

EL RÉGIMEN CAMBIARIO MÁS APROPIADO PARA COSTA RICA EN EL CONTEXTO DE SU INTEGRACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL

Carlos Enrique Carrillo Chaves ¹
Mario Alberto Carrillo Chaves ²

RESUMEN*

El presente trabajo de investigación espera contribuir en la búsqueda de la respuesta a la preocupación vigente en Costa Rica, subrayada notoriamente en los últimos meses, con declaraciones de autoridades públicas, proyectos de ley y comentarios de analistas a raíz de acontecimientos financieros internacionales, sobre el régimen cambiario más apropiado para el país en el contexto de su integración económica internacional.

Del repaso de los principales grupos de modelos de determinación del tipo de cambio, se seleccionó el postulado fundamental para el análisis de la tendencia de largo plazo y los movimientos de corto plazo del tipo de cambio, elementos necesarios para la evaluación comparativa posterior de las opciones cambiarias: "En el largo plazo los movimientos del tipo de cambio seguirán de una manera aproximada la ruta de los precios relativos y en el corto plazo el valor de equilibrio del tipo de cambio es determinado por los cambios en la cartera de activos financieros de la economía".

Al efecto, se aplicaron el Modelo de Economía Dependiente para identificar la tendencia de largo plazo del tipo de cambio en función del precio relativo de los bienes transables internacionalmente y el Modelo de Portafolio de Activos Financieros adaptado a las características distintivas de la economía para detectar el comportamiento de corto plazo del tipo de cambio y los desequilibrios macroeconómicos que explicarían su posible desalineamiento con respecto de la tendencia de largo plazo.

Se utilizó la información estadística del período Febrero 1992 – Mayo 1998, en que la economía costarricense ha funcionado con apertura de la cuenta de capitales de la Balanza de Pagos y otras políticas de mayor dependencia financiera.

INTRODUCCIÓN

Desde inicios de la década de los años 80, Costa Rica está inmerso en un proceso general de integración económica con el resto del mundo, tanto desde el punto de vistacomercial (mayor intercambio de bienes y servicios), como desde el punto de vista financiero (mayor profundidad en el mercado financiero, es decir, más inversionistas, más instrumentos financieros y, portanto, mayores variaciones en la liquidez).

En el aspecto comercial, este proceso de globalización se enmarca hacia una mayor libertad de comercio, tratando de eliminar al máximo las barreras formales e informales que distorsionan y reducen el tamaño de los mercados.

En el aspecto financiero, se producen innovaciones en los mercados, en las instituciones financieras y, sobre todo, en los instrumentos financieros.

¹ Funcionario de la División Económica del Banco Central de Costa Rica.

² Consultor Económico independiente.

* Nota: Las ideas expresadas en este artículo son responsabilidad de los autores y no necesariamente representan la opinión del B.C.C.R.

La escogencia del régimen cambiario más apropiado para el país, en el contexto de dicha integración económica internacional, es una decisión muy compleja, tanto desde el punto de vista teórico como del práctico. En dicha decisión intervienen una serie de factores que ameritan un riguroso estudio, que es lo que motiva la presente investigación.

1. LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL DE COSTA RICA

La década de los años noventa representa para Costa Rica la posibilidad del impulso final hacia la integración del país con el resto del mundo, no solo en materia económica sino también en campos como el cultural, el deportivo, el tecnológico y el informativo. Esta integración que hoy se conoce como Globalización o Mundialización, cambia reglas y criterios para llevar a cabo el logro de los objetivos de política económica de un país en general y de un Banco Central en particular.

Es de vital importancia en ese sentido determinar las implicaciones recíprocas de ese proceso y el régimen cambiario que define la determinación del precio relativo de la moneda costarricense y el tipo y grado de intervención, especialmente del Banco Central, para el sostenimiento del sistema utilizado.

Cada día crece la interdependencia que existe entre diferentes economías con efectos de diverso grado a nivel internacional o regional. También crece en complejidad la transmisión internacional de los desequilibrios internos y externos sobre un determinado país. Y cada vez se hace más necesario estudiar en detalle aspectos claves para una provechosa integración económica y financiera con el resto del mundo, como lo es la escogencia del régimen cambiario más apropiado en ese contexto para un determinado país.

Costa Rica ha avanzado en una mayor inserción financiera internacional, especialmente desde el año 1992 en que se aprueba la apertura de la cuenta de capitales de la Balanza de Pagos y otras medidas relevantes para ese propósito.

Las recientes experiencias de las crisis financieras y cambiarias en México, Asia y Rusia, para citar tres casos sobresalientes, subrayan la importancia de analizar la experiencia reciente del país en este campo y derivar conclusiones útiles para la conducción de la política cambiaria y monetaria.

a.- El Enfoque del Ajuste Estructural

Costa Rica ha venido realizando el proceso de integración internacional en el aspecto económico desde hace más de una década al amparo del marco conceptual, las políticas y los compromisos de los denominados Programas de Ajuste Estructural (PAE).

b- Reformas Financieras

Costa Rica al igual que muchos otros países en desarrollo en los últimos años, ha puesto en marcha una importante reforma financiera, como parte del ajuste estructural señalado, para mejorar la asignación de recursos y la integración económica internacional.

c- La apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos

Conviene destacar esta reforma en particular por su trascendencia en el proceso de integración económica internacional y por constituir un cambio sustantivo de las condiciones fundamentales en que descansan los regímenes cambiarios de distintas economías pequeñas, entre ellas Costa Rica.

La integración del sector financiero nacional con el internacional ha sido considerada como el camino para disponer de mayor ahorro para financiar el desarrollo económico a través de la ágil y segura repatriación de capitales e inversión extranjera. También impone a las autoridades económicas de los países la disciplina fiscal y financiera que desestime la transformación de activos en moneda local en activos en divisas.

En América Latina ha predominado, en los últimos años, el afán de identificar e implementar el régimen cambiario apropiado que entre otros aspectos permita a los ahorradores nacionales escoger la composición adecuada de su cartera de activos financieros entre activos en moneda nacional y activos denominados en divisas, y que los inversionistas nacionales puedan tener sus pasivos denominados en moneda nacional o en divisas, y una mayor participación de los compradores y vendedores de divisas en la determinación del tipo de cambio.

Los desequilibrios macroeconómicos que aquejan a la mayoría de las economías latinoamericanas provocan que la inflación nacional sea varias veces superior a la inflación internacional, lo que presiona por sistemas cambiarios que eviten la

acumulación de las obligaciones monetarias y en divisas, así como la pérdida de competitividad internacional de la producción doméstica.

2. EL RÉGIMEN CAMBIARIO Y LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL

a- Opciones Cambiarias

Las reformas para la integración económica internacional están condicionadas de manera fundamental por el régimen cambiario que llegue a establecerse.

La elección del régimen cambiario es una de las decisiones económicas más importantes entre las que tiene que tomar un país, el cual actúa en el marco de un sistema o engranaje monetario internacional cuyos objetivos y características inciden en las opciones cambiarias disponibles. Simultáneamente, existen características fundamentales de la economía de un país que también deben ser consideradas para dicha escogencia.

La identificación de los factores fundamentales que influyen en el comportamiento general de los agentes económicos de los países permiten comprender y presumir los resultados de la aplicación de regímenes cambiarios alternativos.

La determinación del régimen cambiario de un país debe considerar si fijar el valor de su moneda a un determinado valor externo o si permitir su flexibilidad y en función de cuáles criterios, variables, indicadores o restricciones.

El país que opte por fijar el valor de su moneda deberá también escoger entre hacerlo en relación con una moneda extranjera única, o con un conjunto de monedas extranjeras, cuáles concretamente y con qué ponderación cada una de ellas.

El panorama para la escogencia es más complejo debido a la gama de prácticas cambiarias posibles en función de los criterios de variabilidad y de participación de entidades financieras y monetarias privadas y estatales, nacionales y extranjeras, que puedan actuar en el sistema cambiario. Correlativamente, debe definirse el marco jurídico, las políticas monetarias fiscales y comerciales consistentes con el régimen cambiario seleccionado.

los acuerdos internacionales para la aplicación de la política cambiaria.

b- Factores económicos fundamentales de decisión

En la elección del sistema cambiario de un país influyen variados factores económicos fundamentales. Entre los más señalados en la literatura económica podemos destacar para el caso de economías pequeñas y abiertas:

- i- Los diferenciales de las tasas de inflación interna y externa.
- ii- Los diferenciales de tasas de interés doméstica e internacional.
- iii- El grado de apertura al comercio exterior.
- iv- Los desequilibrios macroeconómicos del país (i.e. déficit consolidado del sector público, déficit en cuenta corriente).
- iv- Los movimientos internacionales de capital.

c- El régimen cambiario vigente en Costa Rica

Desde 1984 se viene implementando en el país, con la excepción de algunos meses en los años 1992 – 1994, una política cambiaria basada fundamentalmente en un régimen de fijaciones periódicas del precio de la divisa, minidevaluaciones, que en principio trata de mantener la competitividad internacional de la producción doméstica.

El sistema cambiario de minidevaluaciones se puede valorar a partir de las siguientes características³:

- i. Con el sistema de minidevaluaciones el tipo de cambio experimentó una importante depreciación real en el período diciembre de 1984 – febrero de 1992, lo que incrementó la rentabilidad del sector de bienes transables internacionalmente, contribuyendo al aumento y diversificación de las exportaciones.
- ii. Conceptualmente, se podría argumentar que esa política se ha sustentado en la teoría de la Paridad del Poder de Compra (PPC), la cual postula que el tipo de cambio entre las monedas de dos economías debe ser igual al cociente entre los índices de precios en ambos países, bajo los supuestos

³ Véase en detalle: Picado (1993), Muñoz (Mayo 1996), Gaba (1990), Orozco (1995 EC- 32) y Orozco (1995 DIE- NT-03).

simplificadores de la ausencia de barreras al comercio, que todos los productos son transables internacionalmente y que los índices de precios interno y externo contienen la misma canasta de bienes con idénticas ponderaciones.

En su versión relativa, la PPC desemboca en que el tipo de cambio nominal de la economía debe ajustarse exactamente en el equivalente a la diferencia entre la tasa de inflación interna y la de los países con los cuales comercia, de tal forma que se mantenga la competitividad internacional de los bienes y servicios que se intercambian.

iii. Los ajustes del tipo de cambio nominal de acuerdo con la PPC pueden implicar un círculo vicioso de inflación y devaluación. Ante la presencia de choques externos que conducen a incrementos en los precios internos, las autoridades devalúan para mantener estable el tipo de cambio real. Esta variación del tipo de cambio produce a su vez un incremento en el precio de los bienes transables, lo que unido a la existencia de sistemas o contratos indexados a la inflación pasada, producen un incremento en el nivel de precios internos (inflación inercial), que requeriría de una nueva devaluación para mantener la competitividad, y así sucesivamente, llevando a una sobredepreciación real de la moneda nacional.

iv. La aplicación del sistema de minidevaluaciones estuvo también asociada a una tasa de inflación no solo más alta sino también más variable. El logro pregonado de una tasa de inflación estable y de un dígito se hizo una tarea prácticamente imposible. Como se mencionó, el surgimiento de una tasa de inflación más elevada se explica por el hecho de que este régimen implicó una indexación de los precios de la economía.

La aparición de una tasa de inflación de mayor variabilidad se presentó en buena medida porque la política de minidevaluaciones gozó de un buen grado de discrecionalidad por parte de las autoridades económicas. Como parte del ciclo político electoral, la conducción del tipo de cambio sobre todo al final de cada administración,

pretendió principalmente reducir el impacto de la inflación interna, hasta el punto donde la disponibilidad total de los recursos en divisas lo permitió.

v. Las investigaciones recientes brindan evidencia predominante en el sentido que ha sido el manejo discrecional de las autoridades monetarias lo que ha prevalecido para la definición real y la implementación de la política cambiaria de “minidevaluaciones” por más de una década.

d- Marco Jurídico del régimen cambiario

De manera relevante en la historia cambiaria reciente, Costa Rica estuvo limitada por una legislación obsoleta, fundamentalmente al depender de un órgano político, no técnico, como lo es la Asamblea Legislativa, único ente que podía modificar el tipo de cambio y que no tomaba en cuenta oportunamente variaciones en el marco macroeconómico interno o en las condiciones externas del país.

En ese sentido, se debe analizar el marco institucional legal en el que opera actualmente el ente emisor, preguntándose, ¿está el banco central capacitado legalmente a intervenir o no, y en qué forma, para el sostenimiento del régimen cambiario?. Y si está capacitado, ¿cuenta con los instrumentos adecuados? ¿El marco jurídico establecido es consistente con el régimen cambiario adoptado? Y si conviniera sustituirlo por otro, ¿dicho marco le permitiría al banco central adoptar y sostener otro régimen?

Como un paso decisivo de reforma en ese sentido, después de muchos años, se aprueba y se ejecuta a partir del 3 de Noviembre de 1995 la Ley Número 7558, Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, la cual da facultades de acción importantes en materia cambiaria.

e- Autonomía efectiva del Banco Central

Desde el punto de vista legal, se otorgó al Banco Central una mayor autonomía en sus decisiones, ya que debido a una legislación obsoleta sus facultades eran muy limitadas. La aprobación de la Ley Número 7558 ha sido un paso muy importante para el logro de ese objetivo, necesario para la agilidad que el nuevo contexto internacional impone.

La autonomía del Banco Central debe darse frente al gobierno, frente al sector privado y frente al sector externo, y es la única forma de que exista credibilidad por parte de los agentes económicos en la política monetaria y cambiaria.

La ley citada es un paso muy importante, pero se necesita una reforma mayor, donde la participación de los agentes económicos sea más activa y que no se trate de operar solamente a través de decretos o de leyes, de tal forma que haya una mayor independencia de actuación en los mercados y una política general y oportuna del Banco Central.

Esto plantea todo un reto, debido a que el país está involucrado en un proceso de inserción económica internacional, el cual -ceteris paribus- implica una pérdida parcial de la autonomía del ente emisor y una mayor dependencia del valor de la moneda del país de los acontecimientos del sector externo.

3. MODELOS DE DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

a- Modelos propuestos para el trabajo de investigación

Partiendo del postulado de que en el largo plazo los movimientos del tipo de cambio seguirán de una manera aproximada la ruta de los precios relativos y en el corto plazo el valor del tipo de cambio es determinado por la demanda y oferta de activos financieros, se propone desarrollar para la economía costarricense en el período 1992 – 1998, lo siguiente:

i- El modelo de Economía Dependiente, sustentado en la evolución de los precios relativos de los bienes transables y no transables internacionalmente, analizando en los distintos períodos si se cumplen o no las condiciones de equilibrio interno y externo, para definir un período base, construir un índice y determinar una tendencia del tipo de cambio de equilibrio de largo plazo si es el caso, y

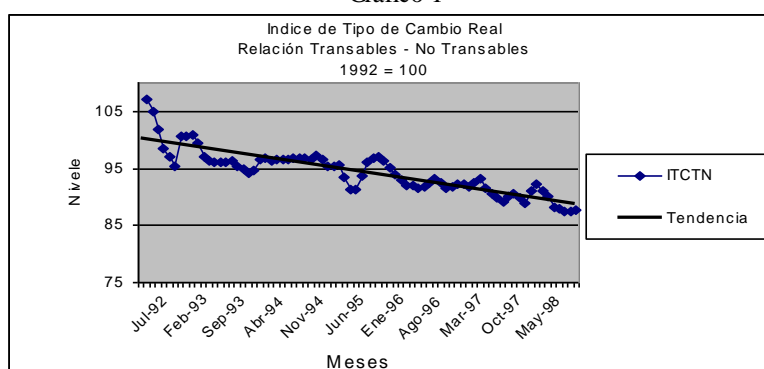
ii- El modelo de Branson, adaptado para simular los tipos de cambio de corto plazo, comparar con la tendencia de equilibrio del tipo de cambio real y detectar si se produjo o no un significativo desalineamiento.

Se encontró que la estructura del modelo de Portafolio de Branson permite simular en el corto plazo el valor del tipo de cambio efectivo de acuerdo con las condiciones del mercado de activos financieros y, a la vez, es susceptible de incorporar factores distintivos de la economía costarricense como la rigidez del nivel de precios a la baja, la deuda pública interna, y las expectativas económicas como variable que influye en la dinámica del tipo de cambio

b- Modelo de Economía Dependiente

El Banco Central de Costa Rica calcula el Índice de Tipo de Cambio Real basado en la relación de los Índices de Precios de los Bienes Transables y no Transables Internacionalmente. El gráfico 1 muestra la tendencia a la baja que ha seguido el tipo de cambio real de Enero de 1992 a Mayo de 1998.

Gráfico 1



Fuente: Sección Balanza de Pagos. Banco Central de Costa Rica.

En el año 1992 que nos sirve de punto de partida (Año Base), podemos detectar una situación de equilibrio externo de la economía costarricense, cuando el déficit de cuenta corriente de la Balanza de

Pagos fue financiado por flujos de capital cercanos al 5% del Producto Interno Bruto (PIB), así como una situación convergente al equilibrio interno debido a que la relación Déficit Fiscal / PIB se ubicó en el orden del 1,1%.

La tendencia del tipo de cambio real a la apreciación dada por la evolución de los precios relativos de los bienes comerciables internacionalmente coincide con una etapa de inserción internacional de la economía distinguida por la apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos.

Ese comportamiento del tipo de cambio real contrasta con la fuerte tendencia alcista del nivel de precios y con la del tipo de cambio nominal determinada por la política de minidevaluaciones del colón con base en el concepto de la paridad del poder de compra (PPC).

Lo anterior se explica en forma significativa por el componente inercial que se encuentra presente en el incremento de los precios como consecuencia de la indización de los salarios y el tipo de cambio con respecto a la inflación pasada, lo cual introduce distorsiones en los precios relativos de la economía y afecta su competitividad internacional.

c- Modelo de Portafolio de Activos Financieros

Según el Modelo de Portafolio de Branson, el tipo de cambio efectivo de corto plazo se puede determinar de acuerdo a las condiciones del mercado de activos financieros, en donde los agentes domésticos mantendrán su riqueza financiera en dinero doméstico BM, bonos públicos internos BP y activos en moneda extranjera DC, de tal forma que:

$$W = BM + BP + DC, \text{ donde } W = \text{Riqueza Financiera.}$$

El modelo dice que los agentes domésticos van a distribuir su Riqueza Financiera en activos internos, activos externos y moneda nacional.

$$\text{Sea } BM = B*W, \text{ o lo que es lo mismo } B = BM / W.$$

$$\text{Sea } BP = P*W, \text{ o lo que es lo mismo } P = BP / W.$$

$$\text{Sea } DC = F*W, \text{ o lo que es lo mismo } F = DC / W.$$

$$\text{Así: } B + P + F = 1.$$

Por lo tanto, de acuerdo al modelo utilizado, las variables dependientes serán:

B = proporción de la Riqueza Financiera que se mantiene en dinero.

P = proporción de la Riqueza Financiera que se mantiene en bonos públicos internos.

F = proporción de la Riqueza Financiera que se mantiene en activos externos.

El comportamiento de estas proporciones según el modelo, se van a explicar fundamentalmente por dos variables, la tasa de interés interna i y por el rendimiento externo RD, medido por la suma de la tasa de interés externa i*, y la tasa de devaluación esperada ê.

Después de analizar profusamente esas relaciones en el modelo, se llegó a determinar que el comportamiento de dichas proporciones se explica adicionalmente en relación con sus valores en el período anterior.

$$\text{Así: } B = f [i, i^* + \hat{e}, B(-1)]$$

$$P = f [i, i^* + \hat{e}, P(-1)]$$

$$F = f [i, i^* + \hat{e}, F(-1)]$$

El modelo incorpora la condición de equilibrio monetario:

$$\text{Oferta de Base Monetaria (OBM)} = \text{Demanda de Base Monetaria (DBM).}$$

El equilibrio monetario se produce al igualarse la Oferta de Base Monetaria compuesta por las Reservas Internacionales (R) más el Crédito Interno al Sector Público (CSP), con la Demanda de Base Monetaria:

$$\text{OBM} = R*TC + \text{CSP} = B*W, \text{ donde } TC = \text{tipo de cambio de la moneda nacional en términos de la moneda extranjera.}$$

De esta forma, se generó el siguiente modelo dinámico:

$$BM = B*W$$

$$BP = P*W$$

$$DC = F*W$$

$$B = \alpha_0*TP + \alpha_1*RD + \alpha_2*B(-1) \text{ Por ser proporción no lleva constante.}$$

$$P = \beta_0*TP + \beta_1*RD + \beta_3*P(-1) \text{ Por ser proporción no lleva constante.}$$

$$F = \lambda_0*TP + \lambda_1*RD + \lambda_3*F(-1) \text{ Por ser proporción no lleva constante.}$$

$$B + P + F = 1$$

Identidad

$$W = BM + BP + DC$$

Riqueza Financiera

$$\text{OBM} = R*IN*TC + \text{CSP} = \text{DM}$$

Equilibrio

Monetario

Finalmente, de la condición de equilibrio monetario se obtiene el tipo de cambio.

$$TC = [OBM - CSP] / RIN.$$

TC = Tipo de Cambio.

Método utilizado para evaluar el modelo de Portafolio adaptado para la economía de Costa Rica (1992 – 1998).

El modelo cumple con la condición de ser un sistema de ecuaciones simultáneas (la distribución de la Riqueza Financiera se hace de acuerdo a las proporciones de los activos, cumpliendo a la vez las condiciones de equilibrio en los respectivos mercados, que dependen del nivel de riqueza) y un sistema autorregresivo (las variables dependientes se explican por el comportamiento de ellas mismas en el pasado).

Haciendo uso del Paquete Econométrico "Econometric Views" (Eviews) para Windows, se pudo estimar el sistema de ecuaciones simultáneas descrito anteriormente, utilizando Mínimos Cuadrados en Dos Etapas.

La información que alimentó a dicho Paquete, proveniente de una hoja electrónica en Excel para Windows, contenía la información mensual desde Enero de 1992 hasta Mayo de 1998, en donde se incluyeron las siguientes variables:

BM = Base Monetaria.

BP = Bonos Internos en poder del sector privado = variable aproximada a los activos financieros internos en poder del sector privado = Bonos de Gobierno Central propiedad del sector privado + Bonos de otras instituciones públicas en poder del sector privado + Bonos de bancos comerciales estatales en poder del sector privado + Bonos de Estabilización Monetaria del Banco Central en poder del sector privado.

TC = Tipo de cambio efectivo = tipo de cambio promedio mensual de la Balanza de Pagos.

D\$ = Depósitos en moneda extranjera en poder del sector privado = variable aproximada a los activos financieros externos en poder del sector privado.

DC = D\$ * TC = Depósitos en moneda extranjera convertidas a moneda local.

TP = Tasa Pasiva a seis meses.

Estimation Method: Two-Stage Least Squares

Sample: 1992:01 1998:05

RD = Rendimiento externo = R\$ + Ee.

R\$ = Rendimiento financiero en títulos denominados en dólares, medido por la tasa LIBOR a seis meses (convertida a colones).

Ee = Tasa de devaluación esperada = E_t / E_{t-1} , donde se supuso expectativas adaptables con previsión perfecta, de acuerdo con la práctica ordinaria de preanunciamiento de los ajustes cambiarios por parte de las autoridades económicas.

W = Riqueza Financiera del Sector Privado = BM + BP + DC.

OBM = Oferta de Base Monetaria = RIN * TC + CSP.

RIN = Reservas Internacionales Netas en dólares.

CSP = Crédito al Sector Público.

B = BM / W

P = BP / W

F = DC / W

B + P + F = 1.

Resultados del Modelo de Portafolio

BM = B * W

BP = P * W

DC = F * W

B = C(1) * TP + C(2) * RD + C(3) * B(-1)

P = C(4) * TP + C(5) * RD + C(6) * P(-1)

F = C(7) * TP + C(8) * RD + C(9) * F(-1)

B + P + F = 1

W = BM + BP + DC

OBM = RIN * TC + CSP

INST = Variables Instrumentales:

Tasa Pasiva (TP), Rendimiento externo (RD) y Riqueza Financiera (W) que se destina a adquirir moneda nacional (B*W), bonos públicos nacionales (P*W) y activos externos (F*W).

Una vez corrido el modelo, se generaron los siguientes datos:

B =

0,00086010292 * TP + 0,0010956812 * RD + 1,0388777 * B(-1)

P = 0,00067968471 * TP - 0,0012797818 * RD + 0,986089 * P(-1)

F =

0,00052584956 * TP + 0,0012245411 * RD + 1,0085835 * F(-1)

B + P + F = 1

W = BM + BP + DC

OBM = RIN * TC + CSP = B * W

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0,000860	0,000506	1,698347	0,0900
C(2)	0,001096	0,001107	0,990055	0,3225

C(3)	1,038878	0,024376	42,61845	0,0000
C(4)	0,000680	0,000323	2,105846	0,0356
C(5)	-0,001280	0,001232	-1,039085	0,2992
C(6)	0,986089	0,020375	48,39595	0,0000
C(7)	-0,000526	0,000417	-1,260707	0,2078
C(8)	0,001225	0,000988	1,238788	0,2159
C(9)	1,008584	0,018736	53,83157	0,0000

Equation: $B = -C(1) \cdot TP + C(2) \cdot RD + C(3) \cdot B(-1)$
R-squared 0,932289 Adjusted R-squared 0,930434
Durbin-Watson stat 1,888135 Prueba h Durbin 0,50

Equation: $P = C(4) \cdot TP + C(5) \cdot RD + C(6) \cdot P(-1)$
R-squared 0,956505 Adjusted R-squared 0,955313
Durbin-Watson stat 1,814970 Prueba h Durbin 0,82

Equation: $F = C(7) \cdot TP + C(8) \cdot RD + C(9) \cdot F(-1)$
R-squared 0,677901 Adjusted R-squared 0,669076
Durbin-Watson stat 2,102733 Prueba h Durbin -0,45

Interpretación de los Parámetros

C(1) = coeficiente que establece la relación entre la Demanda de Base Monetaria y la tasa de interés interna, tiene el signo esperado (-) y es estadísticamente significativo al 9%.

C(2) = coeficiente que establece la relación entre la Demanda de Base Monetaria y el rendimiento en los títulos denominados en dólares, no tiene el signo esperado (-) y no es significativo estadísticamente (32,25%).

C(3) = coeficiente que establece la relación entre la Demanda de Base Monetaria y el patrón de demanda con base en la riqueza financiera (rezago de un período de B), tiene el signo esperado (+) y es completamente significativo desde el punto de vista estadístico (0,0%).

C(4) = coeficiente que establece la relación entre la Demanda de Bonos Públicos Nacionales y la tasa de interés pasiva (TP), tiene el signo esperado (+) y es altamente significativo desde el punto de vista estadístico (3,56%).

C(5) = coeficiente que establece la relación entre la Demanda de Bonos Públicos Nacionales y el rendimiento de títulos denominados en dólares, tiene el signo esperado (-) pero no es muy significativo desde el punto de vista estadístico (29,92%).

C(6) = coeficiente que establece la relación entre la Demanda de Bonos Públicos nacionales y el patrón de demanda con base en la riqueza financiera (rezago de un período de P), tiene el signo esperado (+) y es completamente significativo desde el punto de vista estadístico (0,0%).

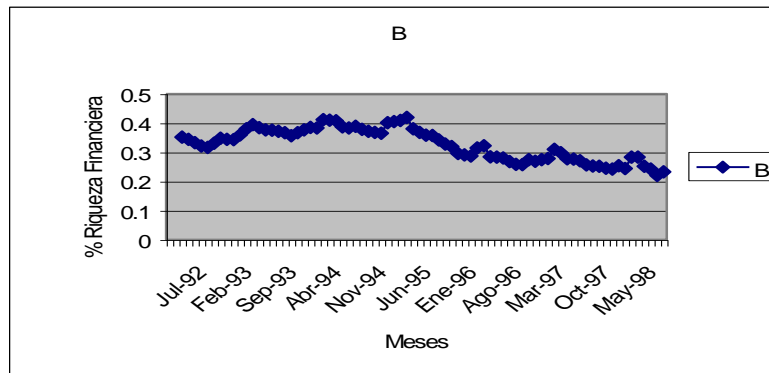
C(7) = Coeficiente que establece la relación entre la Demanda de Activos Externos y la tasa de interés interna, tiene el signo esperado pero no es muy significativo desde el punto de vista estadístico (20,78%).

C(8) = Coeficiente que establece la relación entre la Demanda de Activos Externos y el rendimiento de los títulos externos denominados en dólares, tiene el signo esperado pero no es muy significativo desde el punto de vista estadístico (21,59%).

C(9) = Coeficiente que establece la relación entre la Demanda de Activos Externos y el patrón de demanda con base en la riqueza financiera (rezago de un período de F), tiene el signo esperado y es completamente significativo (0,0%).

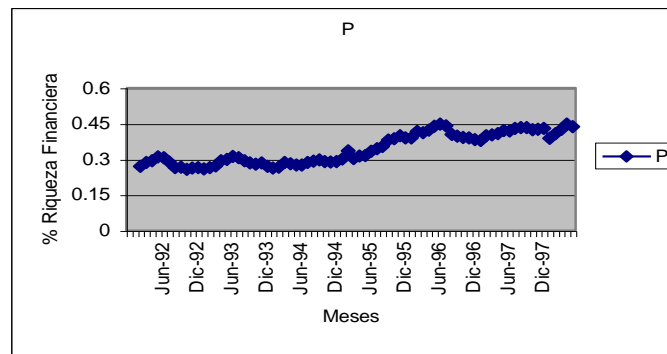
Evolución de las variables simuladas del modelo

Gráfico 2



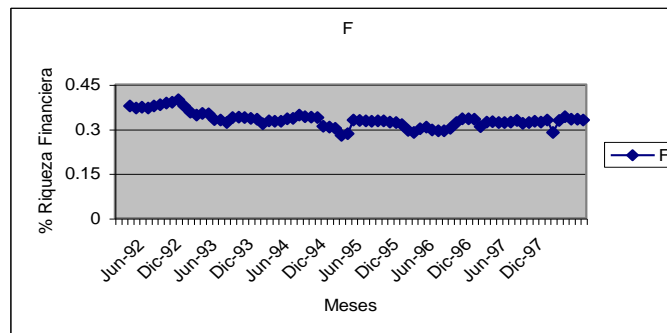
Fuente: Resultados del modelo utilizado.

Gráfico 3



Fuente: idem.

Gráfico 4



Fuente: idem.

La oferta de base monetaria (b), que crecía moderadamente desde el inicio del período considerado, repunta acelerada y perniciosamente desde el punto de vista económico a finales del año 1996.

Las demandas de base monetaria (p), bonos públicos nacionales y activos externos muestran un paulatino crecimiento pari pasu con la sostenida

tendencia decrecimiento de la riqueza financiera privada.

En cuanto a la distribución relativa (f) de la riqueza financiera privada sobresale como tendencia de inicios de 1992 a finales de 1994, un aumento significativo de la demanda de base monetaria nacional y la caída de la tenencia de activos externos en divisas. Los bonos públicos muestran una tendencia constante.

A partir del año 1995 sobresale el marcado ascenso de la tenencia privada de bonos públicos nacionales y una muy marcada caída de la tendencia registrada por las transacciones en moneda nacional. La tenencia de activos externos denominados en divisas del sector privado muestra como tendencia una participación constante.

Interpretación Económica

Los resultados estadísticos obtenidos confirman los postulados económicos básicos del modelo de portafolio de activos financieros utilizado.

- 1- Un aumento en la riqueza financiera implicará un aumento en la demanda de dinero. Para mantener el equilibrio en el mercado monetario, dada una oferta de dinero, la tasa interna de interés debe aumentar. (Coeficiente c(1)).
- 2- La demanda de dinero está determinada en buena medida por un componente de “demanda para transacciones” que guarda estrecha relación con la riqueza (B rezagada un período). (Coeficiente c(3)).
- 3- Los títulos financieros nacionales y extranjeros son sustitutos imperfectos y pesa preponderantemente en ellos la política de tasas de interés (pagadas por el gobierno y el banco central bastante superiores incluso a las tasas pagadas por los depósitos por parte de los bancos comerciales estatales). La demanda de bonos públicos es más sensible que la demanda de activos foráneos ante variaciones en la tasa de interés. (Coeficientes c(4) y c(7)).
- 4- También existe sustituibilidad imperfecta de las monedas nacional y extranjera y los bonos públicos nacionales. Esto estaría explicado por la mencionada distorsión en las tasas de captación de las entidades públicas por varios años, lo cual ha inducido a la formación de un patrón de demanda preferencial por títulos públicos nacionales, y por el factor seguridad de la garantía estatal para sus títulos financieros que amortigua o cancela el “riesgo de pérdida”. Esos factores están pesando más que el denominado riesgo cambiario definido por el diferencial de tasa de interés interna y externa

ajustado por las expectativas de variación en el tipo de cambio.

No es despreciable la condición de “paridad de intereses no-cubierta”, pero requeriría de cambios fuertes particularmente en las tasas externas de interés para poder alterar el escenario financiero sustentado en los aspectos anteriores.

Así las cosas, un aumento en la riqueza financiera implicará *ceteris paribus* un aumento mayor en bonos internos que en demanda monetaria nacional o activos externos. (Coeficientes c(4), c(5), c(7) y c(8)).

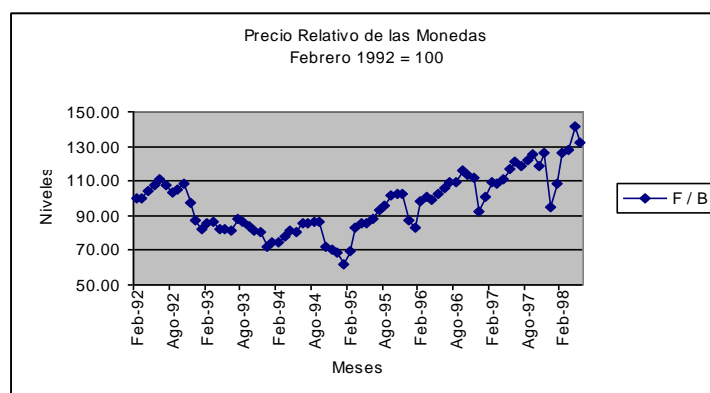
- 5- Una disminución en la tasa interna de interés aumentará el atractivo (demanda) por los activos extranjeros y *ceteris paribus*, lleva a un aumento en el tipo de cambio (depreciación real) aunque no proporcionalmente por ser los activos internos y externos sustitutos imperfectos.

Dado un valor de la tasa interna de interés, si aumenta la cantidad de activos externos (i.e: por una mejora en la cuenta corriente de la balanza de pagos) para que la cartera se mantenga en equilibrio será necesario, *ceteris paribus*, una apreciación real del tipo de cambio y viceversa.

Esta proposición del modelo se confirma con los valores obtenidos de la proporción F/B dado P (precio relativo de la moneda nacional en términos de la moneda extranjera), así como también por el comportamiento del tipo de cambio flexible.

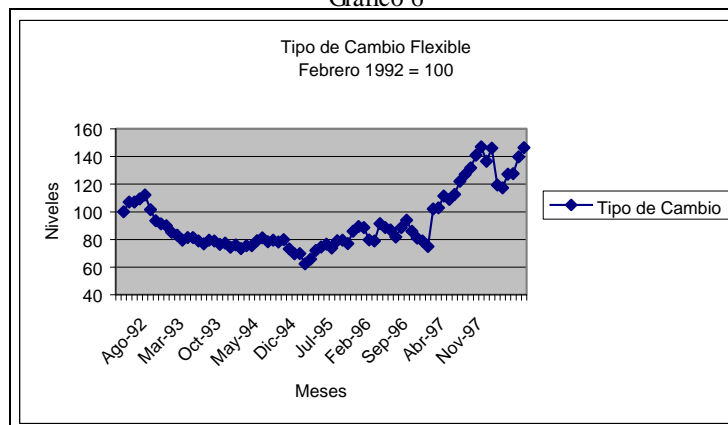
- 6- Un aumento en la oferta monetaria, *ceteris paribus*, aumenta el tipo de cambio en el modelo, como se refleja en los gráficos 5 y 6 referentes a las simulaciones del tipo de cambio del período 1992 – 1998.
- 7- Los efectos riqueza y sustitución presentes en el balance del portafolio financiero que hacen los agentes económicos residentes se confirman con la formación de los patrones de demanda en función de la riqueza financiera total, y por la preponderancia de las tasas internas de interés para la alteración de los valores de B y P, especialmente en los últimos años. (Coeficientes c(3), c(6) y c(9); c(4) y en menor medida c(1)).

Gráfico 5



F/B = Precio relativo de la moneda = Número de unidades de Moneda Extranjera por unidad de Moneda Nacional.

Gráfico 6



Índice de Tipo de Cambio Flexible = OBM / DBM.

El resultado esencial de la aplicación del modelo de Economía Dependiente y del Modelo de Portafolio de Activos Financieros es el contraste de sus resultados con el objetivo de tipo de cambio real constante procurado con la política de minidevaluaciones.

Con el modelo de Economía Dependiente se obtuvo una consistente tendencia de largo plazo a la apreciación real del tipo de cambio.

Las simulaciones del tipo de cambio con el modelo de portafolio de activos financieros, desde el último trimestre de 1992 (en que ya estaba abierta la cuenta de capitales de la Balanza de Pagos) hasta el primer trimestre de 1995, reafirma la tendencia a la apreciación real.

Las autoridades monetarias esterilizaron las entradas de capital para evitar la apreciación real con resultados no deseados.

Las Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central contribuyeron a perpetuar las relativamente altas tasas de interés internas que influyen en las entradas de capital.

Las pérdidas cuasifiscales que conllevan esas operaciones, por la diferencia entre los intereses devengados por las reservas de divisas y los intereses pagados por la deuda en moneda nacional, han sido muy cuantiosas y han crecido consistentemente en el caso costarricense.

Otros instrumentos como los encajes legales han servido complementariamente para aliviar presiones sobre la moneda y para reducir las presiones inflacionarias pero introducen distorsiones en el proceso de intermediación financiera.

De 1995 a mayo de 1998, se destaca el acelerado crecimiento de la colocación de bonos públicos (Banco Central y Gobierno). Para esto

contribuyen decisivamente las mayores tasas pasivas de interés que motivan la sustitución de moneda nacional por bonos públicos en la cartera financiera.

El modelo de Portafolio arroja a partir del segundo trimestre de 1995 y hasta el final del período estudiado una tendencia de depreciación real del tipo de cambio, que coincide con el crecimiento sostenido de la participación absoluta y relativa de la tenencia privada de bonos públicos, la drástica caída de la demanda de base monetaria como porcentaje de la riqueza financiera y una participación relativamente constante de los activos externos en dólares mencionados anteriormente.

A su vez, desde finales de 1996 se acelera marcadamente el crédito al sector público otorgado por el Banco Central (monetización del déficit presupuestario).

La moraleja de esos resultados es entonces, que como la política monetaria se supeditó a la política cambiaria, el peso del ajuste recaerá en gran medida en el campo de las finanzas públicas.

d- Principales limitaciones económicas de los resultados de los modelos utilizados

Dado que el modelo de Portafolio es de corto plazo y en función de activos financieros, se requiere un análisis cruzado de corto y largo plazo entre los rendimientos de los activos financieros y otros activos en la economía, para tener otros elementos de evaluación que contribuyan a una apropiada política financiera y cambiaria.

El Banco Central de Costa Rica recientemente se planteó la conveniencia de construir un Índice de Precios de Activos (IPA).

La construcción de ese índice favorecería la evaluación cruzada que confronte continuamente los resultados del modelo de Portafolio de activos financieros para detectar la posible existencia de movimientos especulativos en la sustitución de activos financieros y no financieros, lo que ayuda a prevenir errores en las políticas económicas.

También contribuiría a un mejor indicador de la relación entre el Índice de precios de los bienes transables internacionalmente y el Índice de precios de los bienes no transables internacionalmente, correspondiente al Modelo de Economía Dependiente

No existe un régimen cambiario óptimo para todos los países, sino que en cada caso depende de la naturaleza de los desequilibrios que afectan la economía y sus características distintivas. Por lo tanto, se evaluarán en el siguiente capítulo las principales opciones cambiarias planteadas en el país desde el punto de vista de la restricción o costo fiscal.

4. RÉGIMEN CAMBIARIO PROPUESTO Y POLÍTICA MONETARIA CORRESPONDIENTE

a- Evaluación de opciones cambiarias

La integración financiera internacional favorecida, entre otras razones, por los avances tecnológicos, provee al país de una mayor cantidad de medios de pago que le son de vital importancia para financiar sostenidamente su persistente déficit en cuenta corriente.

La apertura financiera provee también al país de una mayor disponibilidad de instrumentos financieros (activos y pasivos financieros) para ser utilizados como medios de pago (definiciones de M_3 , M_4 , M_5).

La apertura financiera implica mayor movilidad de capitales, y una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, lo que puede afectar la tasa de interés, el precio de los valores y el tipo de cambio, poniendo en riesgo la estabilidad en el mercado de bienes y servicios y en el mercado de trabajo.

Un buen sistema regulador dirigido por el Banco Central se hace indispensable para evitar o amortiguar una posible crisis financiera interna.

Para que Costa Rica pueda avanzar entonces en una adecuada integración financiera internacional se debe cumplir con las siguientes condiciones necesarias para un sistema financiero eficiente:

- 1- Restauración de la estabilidad macroeconómica, particularmente reducir sosteniblemente la deuda pública interna y el déficit fiscal que se explica por el pago de intereses de los bonos públicos (5% del PIB en 1998).
- 2- Establecer un sistema jurídico más adecuado para el proceso de regulación de las actividades de los agentes financieros.

- 3- Instaurar un apropiado sistema contable por parte de los intermediarios financieros y el Banco Central para un Sistema Integrado de Información.
- 4- Divulgar en forma amplia y bajo reglas claras la información financiera pertinente, especialmente para el público ahorrante e inversionista.
- 5- Mayor grado de competencia en los mercados financieros.
- 6- Papel innovador de los agentes financieros en las funciones de creación de dinero, manejo de los mecanismos de pago e intermediación financiera. Particularmente, la acción oportuna y eficiente del Banco Central para controlar la cantidad de dinero total o de algún componente básico, lo cual depende del régimen cambiario y la movilidad del capital.

Las características conceptuales y prácticas detectadas en capítulos anteriores del sistema de minidevaluaciones (con base teóricamente en la PPC), predominante en el período estudiado (1992 – 1998) señalan la conveniencia de su sustitución.

Entonces, la pregunta que se tiene por delante es ¿Cuál es el régimen cambiario más apropiado para el país en el marco de su integración económica internacional?

Varios aspectos deben encadenarse para poder llegar a una recomendación clara.

Una primera conclusión cualitativa es que el régimen cambiario más conveniente para las

economías pequeñas y abiertas es el vinculado a la divisa con que se tienen los mayores nexos comerciales y financieros. En el caso de Costa Rica con el dólar estadounidense.

Segundo, su definición o implementación debe responder a criterios técnicos e independientes de la discrecionalidad ejercida para cumplir con los propósitos coyunturales del Poder Ejecutivo del país.

Tercero, debe permitir empatar el comportamiento del tipo de cambio efectivo con la tendencia de largo plazo y ser consistente con una política monetaria y fiscal que contribuya a remover las restricciones o desequilibrios macroeconómicos de corto plazo.

Al efecto, el cuadro número 1 siguiente, resume los resultados de las simulaciones cambiarias correspondientes a las siguientes opciones ligadas al dólar estadounidense, bajo criterios técnicos de variabilidad del índice de tipo de cambio, variación requerida en el crédito al sector público (u otro indicador fiscal alternativo) o variación en reservas monetarias internacionales:

- 1- Tipo de cambio fijo.
- 2- Tipo de cambio libre.
- 3- Tipo de cambio con bandas al 10%.
- 4- Minidevaluaciones con una pauta cambiaria objetivo del 10% anual.
- 5- Dolarización.

Cuadro 1

Escenarios Cambiarios (Mayo de 1998)			
	Variabilidad Máxima (Promedio Anual)	Reservas Internacionales (Promedio año 1998 en Millones de dólares)	Crédito Sector Público (Promedio año 1998 en millones de colones)
Tipo de Cambio Fijo	0	-994,48	-259035,76
Tipo de Cambio Libre	± 40%	0	-401069,8
Tipo de Cambio con Bandas (10%)			
Tipo de Cambio Techo	+10%	-904,06	-297045,42
Tipo de Cambio Paridad Central (Promedio)	0	-999,00	-257116,62
Tipo de Cambio Piso	-10%	-1093,93	-217187,83
Tipo de Cambio según minidevaluaciones (con pauta cambiaria objetivo de 10% anual)	+10%	-678,03	-46620,83
Dolarización	$\Delta \% \$ / \text{₡}, \text{£}, \dots$ (1)	$\Delta \text{RIN} = 0$	¢429649 (2)

Fuente: Elaboración propia con simulaciones arrojadas con el Modelo de Portafolio de Activos Financieros.

(1) Variación porcentual del dólar estadounidense en términos de una canasta de monedas fuertes.

(2) El costo fiscal de la dolarización se ha estimado mediante la suma del señoríaje más el impuesto inflación = 3,3% del PIB de 1998. (Señoríaje = 1,5% del PIB e Impuesto Inflación = 1,8% del PIB). Con un PIB nominal en 1998 calculado en ¢2603933 millones, el pago de intereses anual debería reducirse en ¢85929,8 millones (flujo) y el stock de deuda pública bonificada en ¢429649 millones (dada una tasa de interés aproximada del 20%).

Todas las opciones cambiarias excepto, como es de esperar el tipo de cambio libre y la dolarización, tienen un costo por pérdidas significativa de reservas monetarias internacionales o, alternativamente, requieren de una reducción considerable del crédito al sector público, dado el objetivo de volatilidad mínima del tipo de cambio (incluidos esos dos casos).

Al analizar los resultados de los cinco escenarios cambiarios anteriores, se detecta que la variabilidad que alcanza el tipo de cambio (con las simulaciones del modelo) es mayor en el caso del tipo de cambio libre y seguidamente, con bastante diferencia, por el tipo de cambio según minidevaluaciones con una meta o pauta cambiaria de 10% anual y un costo fiscal relativamente bajo, y del tipo de cambio "Techo" del sistema con bandas.

El régimen cambiario con completa flexibilidad (el Banco Central no interviene), la dolarización (desaparece el Instituto Emisor) o el régimen de

bandas cambiarias (flexibilidad limitada dada una meta monetaria del Banco Central en términos de Reservas Internacionales o Crédito al Sector Público), son las tres opciones que podrían empatar el comportamiento de corto plazo del tipo de cambio con su tendencia de largo plazo, si se corrige el desequilibrio macroeconómico fiscal para poder reducir la tasa de inflación y la tasa de variación del tipo de cambio.

Por la combinación de variabilidad y costo fiscal relativamente menor, se considera como la mejor opción un régimen de bandas cambiarias (i.e. ± 10%) apoyada en la reducción del Crédito al Sector Público (equivalente a una reducción en promedio de la Deuda Pública Interna) en al menos ¢257 mil millones.

Régimen de Bandas Cambiarias	CSP = - ¢257000 millones
------------------------------	--------------------------

Se considera que no es manejable ni conveniente desde el punto de vista del objetivo de equilibrio interno y externo de la economía, la posibilidad de asumir el costo por la vía de pérdida de

Reservas Monetarias Internacionales tan cuantiosas como las correspondientes a los casos analizados.

La reducción del Crédito al Sector Público equivalente a una reducción de la Deuda Bonificada interna deriva un pago menor de intereses y, por lo tanto, una reducción permanente del déficit fiscal.

b- La Política Monetaria del Banco Central

Dado que los bonos públicos nacionales, la moneda nacional y los activos externos denominados en dólares son sustitutos imperfectos, y que la movilidad de capitales es mayor desde marzo de 1992 en que se abrió la cuenta correspondiente de la balanza de pagos, la eficacia de la política monetaria del Banco Central exige la identificación de un agregado monetario adecuado para ejercer un control suficiente, no-total por la dificultad que involucra la influencia de los choques externos, para lograr las metas de la programación financiera y monetaria.

En economías abiertas que mantengan tipos de cambio que permitan variaciones endógenas en las reservas internacionales netas del sistema bancario, la balanza de pagos se convierte en una fuente adicional de oferta monetaria. Excepto posiblemente en el plazo muy corto si el impacto monetario de los déficits o superávits de la balanza de pagos son susceptibles de esterilización.

El sistema bancario no tiene ningún control directo de la oferta monetaria que se convierte en una variable endógena del sistema. Lo que el sistema bancario puede hacer es determinar una de las fuentes de la oferta de dinero: el crédito interno.

En una economía abierta, las políticas crediticias representan un método de manejo de la demanda agregada y de la balanza de pagos.

Desde el punto de vista del Balance del Banco Central y en concordancia con el marco conceptual y los resultados del modelo de portafolio de activos financieros utilizado, el agregado monetario pertinente para el control de la variación deseada de la oferta monetaria es el crédito al sector público.

La integración de mercados financieros y la movilidad de capitales requieren de la restricción crediticia acorde con la restricción presupuestaria fiscal, que permita tasas de interés internas favorables para el proceso de intermediación financiera y para el crecimiento económico doméstico.

En ese sentido, la intervención del Banco Central a través de una restricción del crédito al sector público (equivalente a una reducción de la deuda pública interna) puede prolongar las metas del Programa Monetario del año 1998 (revisión divulgada en el mes de junio) referentes al crecimiento del PIB real del 5% y al aumento del crédito al sector privado del 20%; con una tasa de inflación menor al 12 por ciento.

La reducción del pago de intereses (déficit fiscal) por la menor Deuda Interna Bonificada incidiría en la tasa de inflación y en la tasa de variación del tipo de cambio.

El instrumento adecuado es la denominada Operación de Mercado Abierto (OMA), que tiene una incidencia general e indirecta sobre los mercados financieros internos y afectan en un monto exacto equivalente la Oferta de Base Monetaria, dado el multiplicador monetario.

El Ministerio de Hacienda debe capitalizar al Banco Central para que compre Bonos de Estabilización Monetaria, reduciendo el pago de intereses y las pérdidas cuasifiscales. El Banco Central trasladaría Bonos de Tesorería en su poder a dicho Ministerio.

Por otra parte, las autoridades hacendarias pueden avanzar más en la reducción del pago de intereses (déficit fiscal) comprando bonos públicos propiedad del sector privado.

Al reducirse la oferta de dinero y la tasa de inflación, *ceteris paribus*, se reduce la tasa de depreciación real de la moneda (pudiendo llegar a la apreciación real), lo cual permitiría el pago de tasas pasivas nominales menores a los demandantes de títulos públicos nacionales sin alejarse de la combinación de rendimiento real y seguridad que caracteriza la determinación de la selección del portafolio financiero, particularmente en activos internos, por parte de los inversionistas residentes.

El Banco Central y el Ministerio de Hacienda podrían corregir la distorsión de las tasas pasivas ya comentada.

Las tasas de interés activas domésticas podrían ser entonces más favorables para la inversión real y el crecimiento de la producción y el empleo.

La política referida a la Deuda Pública también debe ser utilizada en su vertiente externa para

complementar el financiamiento parcial del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos que provee los ingresos de capital privado asociados a inversión directa extranjera (I.D.E.).

De esta manera, se evitan las políticas contractivas para reducir el déficit en cuenta corriente, estimado en un 4,7% del PIB para el año 1998 de acuerdo con la Revisión del Programa Monetario mencionado.

Se han ponderado tres hechos que gravitarán sobre la economía en los próximos meses para esa recomendación, concretamente para el uso de la autorización legislativa para colocar títulos públicos en los mercados internacionales, en los tractos requeridos hasta un máximo de \$300 millones:

- 1- La crisis de Asia que ha llevado a una cadena de devaluaciones va a implicar – en algún grado – desplazamiento de ventas externas costarricenses y, por tanto, menores ingresos de divisas y de inversión de capital externo hasta que se despeje esa incertidumbre.
- 2- Se ha anunciado por las autoridades de la Oficina del Café de Costa Rica, la caída sensible de los precios y el volumen de producción para la próxima cosecha de café en toda la región centroamericana, lo cual llevaría a una disminución considerable de los ingresos de divisas por exportación.
- 3- El aumento de las importaciones de los últimos meses es predominantemente por adquisición de insumos, bienes intermedios y bienes de capital, y su tendencia total en el año en curso está asociada con la reactivación de la economía.

El aumento recomendado de la deuda externa debe ser en canje con la reducción equivalente de la deuda interna para no alterar la restricción fiscal del endeudamiento público total.

Canje aumento de Deuda Externa por reducción de Deuda Interna:

\$ 300 millones = ₡76000 millones

Reducción del Crédito al Sector Público + Canje Deuda =

Reducción Deuda Interna = ₡257000 mills. + ₡76000 mills. = ₡333000 millones.

La política fiscal debe propiciar la recaudación de la suma señalada para la compra de bonos públicos de fuentes de ingresos o ahorro de gastos, que no sean regresivas en cuanto a su incidencia en la distribución del ingreso y la riqueza.

Esto provocaría como consecuencia adicional una mejor redistribución del ingreso y la riqueza por los menores intereses pagados por bonos públicos propiedad en general de personas con ingresos relativamente altos y en favor de la población consumidora ante una menor tasa de inflación y/o de los beneficiarios del mayor gasto o inversión públicos, por ejemplo salud, educación y seguridad ciudadana, sufragados con el ahorro público generado.

c- Criterios de Desempeño Macroeconómico

La política de Operaciones de Mercado Abierto (OMAS) para el manejo de la Deuda Pública, permitirían mantener en el año 1999 la meta de crecimiento económico real de al menos 5% anual, complementar el financiamiento de IDE para el déficit en cuenta corriente y reducir el déficit fiscal, pudiéndose alcanzar aproximadamente los siguientes criterios de desempeño macroeconómico:

Criterio de Desempeño	Diciembre 1998	Diciembre 1999
1) Déficit Fiscal / PIB	5%	2,5% *
2) Deuda Pública / PIB	75%	60%
3) RIN / Base Monetaria	1,42**	1,13***
4) Déficit Cta Cte / PIB	-4,7%	-4,7%

* Asociado con una reducción de intereses de ₡66600 millones (₡333000 millones x 20% de tasa pasiva).

** Estimado con el promedio de los datos a mayo de 1998.

*** Pronóstico utilizando la tasa de crecimiento de la riqueza financiera privada para 1998 estipulada en la Revisión del Programa Monetario de este año (0,5%) y manteniéndola para el año 1999. Las RIN utilizadas corresponden al caso del tipo de “paridad central” del sistema de bandas cambiarias y cubrirían el 113% de la Base Monetaria.

5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

En el presente trabajo de investigación se expusieron los siguientes aspectos principales:

-El análisis conceptual de las opciones cambiarias en el contexto de la integración económica internacional de la economía costarricense.

- La revisión de las características del régimen cambiario vigente en el país.
- La aplicación al caso costarricense en el período 1992 – 1998 del modelo de Economía Dependiente y del Modelo de Portafolio de Activos Financieros, con resultados

- significativos desde el punto de vista estadístico y económico.
- Identificación de una tendencia de largo plazo a la apreciación real del tipo de cambio.
 - La política monetaria y los desequilibrios fiscales como determinantes de la evolución del tipo de cambio de corto plazo y de su desalineamiento con respecto a la tendencia de largo plazo.
 - Contraste entre los resultados obtenidos del Modelo de Portafolio de Activos Financieros por subperíodos 1992 – 1995 (elevada apreciación real) y 1995 – 1998 (severa depreciación real) y el objetivo pregonado de las minidevaluaciones (teóricamente con base en la PPC) de tipo de cambio real constante.
 - La política monetaria supeditada al objetivo de política cambiaria con un consecuente impacto en las pérdidas cuasifiscales del ente emisor y en el déficit consolidado del sector público.
 - Marcado crecimiento de la colocación de bonos públicos (Banco Central y Gobierno) especialmente a partir del año 1995 en el sistema financiero doméstico.
 - Recomendación de sustituir el régimen de minidevaluaciones con base en la PPC.
 - Evaluación de opciones cambiarias para la economía costarricense.
 - Propuesta de un sistema de bandas cambiarias y política monetaria correspondiente.
 - Criterios de desempeño macroeconómico esperados.

En el contexto de la apertura de la cuenta de capitales de la Balanza de Pagos, los activos externos denominados en divisas como porcentaje de la riqueza financiera muestran una tendencia constante desde el segundo trimestre de 1993, utilizando como variable aproximada los depósitos privados en dólares en el sistema bancario nacional. Su comportamiento en términos absolutos ha sido de crecimiento paulatino excepto en el año 1995 en que crecieron más rápidamente.

Es muy difícil cuantificar o incluso presumir el efecto neto de los flujos de capital (entradas y salidas) por las operaciones de la denominada banca paralela

“off shore”. Sin embargo, los resultados básicos obtenidos en el trabajo de investigación del período 1992 – 1998 son consistentes con lo esperado conceptualmente en un marco de libre movilidad internacional de capitales con tipo de cambio real observado predominantemente fijo, sustituibilidad imperfecta de activos internos y externos e imposibilidad del Banco Central para regular la Oferta Monetaria.

Las limitaciones teóricas y prácticas expuestas sobre los controles de tipo económico a los movimientos de capitales obligan a análisis específicos y continuos de medidas como restricciones al endeudamiento externo del sector privado, y refuerzan la conveniencia de actuar prioritariamente en la reforma propuesta del régimen cambiario (flexibilidad limitada).

Con mayor flexibilidad del tipo de cambio, dentro de márgenes técnicamente definidos, se desestiman los movimientos de capital de muy corto plazo y se logra mayor autonomía en el manejo de la política monetaria.

Esa reforma debe apoyarse con una política monetaria del Banco Central dirigida a la regulación de la Base Monetaria (ya que tiene mucho menor influencia sobre el multiplicador monetario) a través de Operaciones de Mercado Abierto, en los términos planteados, lo cual permitirá reducir la deuda pública interna, el déficit fiscal y la tasa de inflación.

Mientras la política monetaria esté tan condicionada por los compromisos fiscales que llegó a asumir, no es posible una contribución categórica de sus operaciones y del funcionamiento del tipo de cambio para el equilibrio interno y externo de la economía costarricense.

Es necesario actuar de inmediato para resolver el problema de la Deuda Pública y remover el desequilibrio fiscal, propiciando el éxito de la reforma cambiaria propuesta y el cumplimiento gradual de criterios de desempeño macroeconómico compatibles con una adecuada programación financiera y monetaria de mediano plazo del Banco Central.

BIBLIOGRAFÍA

- Azofeifa, Ana; Kikut, Ana y Zúñiga, Norberto: **“Sostenibilidad del Déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos de Costa Rica”**, DE-DIE-PI-04 – 97. Banco Central de Costa Rica, 1997.
- Banco Central de Costa Rica: **“Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica”**. 27 de noviembre de 1995.
- Bonilla, Francisco; Contreras, Fabián; Saborío, Gabriela y Sequeira, Vladimir: **“Los Regímenes Cambiarios en Costa Rica: Evolución Histórica y Evaluación de Algunas Alternativas Teóricas”**. Serie “Comentarios sobre Asuntos Económicos”, No 170, Banco Central de Costa Rica, 1997.
- Branson, William: **“Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination”**. International Finance Section, Princeton University, New Jersey, USA, 1980.
- Campos, Leonardo: **“Señoraje e Inflación: Impuestos Encubiertos de Amplia Aplicación”**. “Portafolio de Inversiones”, Volumen 5, No 93, mayo de 1997.
- Carretero, Jimena: **“Notas Teóricas: Seminario sobre Política Monetaria”**, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos – Banco Central de Costa Rica, San José, Costa Rica, Setiembre de 1996.
- Chacholiades Miltiades: **“Economía Internacional”** Editorial MacGraw Hill, Bogotá, Colombia. 1985.
- Corbo, Vitorio y Hernández, Leonardo: **“El Ajuste Macroeconómico de los Controles de Capital”**. Citado y comentado en “The Economist”, Febrero de 1995.
- Dornbusch, Rudiger: **“La macroeconomía de una economía abierta”**. Antoni Bosch, editores S.A. Barcelona, España. 1981.
- Edwards, Sebastián: **“Ajuste Cambiario y equilibrio macroeconómico en Costa Rica: Lecciones y Perspectivas”**. En González, C. y Camacho, E. (eds), Políticas Económicas en Costa Rica. Academia de Centroamérica, Costa Rica, 1980.
- Edwards, Sebastián: **“Conceptos y Mediciones del Tipo de Cambio Real en los países en desarrollo”**. En Tomas Grennes (edit): International financial markets and agricultural trade. E. U. 1990.
- Edwards, Sebastián: **“Determinantes Reales y Monetarios de Comportamiento del Tipo de Cambio Real: Teoría y Pruebas de los Países en Desarrollo”**. El Trimestre Económico, Vol. No 56, Fondo de Cultura Económica, México, 1989.
- Edwards, Sebastián: **“El orden sucesivo en la liberalización Económica en los países en Desarrollo”** Revista Finanzas y Desarrollo del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, marzo 1987.
- Edwards, Sebastián: **“Exchange Rate Policy and Macroeconomic Adjustment in Costa Rica 1990 – 1991”**. University of California, Los Angeles, E. U. 1991.
- Edwards, Sebastián: **“La relación entre las tasas de interés y el tipo de cambio bajo un sistema de cambio fluctuante”**. Cuadernos de Economía No 59, Santiago, Chile, 1987.
- Fondo Monetario Internacional: **“Foro Económico sobre Regímenes Cambiarios”**. En FMI Boletín, Volumen 26, Número 21, 1997.
- Gaba, Ernesto: **“Efectividad de la política cambiaria, bienes transables y política monetaria: Resultados para Costa Rica”**. Serie de estudios, Banco Central de Costa Rica, 1991.
- Gaba Ernesto: **“Criterios para Evaluar el Tipo de Cambio de las Economías Centroamericanas”**. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, 1990.
- Gaba Ernesto: **“Ensayos sobre el Papel del Tipo de Cambio en el Ajuste de la Balanza de Pagos”**. En Serie “Comentarios sobre asuntos económicos”, No 100, Banco Central de Costa Rica, 1992.
- Gaba Ernesto: **“Estudio de Target Zones para el Tipo de Cambio”**. Recopilación de Trabajos de Asistencia Económica. Banco Central de Costa Rica, 1992.
- Guardia, Jorge: **“Reformas al Régimen Cambiario”**. Banco Central de Costa Rica, 1992.
- Gujarati, Damodar: **“Econometría”**. Editorial Mc Graw Hill, Segunda Edición, México, 1994.
- Heller Robert: **“Elección de un Sistema Cambiario”**. en Compendio de Lecturas de Finanzas

Internacionales, Escuela de Economía, Universidad de Costa Rica, 1982.

Junguito, Roberto: **"La Independencia de la Banca Central en América Latina"**. Folleto "Curso Banca Central", Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos – Banco Central de Costa Rica, San José, Costa Rica, Setiembre 1996.

Kikut, Ana y Mayorga, Mauricio: **"La Hipótesis de Cointegración y la Estabilidad de la Demanda por Medio Circulante en Costa Rica"**. Serie "Comentarios sobre Asuntos Económicos", No 140, Banco Central de Costa Rica, 1995.

Kikut, Ana; Méndez, Eduardo y Muñoz, Juan: **"Los determinantes fundamentales del tipo de cambio nominal. Un enfoque monetario para Costa Rica"**. Serie "Comentarios sobre Asuntos Económicos", No 127, Banco Central de Costa Rica, 1994.

Krugman, Paul y Obstfeld, Maurice: **"Economía Internacional. Teoría y Política"**. Ed. Mc Graw Hill. Madrid, España. 1994.

Lizano, Eduardo: **"La Reforma financiera en América Latina"**. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. Primera Edición. México. 1993.

Lizano, Eduardo: **"Programa de Ajuste Estructural en Costa Rica"**. Academia de Centroamérica". Costa Rica, 1990.

Madrigal, Jorge; Muñoz, Juan; Villanueva, Marlene y Vindas, William: **"Sobre el Tipo de Cambio Real de Equilibrio y su Medición"**. División Económica, Banco Central de Costa Rica, 1996.

Mayorga, José; Muñoz, Juan y Villanueva, Marlene: **"El Tipo de Cambio sin Intervención del Banco Central en el Mercado Privado de Divisas"**. DIE – PI – 07 – 96, Banco Central de Costa Rica, 1996.

Méndez, Eduardo y Orozco, Norman: **"Sistema de Bandas Cambiarias"**. Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica. 1996.

Muñoz, Juan: **"Análisis de las Condiciones de Mercado para la Operación de Controles de Tipo de Cambio Adelantados"**. DIE – EC – 04 – 97, Banco Central de Costa Rica, 1997.

Muñoz, Juan: **"Interrelaciones del Tipo de Cambio Nominal, la Tasa Interna de Retorno y las Reservas Internacionales Netas"**. DIE – EC – 11 – 96, Banco Central de Costa Rica, mayo 1996.

Muñoz, Juan: **"Nota Teórica sobre Burbujas"**. DIE – NT – 02 – 96, Banco Central de Costa Rica, 1996.

Muñoz, Juan: **"Inferencia Bayesiana y Bandas Cambiarias"**. DIE – NT – 03 – 96. Banco Central de Costa Rica, 1996.

Orozco, Norman: **"Inflación en un Contexto de Bienes Transables y no Transables con Inercia"**. DIE – NT – 03 – 95, Banco Central de Costa Rica, Agosto 1995.

Orozco, Norman: **"El Modelo Australiano o Modelo de Economía Dependiente"**. DIE – EC – 24 – 95, Banco Central de Costa Rica, 1995.

Orozco, Norman: **"Evaluación de la Paridad del Poder de Compra en Costa Rica"**. DIE – EC – 32 – 95, Banco Central de Costa Rica, 1995.

Picado, Roberto: **"Evolución del Régimen Cambiario de Costa Rica: Década de los años Ochenta y principios de la Década de los Noventa"**. Serie "Comentarios sobre asuntos económicos", No 110, Banco Central de Costa Rica, Febrero 1993.

Quirk, Peter: **"Capital Account Convertibility: A new Model for Developing Countries"**. Working Paper No 94 / 81, Fondo Monetario Internacional, Washington, Estados Unidos, 1994.

Banco Central de Costa Rica: **"Revisión del Programa Monetario 1998"**. Periódicos La Nación y la República, junio de 1998.

Rodríguez, Andrés: **"Devaluación y Tasas de Interés en Costa Rica"**, Seminario "Investigaciones sobre Mercados Financieros". Proyecto de Servicios Financieros: Academia de Centroamérica y Ohio State University, San José, Costa Rica, 1992.

Rodríguez, Andrés: **"Costos y Beneficios de la Dolarización"**. Periódico El Financiero, Costa Rica, 14 – 20 de Julio 1997.

Rodríguez, Eddy y Solís, José: **"Armonización de la Política Cambiaria, Monetaria y Crediticia"**. Programa de Apoyo al Desarrollo y la Integración de Centroamérica (PRADIC), Guatemala, Diciembre 1993.

Rubli Kaiser, F: “¿Es compatible el control de la **inflación con el crecimiento económico?**” Banco Central de Guatemala, Volumen 8, No 32, 1997.

Sachs, Jeffrey: “**Asia requiere una mejor medicina**”. Periódico La Nación, Economía y Negocios, 13 de noviembre de 1997.

Sachs, Jeffrey y Larraín, Felipe: “**Macroeconomía en la economía global**”. Prentice Hall Hispanoamericana, S.A. México, 1994.

Torres, Rigoberto: “**El Tipo de Cambio y la Competitividad Internacional**”, Internet <http://www.bccr.fi.cr / CI / Infoenlace / setiembre / charla.html>, 1998.

Viñals, José: “**Hacia una menor flexibilidad de los tipos de cambio en el sistema monetario internacional?**” Banco de España. 1986.

Zini, Antonio: “**Teoría de la Determinación del Tipo de Cambio**”. Revista CEMLA No 33, No 5, Setiembre – Octubre 1987.