminución en el ahorro público no es contrarrestada enteramente por aumentos en el ahorro privado, de manera que el ahorro nacional total cae como consecuencia del aumento en el déficit fiscal, y las tasas reales de interés aumentan. Como veremos, la evidencia sugiere concluyentemente que la equivalencia ricardiana no se da, y que los déficits fiscales conducen a aumentos en las tasas de interés.

del PIB lleva en el mediano plazo a un aumento en los rendimientos de los bonos soberanos de alrededor de 20 puntos base.¹⁹ Ciertos factores pueden aumentar considerablemente el impacto de desequilibrios fiscales sobre las tasas de interés de los bonos soberanos:

- Mayores niveles iniciales de deuda pública o de déficit;
- Un agudo deterioro, que puede tener un impacto importante sobre las percepciones de solvencia fiscal por parte de los mercados;
- Instituciones débiles, en particular, instituciones políticas y presupuestarias que dificulten la consolidación fiscal;
- Menores niveles de ahorro o acceso restringido a flujos de capital globales;
- Mayores vulnerabilidades demográficas;
- Factores globales, como una mayor incertidumbre o aversión al riesgo.

Así, para las economías emergentes, se encuentra que el efecto es mayor (unos 30 puntos base por cada aumento de 1 por ciento del PIB en el déficit, comparado con 20 puntos base para la muestra como un todo), posiblemente como consecuencia de debilidades institucionales, mayor exposición a riesgos cambiarios y mayor vulnerabilidad a reversiones en los flujos de capital. Y, cuando se combinan diferentes factores (en particular, rápidos aumentos del déficit fiscal en países con posiciones fiscales ya débiles), el impacto total puede ser altamente no lineal, por ejemplo de hasta 270 puntos base para un aumento del déficit de 5 por ciento del PIB.²⁰

El reciente caso de Grecia ilustra claramente la relación directa y positiva entre aumentos significativos en el déficit fiscal (o la deuda pública) y las

19. Ver FMI (2009d). Otros estudios han encontrado resultados similares; por ejemplo Ardagna, Caselli y Lane (2007), Laubach (2009), y Haugh, Olivaud y Turner (2009).

20. FMI (2009d). Existe también evidencia de que la composición de la deuda puede afectar la clasificación de deuda soberana (que a su vez tiene un impacto sobre los rendimientos de los bonos soberanos): el impacto negativo de un aumento en la deuda sobre la clasificación de la deuda soberana es menor si la deuda es mayoritariamente doméstica, lo cual a su vez puede derivarse de la percepción de que los gobiernos están más dispuestos a cumplir sus compromisos con tenedores domésticos de deuda que con extranjeros, y tienen también mayor capacidad de hacerlo, por ejemplo si el riesgo cambiario es más bajo (FMI, 2010c).

tasas de interés de los bonos soberanos. La preocupación de los mercados sobre la capacidad de Grecia para financiar su creciente déficit, en particular, para poder financiar los grandes pagos de deuda que debía enfrentar en mayo, hizo que se dispararan los rendimientos de sus bonos soberanos en marzo y abril del 2010, hasta alcanzar un diferencial de más de 800 puntos base con los bonos soberanos alemanes.

Por su parte, las mayores tasas de interés que resultan de la expansión fiscal, combinadas con el aumento consecuente en la deuda, hacen aumentar el gasto público en intereses y reducen así el espacio fiscal para el gasto público prioritario (salud, educación, infraestructura), lo que puede tener efectos negativos sobre el crecimiento de largo plazo.²¹ Además, las mayores tasas de interés tienen un impacto negativo sobre el crecimiento económico por una segunda vía, pues afectan el crédito al sector privado y la inversión (estrujamiento del sector privado o *crowding out*). Así, Kumar y Woo (2010) encuentran para un panel de países avanzados y mercados emergentes en el período 1970-2007, que existe una relación inversa entre los niveles iniciales de deuda y el crecimiento económico, controlando otros determinantes del crecimiento: en promedio, un aumento de 10 por ciento en la razón deuda inicial/PIB conduce a una reducción en el crecimiento real per cápita de 0,2 puntos porcentuales por año. Además, el efecto es no lineal: mayores niveles iniciales de deuda tienen un efecto negativo proporcionalmente mayor sobre el crecimiento subsecuente. Y el canal de transmisión parece ser una caída en la productividad laboral ocasionada, precisamente por una reducción en la inversión.²²

21. Así, se estima que un aumento sostenido de la deuda de 20 por ciento del PIB podría aumentar los gastos por intereses en alrededor de 1,6 por ciento del PIB para los países avanzados del G-20 (FMI, 2009d).

22. Ver también Reinhart y Rogoff (2010), que encuentran también una relación negativa entre la deuda pública y el crecimiento a partir de umbrales de deuda de 90 por ciento del PIB o más. Su estudio se basa en series históricas largas (alrededor de 200 años), pero usa solamente correlaciones, de modo que no controla por otros determinantes del crecimiento ni por la posibilidad de causalidad inversa (un menor crecimiento hace aumentar la tasa de deuda). El impacto negativo de la expansión fiscal sobre el crecimiento de largo plazo es también confirmado por ejercicios de simulación basados en modelos de equilibrio general dinámicos estocásticos para la economía global. Ver, por ejemplo, Freedman *et al.* (2009) o Clinton *et al.* (2010).

Por lo tanto, es de suma importancia que los países que enfrentan agudos desequilibrios fiscales planteen una estrategia de consolidación. En el caso de los países avanzados, la magnitud del problema fiscal ha rebasado los récords históricos en tiempos de paz: la deuda pública de los países del G-7 tiene hoy los niveles que tenía al terminar la Segunda Guerra Mundial.²³ Y las presiones demográficas corren hoy en su contra. En consecuencia, esas economías van a requerir un gran ajuste fiscal para poder mejorar su sostenibilidad. Así, simplemente para contener el problema y mantener la razón deuda pública/PIB en sus niveles actuales (115 por ciento del PIB en promedio), los países industriales del G20 requerirían un ajuste acumulado de 4,5 por ciento del PIB en su balance fiscal estructural en los años 2011-2020 (pero mantener la deuda a esos niveles podría reducir el crecimiento anual en hasta 0,5 por ciento), FMI, 2010b. Y, para reducir las tasas de deuda a un 60 por ciento del PIB para el 2030, requerirían que sus balances primarios estructurales mejoren 8 puntos porcentuales del PIB en promedio entre el 2011 y el 2020, y después se mantengan constantes. El desafío que enfrentan esos países es enorme.

Y ese desafío se extiende a la dimensión temporal: ¿cuándo debería iniciarse el ajuste? ¿Deberían las autoridades económicas preocuparse por consolidar sus posiciones fiscales en forma inmediata, o debería su atención concentrarse únicamente en el estímulo de corto plazo? El impacto del déficit fiscal sobre las tasas de interés se da, en parte, a través del mecanismo de las expectativas. Así, si los agentes económicos esperan que el deterioro fiscal sea sostenido, el estímulo de corto plazo que resulta de la expansión fiscal se reduce o se torna negativo, como veíamos más arriba. Esto sugiere que, para los países que requieren estímulo fiscal en el corto plazo pero cuyas posiciones fiscales no son sostenibles en el mediano plazo, es imperativo que la expansión fiscal sea acompañada por una estrategia clara, factible y creíble sobre cómo se va a reducir el déficit fiscal en el mediano plazo. La consolidación no se da inmediatamente; solamente se anuncia. Para otros países cuyas políticas no gocen de credibilidad, el ajuste debería iniciar antes con medidas firmes y claras, aunque surtan efecto en el futuro, como una forma de enviar señales a los mercados sobre el compromiso de las autoridades económicas con la sostenibilidad fiscal.

23. Ver FMI (2010b).

¿Y, cómo debe hacerse el ajuste? Una parte va a ocurrir automáticamente, conforme se restablezca el crecimiento económico y expiren las medidas temporales de estímulo (como créditos fiscales, por ejemplo). Además, podrían requerirse medidas tributarias, preferiblemente que amplíen las bases y corrijan externalidades (por ejemplo, imponiendo impuestos al carbono). Por el lado del gasto, es necesario estabilizar los gastos en salud y pensiones mediante reformas estructurales e intentar, de ese modo, congelar el gasto real primario per cápita.

Finalmente, ¿cuáles son las lecciones de mediano plazo para la política fiscal? Hay tres lecciones importantes que se extraen de la crisis reciente:

- La primera es la importancia de construir “espacios fiscales”. En algunos países, la posibilidad de poner en marcha un estímulo fiscal y ejercer una política fiscal anti-cíclica se ha visto comprometida por la débil posición con que se llegó a la crisis. Si la posición fiscal al inicio de la crisis es débil, no se puede expandir mucho más el déficit fiscal porque los mercados no van a dar el financiamiento o van a cobrar altos rendimientos para cubrirse del riesgo. Algunos mecanismos institucionales, como el establecimiento de marcos presupuestarios de mediano plazo, el control fiscal, las leyes de responsabilidad fiscal y reglas o metas fiscales, pueden ayudar en ese sentido.
- La segunda lección tiene que ver con la importancia de fortalecer los estabilizadores automáticos. Esto comprende los estabilizadores automáticos implícitos (como la mayoría de los impuestos, en particular los progresivos, y por el lado del gasto las transferencias), y también mecanismos directa y explícitamente ligados al ciclo económico, como créditos tributarios y transferencias temporales.
- La crisis también ha ilustrado con claridad que la deducibilidad de los gastos por intereses para efectos del impuesto sobre la renta ha introducido un sesgo muy fuerte en favor del financiamiento por medio de deuda y ha contribuido al excesivo apalancamiento tanto de los hogares como de las empresas en muchos países. Este subsidio impositivo introduce una distorsión con potenciales riesgos sistémicos y debería revisarse.

6.4.2 Política monetaria

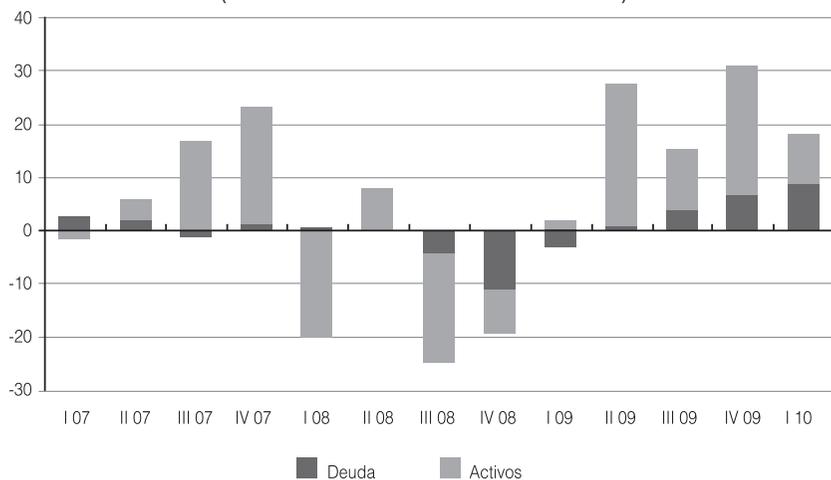
Los bancos centrales deberán empezar a remover el estímulo monetario en algún momento, pero el desafío principal será decidir el momento y la magnitud de la contracción monetaria. El objetivo central debe ser mantener la estabilidad de precios, pero, en los casos en que la estabilidad financiera continúe siendo frágil, los bancos centrales deberán mantener las políticas de apoyo al sector financiero.

En el caso de las economías grandes avanzadas, donde las expectativas inflacionarias son bajas, los bancos centrales podrán mantener bajas las tasas de interés por algún tiempo. La comunicación al público debe ser muy clara, sobre todo cuando la provisión de liquidez a los mercados y la política de tasas de interés deban operar en direcciones opuestas. En muchos casos, las operaciones de crédito y las facilidades de liquidez otorgadas durante la crisis eran temporales (por ejemplo, en los Estados Unidos) e irán, entonces, expirando automáticamente con el tiempo. Y el acceso a los instrumentos de liquidez puede restringirse gradualmente. La reversión de las compras de activos, tanto bonos soberanos como activos del sector privado, deberá hacerse gradualmente y con cuidado, para no afectar demasiado la curva de rendimientos de esos activos y minar la recuperación de los mercados.

En el caso de las economías que están experimentando una recuperación más temprana y vigorosa, típicamente las economías emergentes (especialmente las asiáticas) y algunas economías avanzadas (como Australia), la política monetaria deberá empezar a contraerse más rápido y, posiblemente, antes que la política fiscal, si ello resultara necesario para contener las expectativas de precios y posibles brotes inflacionarios.

Un desafío importante que están enfrentando algunas economías emergentes es el regreso de los flujos de capital, después de la caída fuerte que sufrieron en el año 2008 e inicios del 2009 (gráfico 6.23).

GRÁFICO 6.23
PAÍSES EMERGENTES: FLUJOS NETOS A FONDOS DEDICADOS, 2007-2009
(cifras en miles de millones de US dólares)



FUENTE: EPFR Global.

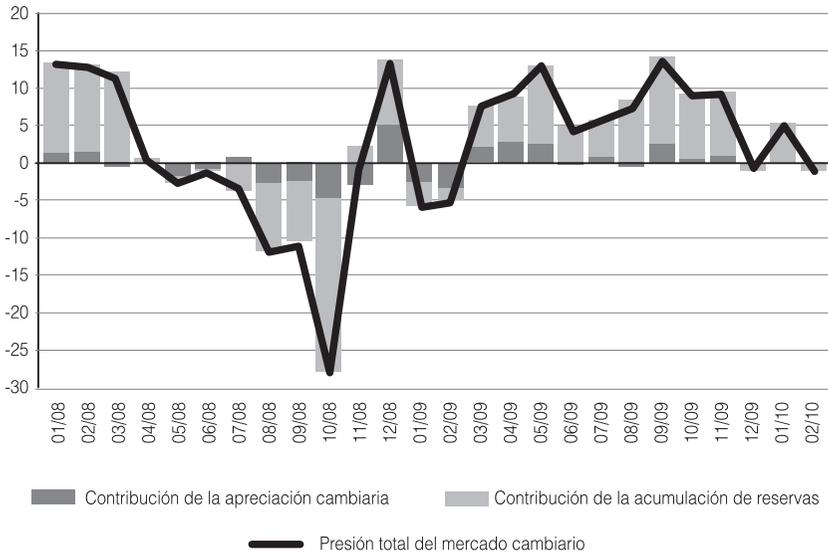
El retorno del capital extranjero a los mercados emergentes es la consecuencia de una combinación de factores:

- Factores de empuje desde las economías avanzadas, en particular: a) las bajas tasas de interés prevalecientes en ellas; y b) el hecho de que los inversionistas de las economías industrializadas han recuperado el apetito por el riesgo (aunque éste ha disminuido un poco en meses recientes con el nuevo repunte en la turbulencia financiera); y
- Factores de atracción, en particular: a) las mejores perspectivas de crecimiento en los mercados emergentes, en comparación con los países avanzados; y b) las expectativas de una apreciación cambiaria, que estimula flujos especulativos.

El aumento en los flujos de capital está ya empezando a generar presiones cambiarias y acumulación de reservas en los mercados emergentes (aunque el nuevo episodio de turbulencia financiera desde abril del 2010 ha generado mayor incertidumbre sobre la magnitud de los flujos futuros de capital a mercados emergentes). El gráfico 6.24 ilustra esto para el Asia emergente.

GRÁFICO 6.24

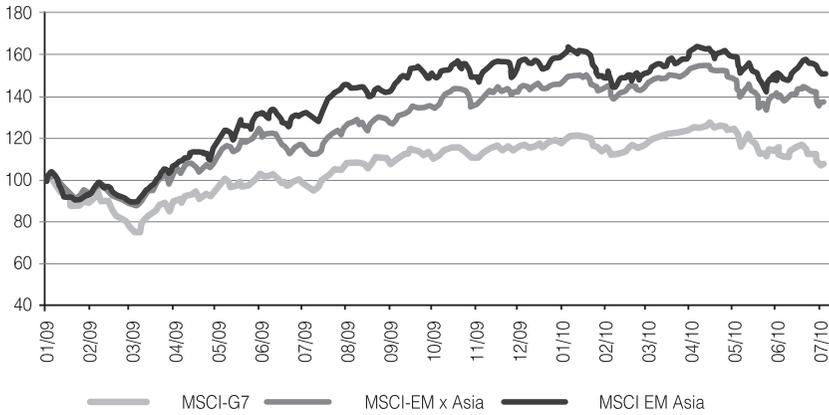
ASIA EMERGENTE (EXCL. CHINA): ÍNDICE DE PRESIÓN CAMBIARIA, 2008-2010



FUENTE: FMI.

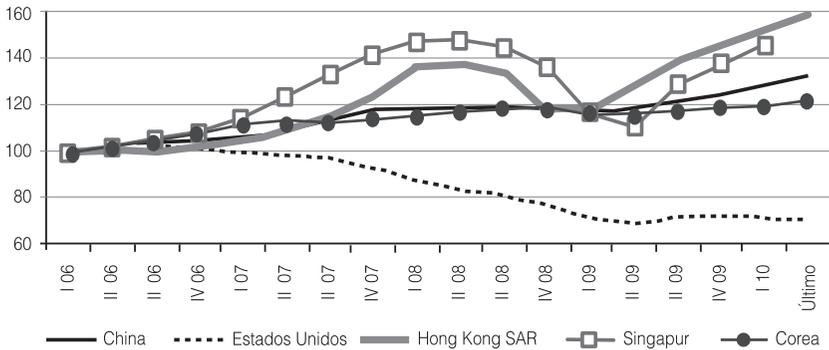
Una frecuente preocupación en los mercados emergentes es que flujos temporales de capital generen una fuerte apreciación cambiaria que distorsione temporalmente la asignación de recursos y perjudique la competitividad del sector de bienes comercializables, con un alto costo para el crecimiento. Además, el impacto monetario de los flujos de capital y la acumulación de reservas podría generar excesos de liquidez, un boom en el crédito, sobrecalentamiento y burbujas en los precios de los activos. En efecto, los precios de las acciones y las propiedades han mantenido una tendencia creciente o al menos se han recuperado fuertemente en algunos países asiáticos, sobre todo en comparación con las economías avanzadas (gráfico 6.25 y 6.26). Finalmente, los flujos de capital pueden generar serios descalces cambiarios en los sistemas financieros y el sector privado. Y los riesgos implícitos (caída abrupta en los precios de activos y el crédito, mora bancaria como consecuencia de una depreciación aguda) podrían materializarse rápidamente si los flujos de capital se revierten, como ocurre con frecuencia.

GRÁFICO 6.25
ASIA: ÍNDICES ACCIONARIOS, ENERO 2009 = 100, 2009-2010



FUENTE: Datastream.

GRÁFICO 6.26
ASIA: ÍNDICES DE PRECIOS DE LAS PROPIEDADES, I 06=100, 2006-2010



FUENTE: CEIC Data Company y Haver Analytics.

¿Qué deberían hacer los países frente a flujos masivos y sostenidos de capital? La lección que se extrae de la crisis financiera global es que no hay realmente recetas universales. El enfoque debe ir más allá de una simple respuesta de política monetaria e involucrar una combinación de medidas cambiarias, regulatorias, fiscales y administrativas, según las circunstancias:

- En primer lugar, el país anfitrión podría permitir cierta flexibilidad cambiaria para que se dé una apreciación nominal, especialmente si

se estima que el tipo de cambio real está subvaluado (como en el caso de China).

- Además, las autoridades monetarias pueden también intentar controlar el impacto doméstico de los flujos de capital mediante la intervención esterilizada en los mercados cambiarios y la consiguiente acumulación de reservas, sobre todo en el caso de que el tipo de cambio real del país no esté subvaluado y el nivel de reservas se considere insuficiente. Pero la intervención esterilizada tiene un alto costo (medido por el diferencial entre las tasas de rendimiento sobre las reservas internacionales y las tasas de interés sobre los bonos domésticos) y puede conducir a aumentos en las tasas de interés, que atraerían aún más flujos de capital.
- En este sentido, un instrumento de política monetaria que tiende a ser más efectivo que las tasas de interés para lidiar con flujos de capital son los requerimientos de liquidez (encajes).
- Se puede responder también con regulaciones macro-prudenciales; por ejemplo, reducir las razones de monto del préstamo al valor del activo de garantía, reducir las razones de deuda-ingreso, o imponer requerimientos de activos líquidos extranjeros a los bancos. Actualmente está surgiendo una especie de consenso en la profesión de que ésta es una de las formas más efectivas de responder ante flujos sostenidos de capital.
- Además, los países pueden responder con una contracción fiscal, de ser necesario, sobre todo si la economía está operando a su nivel potencial.
- Finalmente, y como una medida excepcional, los países podrían considerar imponer controles de capital, particularmente cuando el tipo de cambio no esté subvaluado, el nivel de reservas sea suficiente, haya pleno empleo y los flujos sean o se perciban como temporales.²⁴ Pero los controles deberían ser complementados por medidas macroprudenciales y, si es posible, una contracción fiscal.

24. Para un análisis comprensivo sobre el uso de controles de capital como medida para responder a los flujos de capital, véase Ostry *et al.* (2010). Una pregunta esencial es si los controles de capital son efectivos. Los autores encuentran que la evidencia sobre esto no es concluyente en uno u otro sentido.

La crisis arroja algunas lecciones de política monetaria para el mediano plazo. La primera es que el objetivo central de la política monetaria, o más específicamente, de la tasa de política monetaria, debe seguir siendo la de mantener la estabilidad en el nivel general de precios (e, implícita o secundariamente, estabilizar el producto).²⁵ La pregunta clave aquí es si la política monetaria debe responder mediante incrementos en la tasa de interés ante booms en el crédito o en los precios de los activos, aún si la inflación de corto y mediano plazo se perfila estable (como ocurrió en los años anteriores a la crisis).²⁶ La respuesta no es sencilla. En principio, bajo ciertas condiciones, y cuando los booms puedan desencadenar efectos sistémicos, podría haber beneficios para la estabilidad de los precios generales y del producto si la política monetaria opone cierta resistencia a los booms²⁷. Sin embargo, varios argumentos apuntan en contra. En primer lugar, la tasa de política monetaria es un instrumento demasiado brusco para lidiar con problemas de apalancamiento excesivo o burbujas en precios de los activos, pues afecta la actividad económica en general y podría conseguir estallar la burbuja a costa de una caída innecesaria en el producto. Además, los rendimientos percibidos en las burbujas especulativas son tan altos que incrementos moderados en las tasas de interés serían muchas veces incapaces de contrarrestarlos. Finalmente, en una economía abierta, la efectividad

25. Se estima que mientras los bancos centrales apunten a una inflación estable y baja, están contribuyendo también a estabilizar el producto. Además, si los precios son estables, la política monetaria tendrá espacio para reaccionar a variaciones de corto plazo en la actividad económica.

26. Una posible forma de lograrlo es incluyendo explícitamente los precios de los activos en la medida de inflación que se usa como parámetro para la política monetaria. Pero, como argumentan Blanchard, Dell'Ariccia y Mauro (2010), no hay un índice de inflación perfecto que logre estabilizar los precios, el producto y mantener la estabilidad macro-financiera.

27. Para que un boom en los precios de los activos tenga efectos sistémicos normalmente deben presentarse los siguientes factores: a) una alta proporción de tenedores de esos activos en la población; b) un alto nivel de apalancamiento en el financiamiento del boom; y c) una significativa participación del sistema bancario en el boom. Así, por ejemplo, en la burbuja "dot.com", el nivel de exposición era relativamente bajo y los bancos y el crédito jugaron un papel marginal en su financiamiento. Por ello, sus efectos fueron mucho menores. Lo contrario ocurrió en esta crisis, y en otras similares centradas en financiamiento bancario (como en las burbujas en los precios de las viviendas en los países escandinavos, Japón y el Reino Unido a inicios de los 1990), que desencadenaron efectos sistémicos y una mayor caída en el producto. Ver FMI (2009a).

de la política monetaria se ve reducida. Así, un incremento en las tasas de interés puede atraer flujos de capital que alimenten el boom y estimular el endeudamiento en moneda extranjera, con lo cual los riesgos aumentan en lugar de disminuir.²⁸

La segunda lección de la crisis en esta materia es precisamente que, para lidiar con problemas de estabilidad financiera, apalancamiento excesivo y booms en precios de activos, es mejor utilizar instrumentos macro-prudenciales (la siguiente sección retoma este punto). Esto no quiere decir, sin embargo, que la política monetaria no deba monitorear ni tomar en cuenta los vínculos macro-financieros y la acumulación de riesgos financieros, aún desde la perspectiva estricta de resguardar la estabilidad de los precios y el producto.

Un corolario de estas observaciones es que los principios básicos en los que se ha asentado la política monetaria en las últimas dos décadas no han sido cuestionados por la crisis. Entre ellos, que la inflación tiene costos importantes, que en el largo plazo no existe una tensión entre la inflación y el crecimiento, y que la efectividad de la política monetaria se ve fortalecida por un banco central independiente, responsable y con credibilidad.

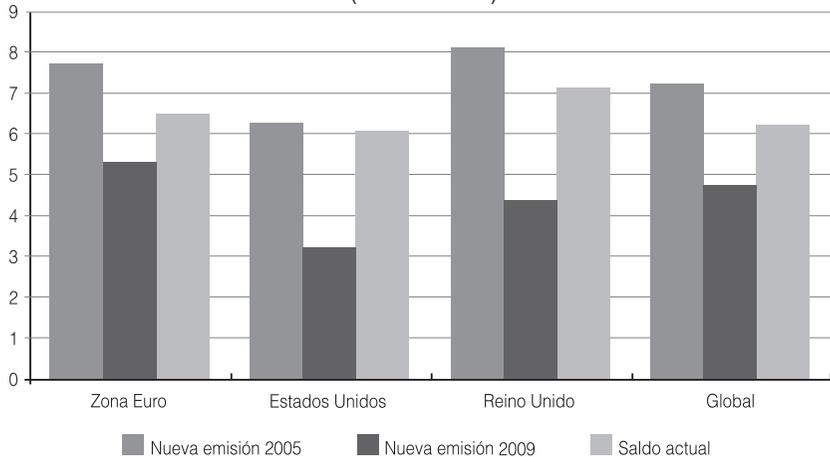
6.4.3 Sistema financiero: política regulatoria y provisión de liquidez

En el corto plazo, la prioridad de las autoridades económicas en relación con el sector financiero debe ser fortalecer la salud de los bancos y de los mercados financieros, y restablecer la confianza en ellos. Después de una recuperación sostenida desde el colapso de *Lehman Brothers*, la estabilidad financiera mundial ha vuelto a sufrir en los últimos meses como consecuencia de los eventos en la zona del euro: los volúmenes de crédito interbancario han vuelto a caer, la volatilidad en los activos financieros se ha disparado nuevamente y los inversionistas han vuelto a perder el apetito por el riesgo. Más aún, los bancos siguen teniendo problemas para financiarse a mediano y largo plazo (el plazo promedio de las nuevas emisiones se ha reducido a casi la mitad) y enfrentan necesidades considerables de refinanciamiento por los siguientes dos o tres años, como muestran los gráficos 6.27 y 6.28.

28. Ver FMI (2009a).

Además, siguen enfrentando necesidades considerables de capitalización para poder absorber la totalidad de las pérdidas de sus activos en mora o en riesgo.²⁹

GRÁFICO 6.27
PRINCIPALES SISTEMAS BANCARIOS EN EL MUNDO:
PLAZO PROMEDIO DEL FINANCIAMIENTO BANCARIO AL POR MAYOR
(cifras en años)



FUENTE: Moody's Investor Services.

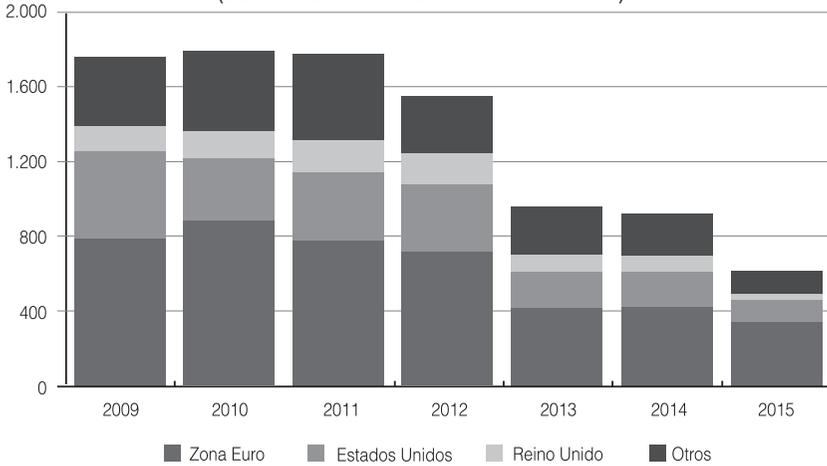
Es imprescindible restituir la salud de los mercados financieros para que vuelvan a desempeñar plenamente su función de intermediación, que es un factor clave para la recuperación económica.

Pero, más allá de la necesidad de brindar apoyo al sector financiero en el corto plazo, la crisis ha generado una serie de lecciones importantes sobre la política regulatoria y la provisión de liquidez. La crisis, al fin y al cabo, se originó fundamentalmente por una falla en la regulación financiera. Aquí se analizarán algunos puntos fundamentales sobre las lecciones y las reformas necesarias.³⁰

29. Ver FMI (2010d).

30. Para un tratamiento comprensivo del tema, véase Claessens *et al.* (2010) o FMI (2010e).

GRÁFICO 6.28
 PRINCIPALES SISTEMAS BANCARIOS EN EL MUNDO:
 NECESIDADES DE REFINANCIAMIENTO DE DEUDA DE LOS BANCOS,
 POR VENCIMIENTOS, 2009-2015
 (cifras en miles de millones de US dólares)



FUENTE: Dealogic.

La primera lección fundamental es que la preservación de la estabilidad macrofinanciera debe ser responsabilidad de la política regulatoria y conseguirse mediante herramientas dirigidas a mitigar la acumulación de riesgos sistémicos y, en particular, a reducir la prociclicidad de los desequilibrios financieros. Por ejemplo:

- Para reducir el apalancamiento, se pueden imponer mayores requerimientos permanentes de capital y, paralelamente, requerimientos adicionales que respondan temporalmente al ciclo (es decir, mayores durante los booms), así como un mayor aprovisionamiento de pérdidas esperadas (aprovisionamiento dinámico).
- Para reducir los riesgos de liquidez, se pueden imponer requerimientos de liquidez y orientarlos en particular a desestimular el financiamiento bancario al por mayor (que es más volátil que el financiamiento mediante depósitos).
- Para reducir los riesgos de crédito asociados con los booms en los precios de los activos, se pueden mejorar las políticas sobre garantías, como introducir o reducir los límites a la razón préstamo/valor (que podría ayudar a frenar un boom en los precios de las viviendas), o

requerimientos de margen (para ayudar a mitigar burbujas accionarias), sea en forma permanente o como respuesta al ciclo económico.

Estas políticas pueden ayudar a preservar la estabilidad financiera y macroeconómica, reduciendo la acumulación de riesgos y apalancamiento, así como estimulando la generación de colchones financieros que pueden ser utilizados en tiempos de crisis. Pero poner en práctica un enfoque de regulación macroprudencial requiere introducir una dimensión macroeconómica en los marcos regulatorios tradicionales, típicamente enfocados a la supervisión de instituciones individualmente consideradas. Así, las medidas macroprudenciales deberían ser revisadas y actualizadas regularmente, como se hace en el caso de la política monetaria. Y, en los casos en que los bancos centrales no sean también los reguladores, se requerirá de una coordinación estrecha entre ambas instituciones, pues los bancos centrales disponen de mejor información macroeconómica. Esto debe complementarse con mayor y mejor coordinación a nivel internacional.

La crisis también ha mostrado la importancia de fortalecer la regulación en otros aspectos. En particular, debe ampliarse el perímetro regulatorio para incluir todas las actividades financieras que puedan tener riesgos sistémicos. Además, los requerimientos de capital, liquidez y manejo del riesgo deben reflejar no sólo el nivel de riesgo de la institución individualmente considerada, sino su capacidad para contribuir al riesgo sistémico.

Finalmente, los bancos centrales deben contar con mecanismos más ágiles de provisión de liquidez al sistema financiero. La crisis forzó a los bancos centrales a extender la magnitud y el alcance de los instrumentos tradicionales de provisión de liquidez y a acudir a mecanismos no convencionales. Estas herramientas han mostrado ser útiles y deben consolidarse. Así, los bancos centrales deben extender el acceso a los instrumentos de liquidez a instituciones financieras no bancarias y ampliar los instrumentos aceptables como garantía. Para reducir el riesgo moral, podrían cobrar primas de seguro y aplicar descuentos prudenciales.

6.5 CONSIDERACIONES FINALES

La crisis reciente ha dejado en claro los estrechos vínculos económicos y financieros que atan a los países en la economía del siglo XXI. El alto grado de integración financiera en la economía mundial ha traído grandes beneficios para el crecimiento, la inversión, el acceso al crédito y la diversificación del riesgo. Pero, como la reciente crisis ha ilustrado, puede también comportar riesgos muy serios, con severas consecuencias para la actividad económica y el bienestar general.

Los mercados financieros tienden a exacerbar los aspectos intrínsecamente procíclicos de la economía y a generar peligrosos desequilibrios: cuando corren buenos tiempos, se apalancan agresivamente para expandir generosamente su portafolio de activos e incurren en altos riesgos (de crédito, liquidez y mercado). Cuando se acaba la fiesta, aprietan con fuerza el acelerador y achican sus balances generales, contribuyendo así a descensos vertiginosos en los precios de los activos reales y financieros.

Esta combinación de factores –el alto grado de integración financiera de la economía mundial, el impacto sistémico de los mercados financieros y sus tendencias procíclicas– hace imprescindible fortalecer la regulación financiera a nivel nacional e internacional. En particular, es preciso desplegar herramientas que reduzcan la prociclicidad de los mercados financieros. Además, el marco regulatorio debe reformarse para buscar un mejor balance entre estabilidad e innovación. Tal vez en las dos décadas anteriores se dio un énfasis excesivo en la innovación y el dinamismo y no se premió tanto la regulación. Pero es también preciso reconocer que la tensión entre ambos objetivos es casi inevitable: una mayor regulación invitará a la creación de nuevos instrumentos que queden fuera del perímetro regulatorio.

Por otra parte, la crisis ha servido para recordar la importancia de contar con políticas macroeconómicas anticíclicas. Hoy, (casi) todos somos keynesianos, al menos un poco. Ante el gran impacto de la crisis financiera mundial, la acción firme y decidida de las autoridades fiscales y monetarias de muchos países para estimular la economía y estabilizar a los sistemas financieros, en muchos casos mediante medidas innovadoras y poco convencionales, parece haber prevenido lo que pudo haber sido una profunda depresión.

Sin embargo, la capacidad de adoptar exitosa y efectivamente políticas económicas anticíclicas no es un derecho divino de las naciones: debe ser ganada en la fragua de la disciplina fiscal y monetaria cuando soplan vientos favorables. Esa capacidad depende de dos factores esenciales. En primer lugar, la creación de espacios, especialmente en materia fiscal, lo que, a su vez, requiere reglas y mecanismos institucionales que favorezcan la austeridad en tiempos de plenitud. En segundo lugar, la construcción de una sólida reputación, especial pero no únicamente en materia monetaria, que ayude a anclar las expectativas de los agentes y a revestir de credibilidad los anuncios de política económica. La credibilidad es un bien público que debe construirse gradualmente y cuidarse con esmero.

Además, la efectividad de las políticas anticíclicas depende también de la solidez de los balances generales del sistema financiero, el sector corporativo y los hogares. Las persistentes dificultades en los mercados financieros y el excesivo apalancamiento en el sector privado operan actualmente como un freno sobre el consumo y la inversión en algunas economías avanzadas, y esto va limitar, sin duda, la velocidad y fortaleza de su recuperación. Esto refuerza la necesidad de contar con una regulación macroprudencial que evite la acumulación de desequilibrios financieros excesivos.

La experiencia asiática ilustra claramente estas lecciones: al inicio de la crisis, los mercados emergentes asiáticos tenían sólidas posiciones fiscales y monetarias; y sus bancos, empresas y hogares tenían bajos niveles de apalancamiento y razonables niveles de liquidez. Esta combinación de fortalezas permitió una agresiva respuesta de política macroeconómica y un mayor impacto de esas políticas sobre la demanda privada, lo que ha resultado en una sólida recuperación del Asia emergente después de la crisis, con China como su motor indudable.

6.6 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ardagna, Silvia, Francesco Caselli y Timothy Lane (2007). *"Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries"*. The B.E. Journal of Macroeconomics, 7 (1), artículo 8.
- Auerbach, Alan y Maurice Obstfeld (2005). *"The Case for Open-Market Purchases in a Liquidity Trap"*. American Economic Review, Vol. 95 (1), marzo.
- Bernanke, Ben (2009). *"The Crisis and the Policy Response"*. Stamp Lecture, London School of Economics, Londres, 13 de enero.
- Bernanke, Ben y Vincent R. Reinhart (2004). *"Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates"*. American Economic Review, Papers and Proceedings, 94(2), pp. 85-90.
- Bini Smaghi, Lorenzo (2009). *"Conventional and Unconventional Monetary Policy"*. Conferencia dictada en el International Center for Monetary and Banking Studies, Ginebra, 28 de abril.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Arricia, y Paolo Mauro (2010). *"Rethinking Macroeconomic Policy"*. IMF Staff Position Note, SPN/10/03, febrero.
- Claessens, Stijn, Giovanni Dell'Arricia, Deniz Igan y Luc Laeven (2010). *"Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis"*. IMF Working Paper, WP/10/44, febrero.
- Clinto, Kevin, Michael Kumhof, Douglas Laxton y Susanna Mursula (2010). *"Budget Consolidation: Short-Term Pain and Long-Term Gain"*. IMF Working Paper, WP/10/163, julio.
- Eggertsson, G.B. and Woodford M. (2004). *"Policy Options in a Liquidity Trap"*. American Economic Review, Papers and Proceedings, 94, May 2004, 76-79.
- Freedman, Charles, Michael Kumhof, Douglas Laxton, Dirk Muir y Susanna Mursula (2009). *"Fiscal Stimulus to the Rescue? Short-Run Benefits and Potential Long-Run Costs of Fiscal Deficits"*. IMF Working Paper, WP/09/255, noviembre.
- FMI (2008). *World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns and Recoveries*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional, octubre.
- FMI (2009a). *"Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy"*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional, febrero.

- FMI (2009b). *World Economic Outlook: Crisis and Recovery*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional, abril.
- FMI (2009c). *World Economic Outlook: Sustaining the Recovery*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional, octubre.
- FMI (2009d). *"The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: November 2009"*. IMF Staff Position Notes, SPN/09/25, noviembre.
- FMI (2010a). *"Exiting from Crisis Intervention Policies"*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional, enero.
- FMI (2010b). *"Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World"*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional, enero.
- FMI (2010c). *Regional Economic Outlook - Asia and Pacific: Leading the Global Recovery, Rebalancing for the Medium Term*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional, abril.
- FMI (2010d). *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional, abril.
- FMI (2010e). *"Central Banking Lessons from the Crisis"*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional, mayo.
- Haugh, David, Patrice Ollivaud, y David Turner (2009). *"What Drives Sovereign Risk Premiums? An Analysis of Recent Evidence from the Euro Area"*. OECD Economics Department Working Papers, No. 718, julio.
- Horton, Mark, Manmohan Kumar, y Paolo Mauro (2009). *"The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor"*. IMF Staff Position Notes, SPN/09/21, julio.
- Ishi, Kotaro, Mark R. Stone y Etienne B. Yehoue (2009). *"Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies"*. IMF Working Paper, WP/09/226, octubre.
- Jeanne, O. and Svensson L.E.O. (2007). *"Credible Commitment to Optimal Escape from Liquidity Trap: The Role of the Balance Sheet of an Independent Central Bank"*. American Economic Review, Vol. 97 (1), marzo.
- Klyuev, Vladimir, Phil De Imus y Krishna Srinivasan (2009). *"Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies"*. IMF Staff Position Note, SPN/09/27, noviembre.

- Krugman, Paul (1998). *"It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap"*. Brookings Papers on Economic Activity, 1998, (2), pp. 137-87.
- Kumar, Manmohan S., y Jaejoon Woo (2010). *"Public Debt and Growth"*. IMF Working Paper, WP/10/174, julio.
- Laubach, Thomas (2009), *"New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt"*. Journal of the European Economic Association, 7(4), pp. 858-885.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhart (2010). *"Capital Inflows: The Role of Controls"*. IMF Staff Position Note, SPN/10/04, febrero.
- Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff (2010). *"Growth in a Time of Debt"*. American Economic Review, 100 (2), pp. 573-78.
- Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, y Martin Schindler (2009). *"Fiscal Multipliers"*. IMF Staff Position Notes, SPN/09/11, mayo.

TENDENCIAS RECIENTES EN LOS MARCOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN AMÉRICA LATINA

MARCO PIÑÓN*

7.1 INTRODUCCIÓN

Estudiando el tema de las políticas monetaria y cambiaria, llama la atención cómo han cambiado las cosas en América Latina en los últimos veinte años. Anteriormente, las crisis externas típicamente impactaban fuertemente a Centroamérica y Sudamérica; de hecho, la región era conocida en el mundo como una de las más propensas a moverse con los vientos globales.

En la actual crisis mundial se podría decir que Latinoamérica, aunque no sin problemas, ha podido salir relativamente “bien librada”. Se han dado tasas de crecimiento negativas en algunos países, pero en la mayoría de los casos éstas han sido moderadas y la recuperación ya ha empezado. Esta situación está relacionada, entre otras cosas, con cambios que han ocurrido en los marcos de política y en las instituciones económicas, tales como: (i) la asignación de objetivos más claros y mejor definidos, lo cual ha facilitado su evaluación; (ii) realineación de responsabilidades y objetivos; y (iii) mayor énfasis dado a normas/consideraciones prudenciales (es decir, márgenes o

* Este documento se basó en la transcripción de la ponencia del autor durante el seminario Políticas Económicas en Costa Rica para el Periodo 2010-2014, celebrado el 14 y 15 de abril de 2010 en San José, Costa Rica. El autor agradece a Luis Jácome (FMI) el haber facilitado su reciente trabajo sobre las reformas legales en los bancos centrales de América Latina para esta presentación.

colchones de protección ante choques externos o situaciones inesperadas). Esas reformas han llevado hacia la implementación de políticas más transparentes y la adopción de responsabilidad con el público, incluyendo la creación de reglas y marcos que resulten en políticas económicas predecibles. Aunque esto no quiere decir que en todos los casos se hayan dado estos cambios, la realidad es que sí ha habido una clara tendencia en esta dirección.

Se concentrará la mayor parte de este documento en describir la evolución de los marcos monetarios y cambiarios en América Latina relacionándolos, precisamente, con estos cambios institucionales. La idea es ofrecer un marco de referencia para las reformas que están en proceso de implementación en el caso de Costa Rica. Se hará un breve recorrido, en términos generales, sobre las reformas institucionales/legales y de marcos regulatorios, incluyendo el aumento en la autonomía de los bancos centrales, para, después, pasar a describir la evolución de los regímenes monetarios y cambiarios. Un área de particular énfasis en la presentación será la tendencia hacia la adopción de regímenes monetarios basados en metas de inflación y de tipos de cambio flexibles. Para ello se ofrecerá una descripción de los pasos seguidos, así como de algunos de los resultados obtenidos en los distintos países. Se hará uso de casos particulares con relevancia para Costa Rica.

7.2 REFORMAS INSTITUCIONALES Y MARCOS REGULATORIOS

En los últimos veinte años, 16 de 17 países adoptaron nuevas leyes o reformas profundas a la normativa relacionada con los bancos centrales. Estas nuevas normas han tendido a clarificar los mandatos de los bancos centrales y han aumentado su autonomía. Los bancos centrales han dejado de ser un apéndice de los ministerios de hacienda/finanzas o la caja de los gobiernos. Las modificaciones a los regímenes cambiarios también han sido importantes, incluyendo la adopción de esquemas de metas de inflación (o con los pasos intermedios en esa dirección), sobre todo en países que tienen sistemas más sofisticados y mayor capacidad de implementación¹.

1. Los países de América Latina con sistemas de metas de inflación más sofisticados y duraderos son Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y, en menor medida, Uruguay.

7.2.1 Pilares de la reforma legal

¿Cuáles fueron los pilares centrales de las reformas legales en los bancos centrales de América Latina? El primero fue aclarar el mandato para el banco central, enfatizando los objetivos de inflación. El segundo ha sido una mayor autonomía de política e instrumentos. El tercer pilar es la rendición de cuentas y la transparencia. La mayor parte de los bancos centrales en América Latina ahora tienen compromisos explícitos de reportes públicos, con periodicidad por lo menos anual. Estos pilares han sido fundamentales no sólo porque han dado objetivos y herramientas para cumplirlos, sino también porque han hecho posible la evaluación del manejo de la política monetaria.

7.2.2 Objetivos mejor definidos

El cuadro 7.1 compara los objetivos de los bancos centrales en Latinoamérica desde el punto de vista *de Jure* (es decir, de acuerdo a lo que estipula la ley). Aunque los objetivos *de Jure* no siempre coinciden con los objetivos reales, es interesante observar cómo en la actualidad todos los marcos legales de los bancos centrales de América Latina enfatizan la estabilidad de precios como objetivo. En algunos países la estabilidad de precios es el objetivo único y en otros se consideran otros objetivos como el funcionamiento del sistema de pagos, la estabilidad externa o de la moneda y el crecimiento económico.

Comparado con décadas anteriores, el cambio central consistió en darle mayor prioridad y más claridad al objetivo de combatir la inflación. Reformas legislativas y de normas han sido importantes para este cambio, pero más importante aun ha sido la creación de conciencia en la población, en forma más o menos generalizada de que la estabilidad de precios es una condición necesaria para alcanzar un crecimiento alto y sostenido. Aunque este reconocimiento parece ahora como algo que podemos tomar como dado, en realidad este no era el caso una o dos décadas atrás.

El cumplimiento de los nuevos mandatos de los bancos centrales fue facilitado por otros cambios complementarios. Dos de estos cambios fueron el eliminar del banco central todas las operaciones propias de banca de desarrollo y el limitar la opción de usar a los bancos centrales como “caja

chica” de los ministerios de hacienda. Es importante recordar que la alta inflación de gran parte de América Latina en décadas anteriores fue atribuida a la “dominancia” que había tenido la política fiscal sobre la monetaria. En muchos casos, los bancos centrales proveían en forma pasiva o semipasiva las necesidades de financiamiento de los gobiernos de turno.

CUADRO 7.1

AMÉRICA LATINA: COMPARACIÓN DE OBJETIVOS DE BANCOS CENTRALES, 2009

La estabilidad de precios es el mandato prioritario	Estabilidad de precios más otros objetivos sin establecer prioridad		
	Asegurar el funcionamiento del sistema de pagos	Estabilidad externa de la moneda o estabilidad financiera	Crecimiento o desarrollo económico
Bolivia, Colombia, República Dominicana, México y Perú.	Chile, Nicaragua.	Costa Rica, Guatemala, Honduras, Paraguay, Uruguay y Venezuela.	Brasil.

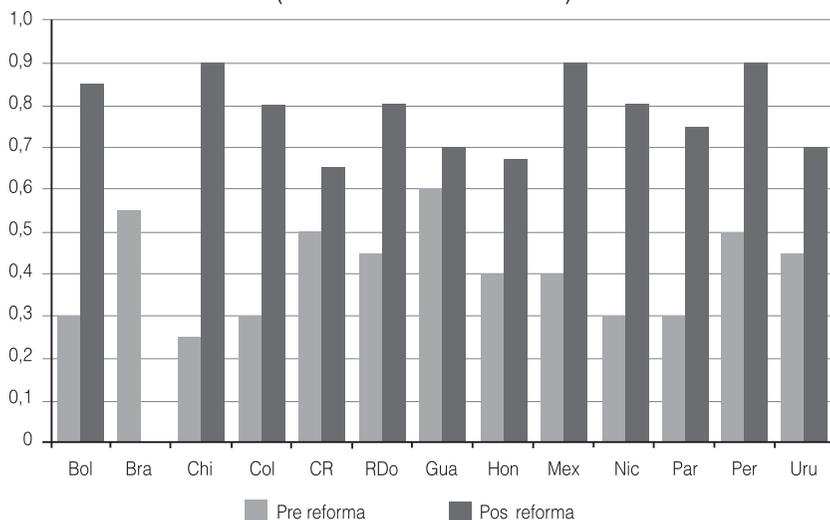
FUENTE: Jácome (2010).

7.2.3 Autonomía de la política operativa

También ha habido avances importantes en la autonomía de los bancos centrales. El gráfico 7.1 muestra un índice de autonomía (basado en las normas legales) que era sustancialmente menor en todos los casos antes de las reformas (barras oscuras) que el existente después de éstas (barras claras). Aunque se está hablando de la situación legal o de las normativas, la cual puede diferir de la situación de hecho en algunos casos, es interesante notar que la tendencia a la mayor autonomía se puede observar en todos los países.

En cuanto a transparencia y rendición de cuentas, ahora, en casi todos los países, los bancos centrales deben dar cuenta del cumplimiento de su mandato. Esto último, aunado a compromisos de comunicación al público, ha aumentado la atención sobre el desempeño de la autoridad monetaria y el cumplimiento de sus objetivos. En la mayor parte de los casos ahora también hay exigencias de gobernabilidad corporativa, de uso de sus recursos, del hecho de que los bancos centrales tengan utilidades o pérdidas.

GRÁFICO 7.1
AMÉRICA LATINA: AUTONOMÍA DE LOS BANCOS CENTRALES, 2005
(cifras en índice de autonomía)

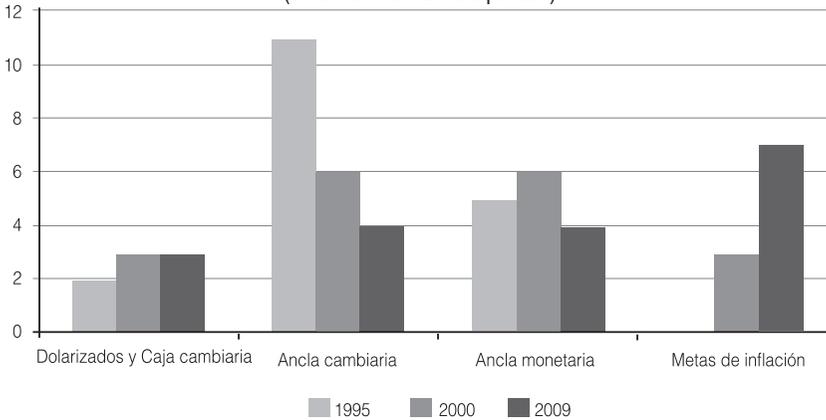


FUENTE: Estimaciones del personal del FMI, basadas en Cukierman (1992) y Carstens (2005).

7.3 RÉGIMEN DE POLÍTICA MONETARIA BASADO EN METAS DE INFLACIÓN

Ahora se pasará del plano estrictamente legal (*de Jure*) al concreto y se revisará lo que ha ocurrido en la práctica en los marcos monetarios y cambiarios en América Latina. El gráfico 7.2 presenta una compilación de la clasificación de los sistemas de política monetaria en América Latina para los años 1995, 2000 y 2009, basado en los hechos (*de Facto*). Mientras en 1995 doce países tenían anclas cambiarias, para el 2009 solamente había cuatro casos. Durante el mismo periodo el número de países con regímenes de *metas de inflación* aumentó de cero a seis. Aunque en el número de países con ancla monetaria no se aprecia una tendencia clara, es importante tomar en cuenta que este sistema también ha servido como una meta intermedia hacia la adopción de metas de inflación. Así como hay países que se han movido de ancla monetaria a metas de inflación, otros se han movido de ancla cambiaria a ancla monetaria.

GRÁFICO 7.2
AMÉRICA LATINA: SISTEMAS MONETARIOS, 1995, 2000 Y 2009
(cifras en número de países)



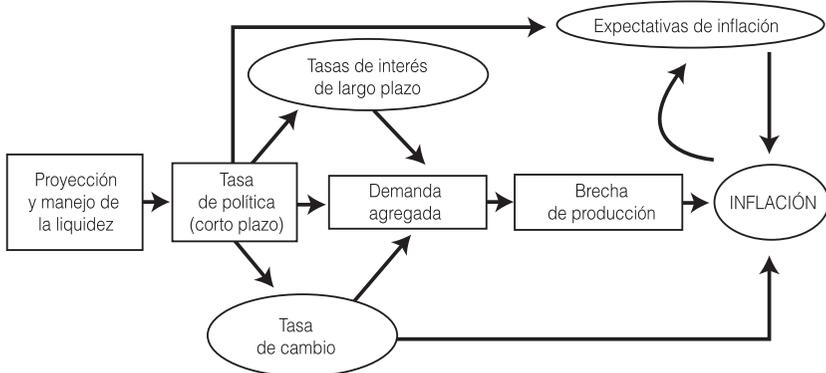
FUENTE: FMI (2009) y estimaciones del personal del FMI.

Pero, ¿Cómo opera la política monetaria en los países que han adoptado esquemas de metas de inflación? ¿Cuáles son los pasos preparatorios o pre-requisitos? La figura 7.1 ilustra, en forma simplificada, la operatividad/mecánica de la política monetaria en un esquema de metas de inflación y, al hacerlo, muestra algunos de los elementos que deben existir para su adopción. Los países con metas de inflación manejan condiciones de liquidez interna para adecuar/alterar la política monetaria. En concreto, manejan la tasa de política para mantener las tasas de interés de corto plazo en los niveles deseados y, con ello, afectar el nivel de demanda agregada en forma directa e indirecta a través de su impacto sobre las tasas de más largo plazo y el tipo de cambio. A su vez, el impacto sobre la inflación es determinado por los cambios en el nivel de la demanda agregada (o, en forma más precisa, la brecha entre el PIB potencial y la demanda agregada), en el tipo de cambio y, crucialmente, en las expectativas de inflación. Tres aspectos sobresalen:

- En la parte de capacidad técnica, los países que han adoptado regímenes de metas de inflación han tenido que desarrollar capacidad para proyectar inflación en forma confiable. Además, también han tenido que crear instrumentos y capacidad para manejar y proyectar la liquidez de la economía. Este manejo de la liquidez ha permitido mantener los niveles de tasa de política deseados.

- Las reformas centrales al marco de la política monetaria típicamente incluyen la adopción de: (1) tasas de interés de corto plazo como instrumento principal para el manejo de la política monetaria y (2) tipos de cambio flexibles, en ocasiones transitando por esquemas intermedios tales como de bandas de flotación.
- El nivel de credibilidad opera como un elemento central en la operación del marco de política. En la medida que las autoridades monetarias establecen su compromiso con las metas de inflación, el canal de credibilidad se incrementa y, con este, se reducen los costos de los procesos de desinflación. Por ejemplo, tomando el caso reciente de Chile durante el episodio de incrementos de los precios de los *commodities* de 2008. Aunque a mediados de dicho año, Chile era uno de los países con mayor inflación en Latinoamérica, las expectativas permanecieron contenidas dentro del rango objetivo.

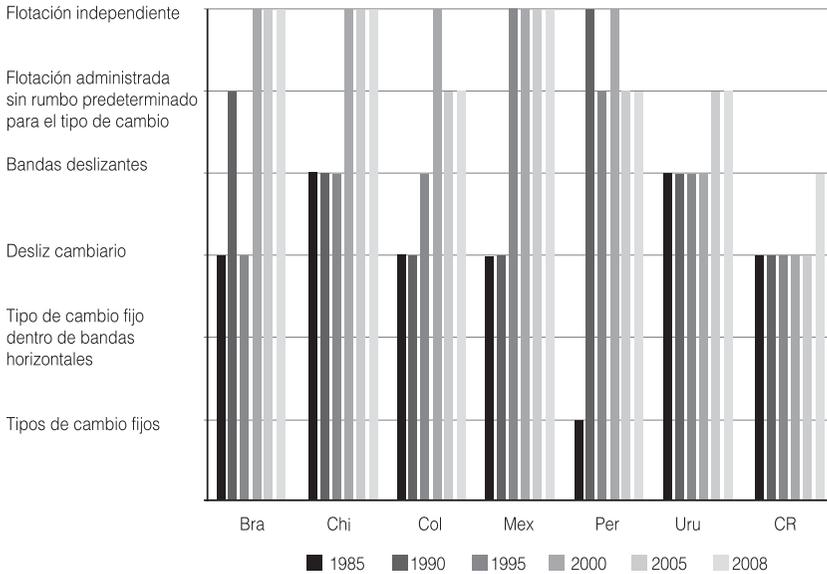
FIGURA 7.1
POLÍTICA MONETARIA EN UN MARCO DE METAS DE INFLACIÓN



FUENTE: Jácome (2010).

GRÁFICO 7.3

AMÉRICA LATINA: REGÍMENES CAMBIARIOS, 1985-2008



FUENTE: FMI (2009) y estimaciones de personal del FMI.

El gráfico 7.3 muestra la evolución de los sistemas de tipo de cambio de acuerdo con la clasificación del FMI en Costa Rica y los seis países Latinoamericanos que han adoptado metas de inflación. La selección de países incluye puntos de referencia para Costa Rica, tales como Perú y Uruguay que tienen alta dolarización financiera y han adoptado (o están en proceso de adoptar) regímenes de metas de inflación. La altura de las barras ilustra el grado de flexibilidad permitido al tipo de cambio, iniciando con *tipos de cambio fijos*, y pasando por *bandas deslizantes* (*crawling bands*), *flotación administrada* y *flotación independiente*. Es interesante observar que, en 1985, todos los países de la región tenían un grado de flexibilidad igual o inferior al de banda deslizante. Para el 2005 los seis países de referencia ya habían adoptado tipos de cambio flotantes (ya sea libres o administrados). En el caso de Costa Rica, también se ha avanzado, pero el progreso ha sido más lento, pasando de tipo de cambio deslizante (minidevaluaciones) a bandas deslizantes.

7.4 LA ADOPCIÓN DE METAS DE INFLACIÓN: TRES CASOS

Tres países de América Latina que han adoptado o están en proceso de adoptar regímenes de metas de inflación son: Colombia, Uruguay y Perú. Los tres son casos con políticas sólidas en la última década y que han enfrentado con éxito diversos choques externos. Al igual que Costa Rica, Perú y Uruguay, son economías con dolarización financiera. El anexo 7.1 describe en forma matricial el proceso de adopción de metas de inflación seguido por estos países. Debe notarse que los puntos de arranque fueron bastante distintos en los 3 países:

Los antecedentes de Colombia incluyen dos décadas con inflación alrededor de 20 por ciento, indización, y débil consenso interno sobre la necesidad de mantener la inflación baja. A pesar de un progreso gradual durante 1991-1999, se dio la adopción formal de un sistema de metas de inflación. Debido al entorno internacional, el cambio del marco monetario fue reforzado por reformas estructurales, incluyendo de ajuste fiscal.

El caso de crisis de Perú siguió un proceso gradual de desinflación (1991-2001) y la adopción de metas de inflación fue una consecuencia lógica después de que los agregados monetarios se volvieron menos predecibles dada la baja inflación.

Uruguay es particularmente interesante en este contexto. De los casos mencionados, Uruguay tiene el mayor grado de dolarización financiera (considerablemente más alta que en Costa Rica). Por otra parte, al igual que Costa Rica, Uruguay es una economía pequeña, de ingreso medio y con niveles de población similares. Aunque Uruguay todavía muestra renuencia a ser considerado como un país con metas de inflación formalmente, en realidad el sistema actual tiene características muy similares a éste. Los antecedentes en este caso son de una crisis severa ocasionada por el retiro masivo de depósitos externos en 2002. Para hacer frente a la crisis, Uruguay decidió abandonar el ancla cambiaria y usar sus reservas y el apoyo financiero internacional para proteger a los depositantes. Con este cambio, Uruguay permitió la flotación de su moneda e, inicialmente, adoptó metas de agregados monetarios.

A pesar de estos matices, en términos generales, pueden identificarse tres etapas que son comunes a estos tres casos de la región: reformas legales del banco central, un proceso gradual de transición y la adopción formal del esquema de metas de inflación.

- Las reformas se han iniciado generalmente en los aspectos legales del banco central. Dentro de estos cambios, se han definido los objetivos de inflación claramente, se ha mejorado la gobernabilidad e independencia del banco central, se ha eliminado el crédito al gobierno y se han instituido mecanismos de comunicación.
- Durante la etapa de transición, los países entraron en un proceso de creación de capacidad técnica, incluido en el manejo de liquidez y de pronósticos de liquidez y de inflación. Los bancos centrales adoptaron objetivos o metas intermedias (generalmente centrados en agregados monetarios) antes de comprometerse con el objetivo de inflación e incrementaron la flexibilidad cambiaria, incluida a través de bandas de flotación.
- Pasada la transición, los bancos centrales iniciaron el anuncio público de sus compromisos de metas de inflación. Previo o durante esta etapa, los países adoptaron sistemas de flotación cambiaria (aunque el grado y los mecanismos de intervención han diferido en forma importante) y una tasa de interés de política como el instrumento central para el manejo de la política monetaria.

7.5 NIVELES DE INFLACIÓN Y VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO

Aunque establecer el efecto de la adopción del esquema de *metas de inflación* sobre los niveles de inflación va más allá del propósito de este documento, es ilustrativo revisar la evolución de la inflación en los países que adoptaron metas de inflación, con particular atención en aquellos países que experimentaron choques externos. También, en vista que la flexibilización de los regímenes cambiarios ha sido otro elemento común, también es útil analizar el comportamiento del tipo de cambio después de la adopción de estos regímenes.

7.5.1 La inflación en países con metas de inflación

El gráfico 7.4 presenta la evolución de la inflación pre y pos adopción de metas de inflación, y los compara con la de Costa Rica. Los gráficos muestran que, en forma consistente, después de adoptar metas de inflación, la inflación bajó y se mantuvo baja. Aunque los gráficos no permiten hacer inferencias o establecer causalidad, es interesante observar el buen desempeño de estos países. También es particularmente relevante observar que los brotes inflacionarios ocurridos en diferentes puntos del tiempo en estos países han sido temporales.

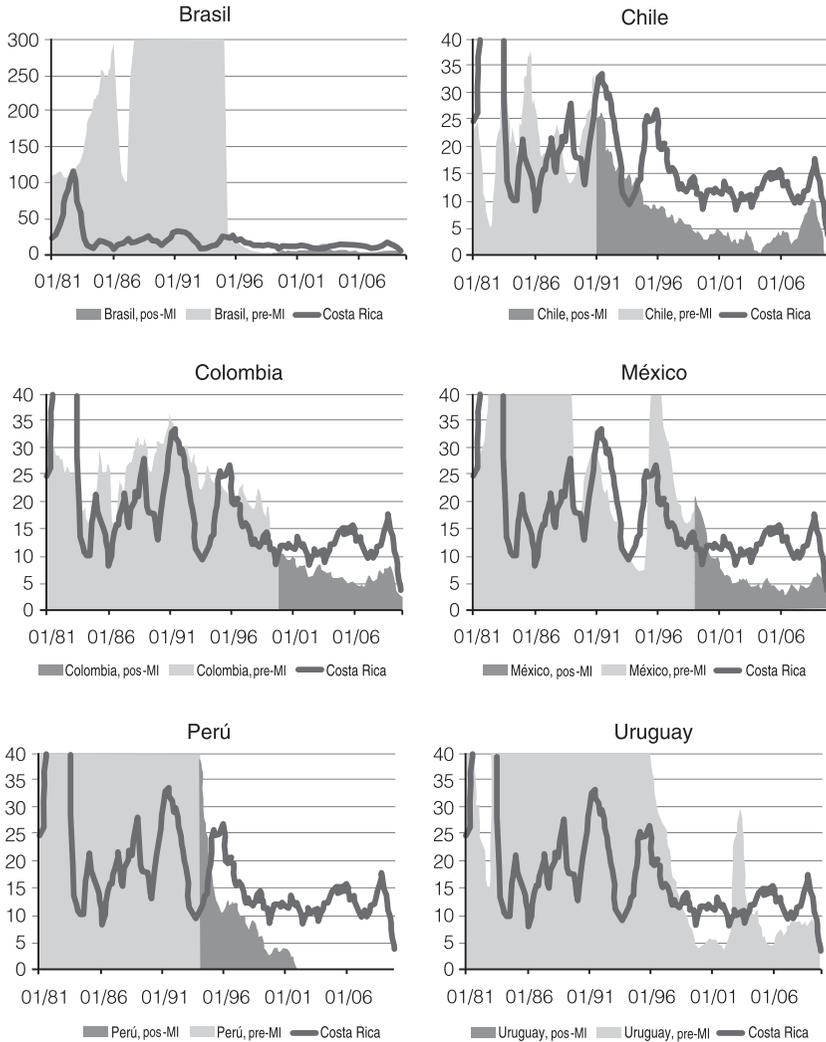
Comparando la experiencia de Costa Rica puede constatar que, hasta muy recientemente, la inflación no había mostrado la tendencia a la baja observada en los países con metas de inflación. A partir de 2008-09, sin embargo, la inflación ha disminuido significativamente a niveles comparables o cercanos a las de los países con metas de inflación. Aunque factores externos, en particular la caída de los precios del petróleo y de alimentos, en 2009, en Costa Rica, la política monetaria también contribuyó. La caída de la inflación también coincidió con un manejo más flexible de la política cambiaria. Esto último presenta un punto interesante para pasar al tema final de este documento, la variabilidad del tipo de cambio.

7.5.2 Volatilidad del tipo de cambio

El gráfico 7.5 muestra la variabilidad del tipo de cambio nominal de los países que han adoptado metas de inflación. Los primeros cuatro paneles muestran la volatilidad de los tipos de cambio en Brasil, Chile, Colombia, y México, es decir la de países con baja dolarización financiera. Es interesante notar que, con la excepción de Brasil (y del periodo reciente de turbulencia financiera internacional), la volatilidad de los tipos de cambio no ha sido particularmente alta. Por otra parte, dicha variabilidad del tipo de cambio resultó valiosa para absorber choques externos, particularmente los de la reciente crisis financiera global.

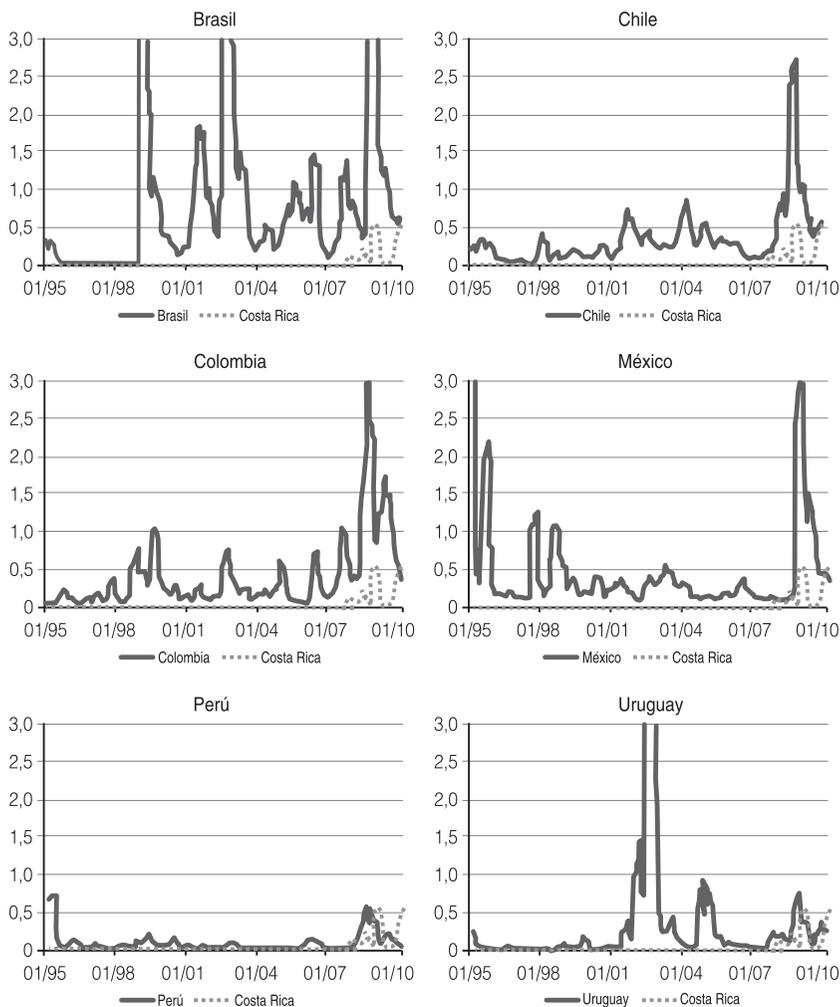
La preocupación sobre la viabilidad o conveniencia de sistemas de tipo de cambio flexible para países con alta dolarización financiera está frecuentemente relacionada al efecto que los movimientos del tipo de cambio puedan tener sobre el sistema financiero. Para abordar este tema, los últimos dos paneles del gráfico comparan la volatilidad del tipo de cambio de Costa

GRÁFICO 7.4
AMÉRICA LATINA: TASAS DE INFLACIÓN (A 12 MESES)
ANTES Y DESPUES DEL SISTEMA DE METAS DE INFLACIÓN, 1981-2006
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: FMI (2010) y estimaciones del personal del FMI.

GRÁFICO 7.5
 AMÉRICA LATINA: VOLATILIDAD CAMBIARIA BILATERAL
 CON RESPECTO AL DÓLAR A 90 DÍAS, 1995-2010
 (cifras en porcentajes)



FUENTE: FMI (2010) y estimaciones del personal del FMI.

Rica con la de Perú y Uruguay, dos casos con alta dolarización financiera. Como puede observarse, la volatilidad del tipo de cambio en estos países fue menor que la observada en los casos de baja dolarización financiera. Esto no es realmente sorprendente y refleja, tal vez, una actitud más cautelosa o de preferencia por una flotación administrada en casos de alta dolarización financiera. No obstante, en el caso de Uruguay, el grado de flexibilidad ha sido considerable y que, en el de Perú ésta ha aumentado en forma importante en los últimos años. Además, es interesante observar que la volatilidad del tipo de cambio en Costa Rica desde la adopción del régimen de bandas ha sido similar a la experimentada por Uruguay y Perú, los cuales tienen sistemas de tipo de cambio más flexibles.

Un tema que se desprende directamente del análisis anterior es relacionado con las políticas de intervención de las autoridades monetaria en los mercados cambiarios. Es importante señalar que los países han intervenido por diversas razones, incluidas la de reducir la volatilidad excesiva o, en algunos casos, por objetivos prudenciales. De hecho, la mayor parte de los países de América Latina acumularon niveles considerables de reservas internacionales durante el periodo previo a la crisis internacional.

El caso Colombiano es interesante. Durante el 2009 había preocupación por la volatilidad del tipo de cambio, por lo que se adoptó un mecanismo relativamente simple para reducirla. Bajo este sistema, el banco central intervenía a través de opciones cuando el tipo de cambio se movía más de cinco por ciento del promedio en los veinte días previos. Esto permitía reducir cambios rápidos, pero no interfería con la tendencia o con ajustes a niveles de equilibrio. En 2010 con el fortalecimiento de la balanza de pagos después de la crisis, el banco central anunció intervenciones dirigidas a aumentar las reservas internacionales. En particular, el sistema consistió en compras preanunciadas de US 20 millones de dólares diarios. En este último caso, al no atar los montos de intervención a niveles predeterminados del tipo de cambio, se preservó la flexibilidad del tipo de cambio.

7.6. COMENTARIOS FINALES

Para resumir, la revisión de la evolución reciente de los sistemas monetarios y de tipo de cambio en América Latina muestra que la región ha adoptado reformas estructurales e institucionales profundas con resultados positivos. Estos cambios se enmarcan en transformaciones más amplias de las

instituciones y de las políticas económicas. Los resultados durante la reciente crisis global sugieren que estos cambios han fortalecido a la región y le han permitido enfrentar en forma más exitosa los choques externos

Las reformas de los sistemas cambiarios y monetarios en América Latina incluyen cambios en los mandatos de los bancos centrales, así como en los instrumentos a su disposición. También incluyen una tendencia hacia la adopción de esquemas monetarios con metas de inflación y dentro de tipos de cambio más flexibles. La evidencia sugiere que aún en países con alta dolarización financiera es posible adoptar con éxito esquemas de tipo de cambio flexibles. La experiencia en diversos países provee lecciones sobre la dirección que, países como Costa Rica, pueden tomar para continuar avanzando hacia la adopción de marcos de metas de inflación y sistemas cambiarios más flexibles.

7.7 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Carstens, Agustín y Jácome H., Luis I. (2005). *La reforma de los Bancos Centrales latinoamericanos. Avances y desafíos*, El Trimestre Económico, Fondo de Cultura Económica, Vol. 0 (288), pp. 683-732, Octubre.
- Cukierman, Alex (1992). *How much to commit to an exchange rate rule: balancing credibility and flexibility*. The World Bank, Policy Research Working Paper Series WPS-931, July.
- FMI (2010). International Financial Statistics (IFS). Fondo Monetario Internacional (FMI). Disponible en: <http://www.imfstatistics.org/imf/>.
- FMI (2009). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions: De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks*. Fondo Monetario Internacional (FMI). Disponible en: <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/index.asp>.
- Jácome H., Luis I. (2010). *Fortalecimiento Institucional de Bancos Centrales y Efectividad de la Política Monetaria*. Presentación hecha en el Banco Central de Nicaragua Managua, 26 de Febrero de 2010.
- Piñón-Farah, Marco A. et al (2008). *Macroeconomic Implications of Financial Dollarization: The Case of Uruguay*. Fondo Monetario Internacional (FMI), Occasional Paper No. 263. Disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=21761.0>.

Anexo 7.1 Comparación del proceso de adopción de metas de inflación en Colombia, Perú y Uruguay

CUADRO 7.1.A
NOTAS SOBRE EL PROCESO DE ADOPCIÓN DEL MARCO DE POLÍTICA MONETARIA DE METAS DE INFLACIÓN

Antecedentes	Primera Etapa	Adopción	Observaciones/Lecciones
<ul style="list-style-type: none"> • Dos décadas con inflación alrededor de 20 por ciento • Indexación formal e informal generalizada • Frágil consenso sobre necesidad de lograr y mantener la inflación baja. 	<p>Reformas legales para el banco central:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Objetivo de mantener el poder de compra de la moneda • Mejoran su gobernabilidad e independencia • Eliminan el crédito al gobierno • Requieren anunciar metas anuales de inflación <p>Transición gradual (1991-1999):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Adopción de objetivos intermedios de agregados monetarios • Banda cambiaria con desliz (+/- 7 por ciento la mayor parte del periodo) • La meta de inflación marca el ritmo del desliz cambiario y del crecimiento esperado de los agregados monetarios. 	<p style="text-align: center;">Contexto</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dos devaluaciones después de la crisis rusa y en un contexto de credibilidad débil en las política domesticas • Adopción de un paquete de reformas y ajuste estructural <p style="text-align: center;">Medidas</p> <ul style="list-style-type: none"> • Se abandonan las bandas del tipo de cambio • Se discontinúa los agregados monetarios como instrumentos intermedios en favor del uso de tasas de interés. 	<p>Experiencia 1999-2007</p> <ul style="list-style-type: none"> • La inflación se redujo a un solo dígito y se mantuvo en niveles bajos • El cumplimiento de las metas permitió mayor credibilidad • Se redujo significativamente la indización • La variabilidad del tipo de cambio permitió absorber choques externos <p>Retos durante el boom 2007-2008</p> <ul style="list-style-type: none"> • Incremento la tasa de política bajo un contexto de presiones inflacionarias y brecha de producto positiva • Presiones de apreciación cambiaria llevo a decisiones de intervención • Inconsistencia llevo al abandono de las compras de divisas posteriormente.
<p>Colombia</p>			

Antecedentes	Primera Etapa	Adopción	Observaciones/Lecciones
<p>Perú</p> <ul style="list-style-type: none"> • Período de rápida desinflación (1991-2001) • Con menor inflación, la base monetaria se volvió menos predecible. 	<ul style="list-style-type: none"> • Reformas que dan autonomía e independencia operacional al banco central • Marco de metas de agregados monetarios • Reducción gradual de la base monetaria ayudó a comunicar el compromiso al proceso de desinflación. 	<ul style="list-style-type: none"> • En 1994 se inician anuncios de metas de inflación para el año siguiente • Meta de inflación inicial: 2,5 por ciento con un margen de ± 1 por ciento, a partir del 2007: 2 por ciento ± 1 por ciento • Meta operacional tasa de interés overnight <p>Política de comunicación:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Decisiones de política anunciadas después de cada reunión • Banco central publica 3 veces al año un reporte de inflación. 	<p>Metas de Inflación con Alta Dolarización:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Rango de inflación (2 por ciento \pm 1 por ciento) menor que el de otros países. • Sistema de pronóstico de inflación toma en cuenta los efectos de la dolarización <p>Medidas para reducir riesgos cambiarios:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Intervención en el mercado de cambios para evitar volatilidad excesiva y evitar el impacto sobre hojas de balance de movimientos mayores. <p>Se asegura alta liquidez de divisas a través de:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Altos requerimientos de reservas sobre los depósitos bancarios en moneda extranjera • Altos niveles de reservas internacionales.

Antecedentes	Primera Etapa	Adopción	Observaciones/Lecciones
<p>Crisis financiera del 2002:</p> <ul style="list-style-type: none"> Abandono del ancla cambiara (banda móvil) por un tipo de cambio flotante Adopción de agregados monetarios (M1) como meta operacional Inflación sube a 25,9 por ciento en 2002 (baja a 7,6 por ciento en 2004) Creación del Comité de Política Monetaria (COPOM). 	<p>Transición gradual 2002-07:</p> <ul style="list-style-type: none"> Agregados monetarios con anuncios de meta de inflación (2004) Se crea el Comité de Coordinación Macroeconómica entre Banco Central de Uruguay y Ministerio de economía y Finanzas (dic-2006) Se abandona la política de agregados monetarios y se adopta la tasa de interés como variable operativa (sep-2007). 	<p>Adopción de metas de inflación a partir de enero del 2008:</p> <ul style="list-style-type: none"> Meta de inflación 18 meses: 5 por ciento con un rango 3 por ciento - 7 por ciento Cambio en carta orgánica del BCU – clarificación de los objetivos del BCU (oct-2008) Meta de inflación 18 meses: 5 por ciento con un rango entre 4 por ciento y 6 por ciento (Diciembre 2009). 	<p>El marco de metas de inflación aun no ha sido formalmente adoptado</p> <p>La inflación se ha contenido a niveles de un dígito pero las presiones inflacionarias han persistido:</p> <ul style="list-style-type: none"> La inflación ha mostrado una tendencia al alza, pasando de 4,9 por ciento al cierre de 2005 a 9,2 por ciento al cierre de 2008. La inflación cerró en 5,9 por ciento en 2009 dentro del rango establecido; a febrero 2010 se ubica en 7,12 por ciento, fuera del rango anunciado. Durante los últimos 4 años, la tasa de inflación se ha ubicado fuera o en el límite superior del rango objetivo.

FUENTE: Jácome (2010).