

## LA POLÍTICA MONETARIA ANTE LA CRISIS

M.Sc. Fernando Rodríguez Garro<sup>1</sup>

### Resumen

La actuación del Banco Central frente a la crisis ha sido objeto de críticas constantes por distintos sectores del país, pues su accionar se considera pobre e inclusive equivocado. Los problemas de la gestión de la política monetaria no son recientes, iniciaron en el 2006 con la implementación del sistema de bandas cambiarias. El sistema como tal no tiene fallas, sin embargo, las autoridades han cometido errores importantes en su aplicación que dificultan adoptar medidas anticrisis en el presente.

Una política monetaria procíclica es quizás el principal problema que enfrenta el Banco Central, que en la actualidad afronta una fuerte contracción de la economía costarricense y no ha creado las condiciones para aplicar medidas paliativas. Adicionalmente, el Banco aún no reconoce la contradicción de sus medidas y pronto deberá enfrentarse a una disminución de las tasas de interés y un ajuste del tipo de cambio.

### Palabras claves

Banco Central, crisis, sectores económicos, política monetaria, política cambiaria, acción anticrisis.

### Abstract

The Central Bank's performance against the crisis has been the subject of critics by different economic sectors, because its performance is considered poor or even wrong. The problems of management of monetary policy are not recent, initiated in 2006 with the reform of foreign exchange policy. The system itself has no faults, but the authorities have made mistakes in its implementation that difficult the anticrisis action.

A procyclical monetary policy is perhaps the biggest problem facing the Central Bank, which now faces a sharp contraction in the Costa Rican economy and has created the conditions for implementing mitigation measures. Additionally, the Bank still does not recognize the contradiction in their policies, and must soon face a reduction in interest rates and exchange rate adjustment.

### Keywords

Central Bank, crisis, economic sectors, monetary policy, foreign exchange policy, anticrisis action.

---

Recibido el 16 de mayo del 2009.

Aceptado el 18 de julio del 2009.

<sup>1</sup> Economista graduado en la Universidad Nacional, con Maestría en Política Económica del Centro Internacional de Política Económica de la UNA. Ha trabajado como analista en el Ministerio de Economía, Industria y Comercio, así como en el Ministerio de Hacienda. Actualmente es académico de la Escuela de Economía de la Universidad Nacional de Costa Rica.

## Introducción

La actual crisis no tiene precedentes en la historia económica reciente y es la peor crisis desde la gran depresión de 1929. En este contexto, la situación del país se ha visto afectada de forma importante, cuyo grado de impacto en la producción parece estar sorprendiendo a muchos<sup>2</sup>, muy a pesar de que se conocían las vías de transmisión de esta situación en la economía nacional.

Los paralelismos de esta crisis con la crisis vivida por el país en los ochenta son incorrectos, las causas son diferentes y las condiciones económicas de Costa Rica son distintas. Esta no es una crisis de solvencia externa, como la crisis de los ochenta, pues no tenemos altos niveles de endeudamiento externo ni bajos niveles de reservas. No enfrentamos la posibilidad del impago de nuestras deudas con el exterior, más bien estamos recurriendo al endeudamiento externo como una forma de dinamizar nuestra economía.

Si estamos ante una crisis profunda, sin precedentes en 80 años y muy diferente a la crisis vivida en los ochenta, ¿cómo debemos reaccionar ante ella? Esta pregunta es la que pretende evaluar este artículo con respecto a la actuación de las autoridades del Banco Central, actuación ante la crisis que se considera incorrecta por las razones que se procederá a enumerar y cuyas acciones han sido erráticas desde hace algunos años, creando las condiciones para dificultar el manejo de la crisis y profundizando la caída en la producción nacional y el nivel del empleo.

### 1. Dificultades iniciales para enfrentar la crisis

#### 1.1 Los problemas del manejo cambiario

El 12 de octubre del 2006, el Banco Central decidió migrar de un sistema de minidevaluaciones a uno de bandas cambiarias. En una sesión de la Junta Directiva de la entidad que se llevó a cabo ese día en horas de la noche, se decidieron los valores del “piso” y “techo” de la banda que se aplicarían a partir del día hábil

siguiente y la forma en que estos se ajustarían en el tiempo. A partir de ahí los valores del tipo de cambio del mercado mayorista se mantendrían “pegados” al límite inferior de la banda, lo que en la práctica implicó mantenerse en un sistema de minidevaluaciones diarias, pero con reglas diferentes, ya no sustentado el ajuste diario en la paridad del poder de compra, sino en lo que se hubiese definido para el ajuste del límite inferior de la banda.

Esto obligó al Banco Central a dar dos golpes de timón. A partir del 31 de julio del 2007 se mantuvo fijo el límite inferior en ¢519,16, lo que provocó en la práctica que el tipo de cambio en el mercado mayorista se mantuviera fijo la mayor parte del tiempo. Debido a esta dificultad, y al hecho de que desde finales de enero y hasta finales de octubre se hubiesen acumulado en reservas casi \$667 millones, provocó otro cambio en los valores de la banda durante el mes de noviembre del 2007, llevando el límite inferior de la banda del valor anterior a ¢498,39, y decidiendo que ambos límites se ajustarían diariamente seis céntimos más el límite superior y seis céntimos menos el límite inferior.

Esto no resolvió el problema de la absorción de divisas del Banco Central, más bien tendió a agravarlo. Entre noviembre del 2007 y abril del 2008, el Banco Central de Costa Rica acumuló \$1.137 millones de dólares en reservas internacionales netas. El problema de monetización de los incrementos en las reservas, del que se había quejado el Banco durante el 2007, con el cambio de noviembre más bien se agudizó. Esta situación se considera negativa, porque lanza miles de millones de colones a la circulación que podría provocar posteriormente más inflación, y con esto más problemas para la autoridad monetaria.

A pesar de lo anterior, la experiencia de migrar a un régimen de bandas cambiarias se considera positiva, pues fue la vía adecuada para salir de las minidevaluaciones, cuyo abandono también fue positivo, en términos de reducir o eliminar la inercia inflacionaria presente en la transmisión de precios de los productos importados a los precios locales. Sin embargo, la creación de MONEX y el manejo del régimen de bandas cambiarias por parte del Banco Central han sido erráticos, o sea, las bandas no son el problema, el problema es el manejo que el Banco ha hecho de ellas. Al llevar al país al régimen de bandas cambiarias, el Banco debió centrar su atención en los motivos por los

<sup>2</sup> En el momento de escribirse este artículo se había dado a conocer el valor del mes de febrero del Índice Mensual de Actividad Económica, cuyo nivel fue el menor en todo el tiempo que tiene de calcularse el índice, registrando una caída de 5,1%.

cuales se demandan divisas, incluyendo en esto los incentivos legales para demandar dólares en contraposición con el colón<sup>3</sup>. Adicionalmente debió mantener un marco claro de intervención intrabanda, pues, aunque se acepte que estos lineamientos para la intervención no debían ser públicos como alegaron las autoridades del Banco, no fueron aplicados de forma pareja como sucedió luego con el repunte del tipo de cambio<sup>4</sup>.

En mayo del 2008, el tipo de cambio empieza a fluctuar, despegándose de la banda inferior, fluctuación que se agudiza en el mes de julio, llevando el tipo de cambio de referencia para la venta de ¢522,73 a ¢556,27, entre el 9 y el 17 de julio. En esta ocasión, el Banco toma nuevamente una decisión importante en el mercado cambiario, una decisión que dificultará el manejo posterior de la crisis. La Junta Directiva decide el 16 de julio del 2008 fijar el límite inferior en ¢500 y el límite superior en ¢555,37, por debajo del límite existente en ese momento que era de ¢572,55.

Acotar la banda subiendo el límite inferior no fue una decisión equivocada, pues las presiones reflejadas en ese momento eran claramente al alza. El error fue tratar de contener el tipo de cambio reduciendo el "techo" de la banda, lo cual no permitiría reflejar los valores adecuados de la divisa, reduciendo con esto el tipo de cambio real y abaratando de forma relativa los precios de los productos importados.

### **1.2 Persiguiendo al fantasma de los capitales especulativos**

Esos vaivenes en el mercado cambiario tuvieron un efecto negativo al final: durante muchos meses, la tasa de interés se mantuvo artificialmente baja y el tipo de cambio real por debajo de su nivel deseable de equilibrio.

<sup>3</sup> Con la reciente aprobación de la Ley 8720, se modificó la ley del impuesto sobre la renta, eliminando la exoneración del impuesto del 8% sobre los títulos valores que gozaban los títulos en dólares emitidos por el Ministerio de Hacienda, el Banco Central y los bancos estatales, lo que podría tener una repercusión positiva en la reducción de la demanda de divisas.

<sup>4</sup> Cuando en julio del 2008 el tipo de cambio empezó a subir, el Banco Central intervino en el mercado cambiario, conteniendo el aumento de esta variable. Los argumentos expresados en esa ocasión, en el sentido de que debían evitarse grandes variaciones diarias, no fueron aplicados cuando el tipo de cambio bajó a finales del 2008.

El tema de las tasas de interés vigentes en el país se reconoce hoy como el problema más delicado, pues el Banco ha seguido una política procíclica que sigue manteniendo hasta hoy. Durante la expansión más fuerte de la economía costarricense, el Banco Central bajó sus tasas de interés, llevándolas a niveles récord. La justificación a la reducción de la tasa de interés se dio en el sentido de que "es más un tema de mediano plazo de la inflación y un control del ingreso de capitales especulativos y el efecto de la monetización de esos flujos que entran al país"<sup>5</sup>.

Mantener un tipo de cambio fijo durante gran parte del 2007 no solo provocó una apreciación real del colón, sino que implicó que con una devaluación de casi cero durante los primeros diez meses de ese año y una apreciación fuerte hacia el final de ese período, se rompiera la paridad internacional de tasas de interés, creando un incentivo al endeudamiento en el exterior. Esto podría ser resuelto disminuyendo las tasas, como efectivamente se hizo, pero la disminución de las tasas no corrigió el problema, ya que este se siguió presentando. La disminución de las tasas pasivas en el país no se transmitió de forma efectiva a las tasas activas, lo que siguió manteniendo el incentivo para tomar crédito externo, o para que los bancos locales se endeudaran en el exterior y colocaran sus recursos en el país en forma de crédito. Para el tercer y cuarto trimestres del 2007, la tasa activa ponderada del sistema financiero era de 16,02% y 16,14%, respectivamente, mayor que las tasas activas en el exterior<sup>6</sup>. Sumado a esto, la Reserva Federal inició en septiembre de 2007 una serie de disminuciones de su tasa de interés de referencia, que complicó el panorama.

La decisión tomada en noviembre del 2007, de permitir la revaluación del colón, profundizó la situación antes descrita, que se reflejó en el mayor incremento de las reservas internacionales. Sin embargo, el Banco Central se dedicó a justificar la situación como provocada por los inlujos de capitales especulativos<sup>7</sup>, argumento nunca comprobado. Si el problema hubiesen sido los capitales especulativos, como explicación única del incremento desmedido de las reservas internacionales del Banco Central, ese fenómeno

<sup>5</sup> Entrevista a Francisco de Paula Gutiérrez, Presidente del Banco Central, periódico *La Nación*, viernes 1 de febrero del 2008.

<sup>6</sup> Para esos períodos señalados, la tasa prime era de 7,75% y 7,25%, respectivamente.

<sup>7</sup> *La Nación*, viernes 1 de febrero del 2008.

hubiese tenido impactos en otras áreas de la economía nacional, propiamente en el mercado de valores, lo que hubiese provocado, por ejemplo, un aumento importante de los precios de los títulos negociados en estos mercados y un aumento en las cotizaciones de los fondos de inversión y de pensiones.

Basada en el principio de territorialidad de la tributación, la ley del impuesto sobre la renta aplica un impuesto del 15% sobre los intereses remesados al exterior correspondiente a los créditos otorgados en el país, por entidades financieras del exterior. Esto permite nivelar la situación entre los créditos otorgados por los bancos locales y los créditos otorgados por bancos en el exterior, desde el punto de vista tributario. Si se toma en consideración la tasa cobrada por los bancos en el exterior, la devaluación esperada y el 15% de impuesto sobre los intereses, esos factores juntos podrían desincentivar la toma de un crédito externo en contraposición con la posibilidad de un crédito local.

El problema con esto es que el artículo 59 de la ley del impuesto sobre la renta creó una posibilidad de exoneración, en este caso para las entidades financieras de primer orden o para las entidades financieras “que realizan normalmente operaciones internacionales”<sup>8</sup>, situación que ha sido reforzada con el artículo 61 de la misma ley, que establece la posibilidad a los contribuyentes de solicitar la exoneración del impuesto a las remesas, si en sus países de origen no se les reconoce el pago del impuesto como un crédito fiscal. La responsabilidad de decidir qué banco es una entidad de primer orden o una “entidad financiera que normalmente realiza operaciones internacionales” le corresponde al Banco Central, que ha tenido en ambas listas casi 300 entidades financieras. O sea, el Banco se ha dedicado a facilitar la colocación de crédito en el país por entidades financieras internacionales, incluyendo el crédito de las entidades financieras *off shore*, que hacia finales del 2007 tenían aproximadamente un billón de colones en crédito colocado en el país.

Esta situación no fue adecuadamente valorada por el Banco Central y terminó por volverse en su contra. Para añadir al problema, durante la gestión de Leonel Baruch al frente del Ministerio de Hacienda, se aprobó una adición a la ley del

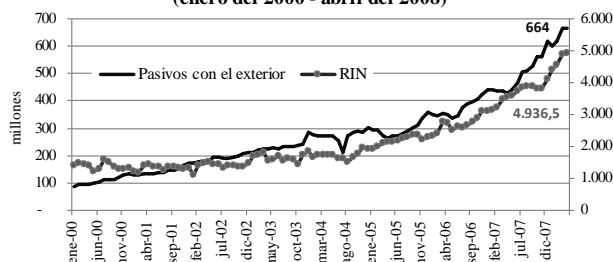
<sup>8</sup> La definición exacta de lo que significa esa frase no existe en la ley ni en algún reglamento.

impuesto sobre la renta, el artículo 61 bis, que creó un impuesto especial de \$125.000 a estos bancos y los exoneró del impuesto a las remesas, así aunque el Banco Central no los exonerara, la ley ya les había dado la ventaja<sup>9</sup>.

De tal forma que al reducirse la devaluación a prácticamente cero, luego del 31 de enero del 2007, y posteriormente revaluarse el colón, luego del 22 de noviembre de ese mismo año, existían fuertes incentivos para endeudarse en el exterior. Además de los créditos otorgados por la banca *off shore* en el país y de los créditos que algunas empresas o personas pudieron adquirir directamente, los créditos que bancos locales tenían con bancos del exterior tuvieron un crecimiento enorme en esos días, pero además de eso, es posible asociar ese aumento de los créditos externos en el país con el crecimiento de las reservas internacionales.

El siguiente gráfico muestra los pasivos financieros de los bancos privados con entidades financieras del exterior y las reservas internacionales netas del Banco Central.

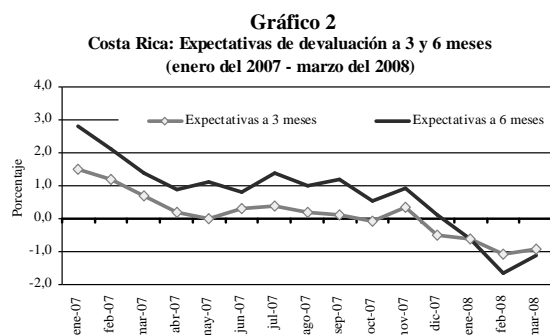
**Gráfico 1**  
Costa Rica: Pasivos de los bancos privados con entidades financieras del exterior y reservas internacionales netas (enero del 2000 - abril del 2008)



Fuente: Banco Central y Superintendencia General de Entidades Financieras.

El crecimiento exponencial que tuvo el crédito externo en el país pudo haber estado impulsado por las expectativas de revaluación que se originaron a partir del ajuste en el límite inferior de la banda cambiaria. Además, las tasas de interés activas en Costa Rica seguían siendo más altas que en el exterior, lo que sumado a las expectativas de revaluación, abrió las puertas para que este fenómeno impulsara la entrada de divisas al país.

<sup>9</sup> Si las entidades financieras *off shore* hubiesen pagado el impuesto a las remesas en lugar del impuesto especial de los \$125.000, habrían pagado 20 veces más de lo que estaban pagando.



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En presencia de este fenómeno, los movimientos de tasas de interés no tendrían mayor efecto, salvo que estos hubiesen sido mayores y se hubieran transmitido a las tasas activas de manera más eficiente. La contradicción en la que cayó el Banco Central, de tener que “escoger entre dos caminos con espinas”<sup>10</sup>, fue provocada por la poca comprensión sobre un fenómeno que hasta la fecha ha sido poco estudiado en el país: la endogeneidad de la oferta monetaria. En ese sentido, la oferta monetaria no es exógena como suponen los modelos neoclásicos y monetaristas, sino que “la cantidad de dinero depende de hecho de una serie de variables” (Fernández y otros, 2003). También se puede decir alrededor de este concepto, que la oferta de dinero no depende de las decisiones del Banco Central, sino que esta depende de la cantidad de dinero creada por los bancos según sea la demanda de crédito que enfrenten, creando tantos depósitos bancarios como crédito les sea demandado, recurriendo para ello, según las tesis poskeynesianas, al refinanciamiento a través del Banco Central (Bailly y Gnos, 2003).

La particularidad en nuestro caso es que los bancos no están supliendo su necesidad de liquidez con dinero que demandan del Banco Central, sino que en este caso sus necesidades de dinero son satisfechas con financiamiento que obtienen del exterior, o con dinero que proveen a través de entidades *off shore* a los demandantes de crédito en el país<sup>11</sup>. En un contexto de endogeneidad de la oferta monetaria como el acontecido en Costa Rica, la tasa de interés pierde toda utilidad como instrumento de política

monetaria y se cae en una fuerte contradicción de sesgo inflacionario: mantener altas las tasas de interés hubiese creado más oferta de dinero del exterior y bajarlas promovía un fuerte consumo, sobre todo de bienes duraderos importados, a la vez que no resolvió el problema de la creación de dinero por la vía del crédito externo, debido a las expectativas de revaluación. Mientras tanto, los bancos satisfacían toda la demanda de crédito de sus clientes: toda la oferta de dinero que creaban los bancos correspondía a la demanda de crédito, o sea, toda la demanda de dinero era satisfecha por una oferta equivalente (Bailly y Gnos, 2003).

El tema de la endogeneidad de la oferta monetaria requiere más estudio del que es posible hacer en este artículo, que está destinado a otros temas, pero es indudable que tiene una consecuencia importante su inclusión en este análisis: el Banco Central se dedicó a perseguir un fantasma, los flujos de capitales especulativos no eran esencialmente el problema, y en ese contexto los movimientos de tasas no resolvieron nada.

Las autoridades monetarias debieron haber eliminado los incentivos existentes al crédito externo y con esto buscar reducir los aumentos de la oferta de divisas para que terminaran por monetizarse<sup>12</sup>, si no lo podían hacer desde el ámbito monetario, debieron recurrir a sus potestades fiscales y revisar la lista de bancos de primer orden e instituciones financieras que normalmente realizan operaciones internacionales, para llevar esta al mínimo de entidades posible y reducir así las exoneraciones del impuesto a las remesas. Esto por supuesto que no se hizo.

Un ejemplo de una acción que se pudo haber implementado en Costa Rica, con el fin de enfrentar este problema, fue el de México; este país hizo una operación bastante interesante con el fin de darles un uso adecuado a sus reservas. El 10 de agosto del 2006, la Secretaría de Hacienda hizo una emisión de títulos con cuyos recursos compró dólares al Banco de México (Banxico), las autoridades monetarias mexicanas usaron los pesos que obtuvieron de la venta de dólares para recomprar bonos de regulación monetaria (*Brems*), emitidos previamente por Banxico. Con

<sup>10</sup> *La Nación*, viernes 1 de febrero del 2008.

<sup>11</sup> Existe evidencia de que algunos bancos comerciales trasladaban parte de sus activos financieros a plazas *off shore*, liberando sus balances de estas operaciones (normalmente más riesgosas) y liberando recursos locales para seguir ofertando crédito.

<sup>12</sup> La ley orgánica del Banco Central no contempla un problema de esta índole y, por lo tanto, no tiene instrumentos legales para atacarlo, al menos no desde el punto de vista monetario. Colombia y Chile han aplicado en años anteriores encajes obligatorios a los flujos de capitales.

los dólares que adquirió de Banxico, la Secretaría de Hacienda pagó de forma anticipada créditos que el país tenía con el Banco Mundial y con el Banco Interamericano de Desarrollo. Esto le permitió a Banxico reducir sus pasivos, utilizando para ellos sus activos sin generar presiones inflacionarias, pero también le sirvió al país para reducir sus obligaciones con el exterior y “pesificar” su deuda pública.

Una operación similar le hubiera servido a Costa Rica para que el Banco Central redujese su deuda, problema que ha arrastrado desde hace mucho tiempo, pero también le hubiese servido al Gobierno para “colonizar” la deuda externa y reducir las obligaciones con el exterior, que hubiera sido una enorme ventaja en el contexto económico actual. Pero además le hubiese servido al Banco Central para reducir los efectos negativos de la monetización de sus reservas, y con esto evitar males mayores en el futuro, así como enfrentar menos presiones en el mercado de valores, por la necesidad de colocar bonos de estabilización monetaria.

Pero mientras el Banco Central concentraba sus esfuerzos en cazar al fantasma<sup>13</sup>, no se hizo nada por tratar de detener el verdadero motivo del crecimiento de las reservas y de la expansión monetaria, ni se compensó esta situación con medidas como la tomada por los mexicanos. La inacción se tradujo en una política monetaria procíclica que echó leña a la hoguera de los precios y permitió que la expansión crediticia se tradujera en una demanda de bienes importados que, junto con el aumento de los precios del petróleo, llevó a un déficit de cuenta corriente sin precedentes, un 9% del PIB en el 2008, según el Programa Macroeconómico 2009-2010. La única ventaja del manejo monetario durante el 2007 y los primeros meses del 2008 fue una recaudación de impuestos récord por la importación de bienes del exterior, por lo demás fue haber puesto las condiciones para el desastre posterior.

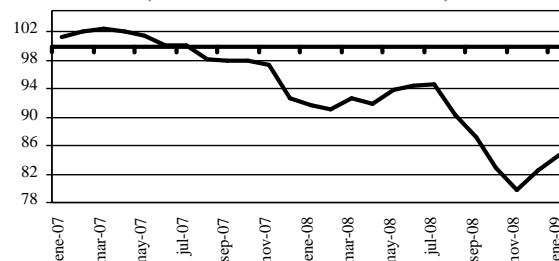
<sup>13</sup> El tema del ingreso de capitales tiene otra utilidad: evitar concentrar el esfuerzo de la reforma del sector financiero en solventar los problemas de endogeneidad de la oferta monetaria, que sin duda reduciría la rentabilidad de algunas participantes de este sector. Siendo así, la inflación pasa de ser un problema técnico a un problema de economía política.

## 2. La atención errática de la crisis

### 2.1 Las primeras señales de la crisis no fueron comprendidas

Como se señaló antes, a partir de la fluctuación del tipo de cambio en julio del 2008, el Banco Central mostró lo que sería posteriormente una actuación equivocada. En ese momento, las autoridades monetarias decidieron sostener los movimientos en el mercado cambiario y contener los aumentos en el tipo de cambio. Esto no evitó el ajuste del tipo de cambio, el cual entre el 9 y el 17 de julio del 2008 se incrementó un 6,4%. Después de haber pasado por varios meses de revaluación, el tipo de cambio requería un ajuste fuerte y no una política deliberada que estuviese dirigida a contener la búsqueda del equilibrio de esta variable. Como se muestra en el siguiente gráfico, las decisiones tomadas en julio del 2008 provocaron una revaluación real del colón de forma artificial, que agudizaría posteriormente la solución de la crisis.

**Gráfico 3**  
Costa Rica: Índice de tipo de cambio efectivo  
real multilateral (ITCER)  
(enero del 2007 - enero del 2009)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Pero no solo llevó erróneamente su política en cuanto al manejo cambiario, que tendría como repercusión inmediata un abaratamiento relativo de los bienes importados, como se señaló antes y se muestra en el gráfico anterior, sino que la defensa del tipo de cambio le provocó al Banco Central una pérdida de reservas entre abril y octubre del 2008 de \$1.311,3 millones, de forma innecesaria. O sea, no se combatió la amenaza de un incremento del déficit de cuenta corriente con un manejo correcto del tipo de cambio, sino que el país perdió más de mil millones de dólares en activos durante ese proceso. A lo errático de esta medida hay que agregarle que en la modificación de los parámetros de la banda cambiaria, en julio del 2008, no se le sumó un ajuste en la pauta de crecimiento del límite superior de la banda, que se mantuvo en seis céntimos diarios, lo que llevó a una devaluación acumulada menor al finalizar el

año, otra muestra de la política tendiente a sostener el tipo de cambio.

El despegue del tipo de cambio del piso de la banda y el posterior ajuste en esta variable fueron tomados por el Banco Central como una oportunidad para realizar ajustes también en las tasas de interés. Entre el mes de abril del 2008 y el mes de febrero del 2009, el Banco ha realizado ajustes importantes en las tasas de interés. Entre esos meses, las tasas se ajustaron de la siguiente manera:

- Las tasas de depósitos *over night* aumentaron de 2,99% en abril a 6,21% en febrero.
- Las tasas de depósitos a 30 días en Central Directo aumentaron de 3,45% en abril a 6,58% en febrero.
- Las tasas de depósitos a 3 meses en Central Directo aumentaron de 3,57% en abril a 7,36% en febrero.
- Las tasas de depósitos a 6 meses en Central Directo aumentaron de 3,97% en abril a 9,46% en febrero.
- Las tasas de depósitos a 12 meses en Central Directo aumentaron de 4,22% en abril a 12,02% en febrero.

Gran parte del ajuste en las tasas de interés las hizo el Banco cediendo a la presión de ciertos sectores que pedían eliminar las tasas de interés negativas, para no castigar el ahorro. La preocupación de estos sectores era que las tasas de interés negativas desestimularan el ahorro, lo cual revela un error conceptual que fue secundado por el Banco Central. El ahorro es una consecuencia del nivel de ingreso y del consumo, o sea, es la parte del ingreso disponible no consumida (Keynes, 1936). Las modificaciones de las tasas pueden afectar las decisiones de inversión de una persona, o sea, la forma en que se distribuirá el ahorro entre distintos activos financieros.

"La tasa de interés no es el "precio" que pone en equilibrio la demanda de recursos para invertir con la buena disposición para abstenerse del consumo presente. Es el "precio" que equilibra el deseo de conservar la riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de este último..." (Keynes, 1936). Considerando que Keynes simplificaba los activos financieros a dos opciones, dinero y bonos, podemos asegurar que de sus palabras se deduce lo antes señalado, con respecto a que la tasa de interés no afecta el monto global del ahorro, sino la forma en que se distribuye este entre uno y otro activo financiero.

Así que en principio motivos equivocados pudieron haber llevado al Banco Central a subir las tasas de interés, pues desincentivar el ahorro no era el problema. La argumentación dirigida a señalar la necesidad de moderar las presiones inflacionarias de la demanda agregada hubiese sido técnicamente más correcta, sin embargo, el argumento del ahorro fue utilizado<sup>14</sup> como una forma de explicar la necesidad de subir las tasas de interés, haciendo eco de los medios de comunicación, de algunos analistas y de algunos banqueros. Por supuesto, esta decisión no previó lo que estaba por venir, pues las autoridades monetarias empezaron a subir las tasas de interés cuando ya se estaba dando una fuerte desaceleración, que se acentuó desde el mes de abril precisamente, mes en que empezaron a subir las tasas de interés.

La política de tasas de interés aplicada desde ese momento no fue consistente con el hecho de que las decisiones de la política monetaria están sometidas a rezagos. Ninguna decisión en este sentido va a provocar un efecto inmediato, o sea, las decisiones de la política deben vigilarse y aplicarse una estrategia "preventiva", con el fin de evitar efectos indeseados posteriores (Blinder, 1998). Precisamente un aumento de las tasas de interés, en momentos en que la economía se desacelera, sería innecesario para controlar la inflación futura, pero tendrá un efecto no deseado en el desempleo. Considerando que la tasa de crecimiento potencial de la economía costarricense se ha ubicado en 4,5%, a partir de mayo era innecesario subir las tasas de interés para controlar la inflación.

Según Blinder<sup>15</sup> (1998), una estrategia "preventiva" de política monetaria se debe llevar a cabo de la siguiente forma:

Primer paso: Se estima cuánto se necesita endurecer o suavizar la política monetaria para acertar con las previsiones hechas en principio por los técnicos del Banco. Entonces se endurece o se suaviza menos.

Segundo paso: Se vigilan los acontecimientos.

<sup>14</sup> "BCCR reconoce inconsistencias en política monetaria", *La Prensa Libre*, sábado 29 de marzo del 2008.

<sup>15</sup> Allan Blinder fue Vicepresidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos y es profesor de economía en la Universidad de Princeton.

Tercer paso: Si las cosas salen como se esperaba, se continúa aplicando la política en línea con lo calculado en el primer paso, ya sea esta una política restrictiva o laxa. Si parece que la economía no está evolucionando como se esperaba, se ajusta la política en consecuencia.

Una estrategia de este tipo no se aplicó, pues no se reconoció el proceso de desaceleración en el que nos encontrábamos en ese momento, como un elemento a considerar en la política de tasas de interés. En febrero del 2008, el Presidente del Banco Central señalaba que la política de tasas no pretendía estimular el crecimiento, que se encontraba por encima de su nivel potencial<sup>16</sup>. A pesar de que este fue el argumento de ese momento, no se tomó en consideración posteriormente.

## 2.2 La agudización de la crisis y la ausencia de una política activa

Cuando menos, la política monetaria tiene que ser neutral. Si esta utiliza como instrumento principal la tasa de interés, la tasa de la política monetaria debe ubicarse en un nivel acorde con el crecimiento potencial de la economía (Blinder, 1998). Si la tasa de interés se fija en un nivel alto en relación con ese nivel “neutral”, la tasa de crecimiento del PIB se ubicará debajo de la tasa potencial de crecimiento, lo cual provocará desempleo, y con un rezago no conocido, la inflación cederá. Ante la primera señal de desaceleración, el Banco Central deberá ajustar su

tasa de política monetaria a la baja, o al disminuir la inflación la tasa real será mayor y el PIB se desacelerará o contraerá aún más, provocando más desempleo (Blinder, 1998).

Nuevamente, esta no fue la acción del Banco Central, y la justificación posterior, cuando la economía empezó su proceso de desaceleración y de aumento simultáneo de tasas de interés, fue que no existían restricciones de liquidez y que no había razones para pensar en una caída en la producción nacional en el 2009<sup>17</sup>. Por supuesto, el último dato disponible de desempleo, según la encuesta de hogares hecha en julio del 2008 y publicada en noviembre de ese año, era de 4,9% en contraposición con el dato de 4,5% del 2007. Si se pudiese contar con un dato más reciente de desempleo, tomado en el momento en que la contracción de la actividad productiva se empezó a presentar, o sea, a finales del 2008 y principios del 2009, probablemente mostrarían datos más negativos de este indicador, justificando la necesidad de una política monetaria expansiva y un cambio en la visión del Banco Central.

Mientras tanto, el proceso de fuerte desaceleración y caída de la actividad económica se fue extendiendo a la mayoría de actividades económicas, no siendo afectadas solo aquellas relacionadas directamente con la exportación o el turismo, sino también las actividades de base local (ver Cuadro N° 1).

**Cuadro 1.**  
**Índice Mensual de Actividad Económica.**  
**Dato interanual por sector económico**

Actividad económica	sep-08	oct-08	nov-08	dic-08	ene-09	feb-09
Agricultura, silvicultura y pesca	5,8%	-0,3%	-8,6%	-3,1%	-9,9%	-9,1%
Industria manufacturera	-2,9%	-10,4%	-20,0%	-15,9%	-19,7%	-17,7%
Extracción de minas y canteras	-11,3%	-1,3%	7,6%	8,0%	-9,3%	-13,2%
Electricidad y agua	1,0%	1,9%	-0,2%	-1,0%	-2,3%	-2,4%
Construcción	9,0%	7,8%	7,1%	6,1%	0,1%	-1,5%
Comercio	4,4%	-0,9%	-4,6%	-0,9%	-5,0%	-7,4%
Hoteles	-0,9%	-5,4%	-5,9%	-6,9%	-12,4%	-8,1%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	3,9%	4,7%	2,1%	7,7%	2,6%	1,9%
Servicios financieros y seguros	13,0%	9,5%	4,9%	7,7%	3,3%	2,2%

Fuente: BCCR.

<sup>16</sup> *La Nación*, viernes 1 de febrero del 2008.



A pesar de los números observados a partir de septiembre y noviembre del 2008, el Banco Central insistía en la necesidad de aplicar una política monetaria restrictiva, con el fin de controlar la inflación y reducir el déficit de cuenta corriente<sup>18</sup>. El argumento fuerte en este punto es que la recuperación de la economía debía venir de la política fiscal. Sin embargo, la contracción económica estaba provocando una desaceleración en la recaudación de impuestos, que se convirtió en una caída en la recaudación desde el mes de febrero del 2009, lo que cerró los espacios de acción de la política fiscal, que ahora tenía que luchar no por aplicar una política expansiva, sino más bien por no restringir el gasto y con ello agudizar la crisis. El otro frente de acción propuesto es el de los créditos externos, sin embargo, ningún crédito externo de la historia reciente había sido negociado, firmado y aprobado en un plazo menor a los dos años, a lo que había que sumarle los retrasos comunes en la ejecución de estos recursos<sup>19</sup>.

Además de dejar la posibilidad de recuperación al lado débil de la política económica, las autoridades monetarias recurrieron al argumento erróneo de la imposibilidad de hacer más laxa su política, debido a la necesidad de controlar la inflación y reducir la brecha externa. La inflación interanual, que aún toma en consideración el Banco Central para fundamentar su accionar, es explicada por los grandes aumentos de precios observados en los meses de mayo a agosto del 2008, por eso aún supera el 12% a marzo del 2009. Si consideramos el aumento de precios entre diciembre del 2008 y marzo del 2009, la inflación ha sido de 0,84%, ni un punto porcentual en cuatro meses, por lo que es incorrecto guiarse por la inflación acumulada sin considerar el proceso de desaceleración del aumento de precios de los últimos meses.

Al problema del manejo del indicador de la inflación, se le suma un gran problema conceptual. Una economía que crece por debajo de la tasa de crecimiento potencial, no tiene problemas de inflación producidos por la aceleración de la demanda agregada (Cuadrado y otros, 1995). En ese nivel de crecimiento existen

recursos productivos que no están siendo utilizados, o sea, hay desempleo de recursos laborales y de capital. Seguir insistiendo en la necesidad de mantener una política monetaria restrictiva para controlar la inflación, cuando la economía se contrae, refleja un error conceptual muy grave y un manejo equivocado de la política económica.

El otro aspecto, el del déficit externo, ha sido mal atendido debido a los errores del Banco en el manejo de su política monetaria. Si utilizamos como parámetro la teoría de la balanza de pagos de los tipos de cambios (Fernández y otros, 2006), el ajuste en el tipo de cambio permite equilibrar la oferta y demanda de divisas, modificando, de esta manera, los precios relativos de los bienes y afectando la balanza de capital por la modificación de expectativas. Si el ajuste no se hace de forma libre o se contiene, de modo que este no se exprese en la forma correcta, es de esperar desbalances en las cuentas externas, pues los precios relativos se alteran de forma artificial, así como se influye sobre las expectativas. De esta forma, el Banco Central ha seguido una política cambiaria contraria al logro del equilibrio en el sector externo, o sea, el Banco es inconsistente con su propia política de equilibrio externo, al hacer relativamente más baratos los bienes importados.

Centrando su política para reducir el déficit de cuenta corriente en el uso de la tasa de interés, en realidad el Banco Central está provocando una profundización de la caída en la actividad económica, la que a su vez reduce la demanda de producto importado, logrando así reducir el desequilibrio. Sin embargo, esta medida tiene un costo altísimo en términos de empleo, además de afectar las posibilidades de inversión de las empresas locales y con esto se arriesga el crecimiento futuro del país. Las autoridades monetarias han optado por escoger el equilibrio por delante del crecimiento, como forma de actuación en el corto plazo.

## Conclusiones

La recuperación económica del país depende del uso de todos los medios posibles para evitar un aumento del desempleo, un congelamiento de la inversión y la desaparición de actividades productivas. Abandonar una parte tan importante de la política económica, como lo es la política monetaria, es cerrar los espacios para la acción

<sup>17</sup> "Banco Central no ve indicios de gran restricción de liquidez", *La Nación*, lunes 22 de diciembre del 2008.

<sup>18</sup> "Poco crecimiento vendrá del consumo interno", *El Financiero*, edición digital, 22 de enero del 2009.

<sup>19</sup> El nivel de ejecución de los créditos externos en el país es pobre y muchas veces se requieren meses y años para iniciar el uso de esos recursos.

encaminada a combatir los efectos negativos de la crisis. En el momento de escribir este artículo, no existía una acción contundente y generalizada en ese sentido, pues la política fiscal estaba sometida a una restricción importante por la caída en los ingresos del Gobierno, no existía una ejecución importante de créditos externos y las autoridades encargadas del manejo de la política monetaria se habían negado a actuar.

En su momento se cometió el error de centrar la atención de las medidas en la reducción del encaje mínimo legal, que podría no ser la vía adecuada, pues no existe evidencia estadística de relación entre el encaje y la reducción de los márgenes de intermediación financiera, a pesar de la insistencia del sector financiero. Precisamente, la reducción del encaje favorecería sobre todo a los intermediarios financieros, sin asegurar un beneficio en términos de tasas de interés. La modificación de la política debe centrarse en la reducción de tasas de interés y luego valorar la posibilidad de actuar sobre el encaje.

Debe olvidarse la inflación como un problema inmediato, ya que este año será el menor de los males. Sin una actuación fuerte y rápida de las autoridades monetarias, corremos el riesgo de un incremento del desempleo y de la pobreza, que será difícil de revertir en los próximos años. La inflación de este año será baja y eso debe abrir espacios para reducir tasas de interés. Sin embargo, no podemos esperar hasta ver una mayor evolución de este indicador, debemos prever su progreso de forma más eficiente y aplicar una política monetaria “preventiva”.

El equilibrio externo se debe buscar otorgando menos peso al efecto de las tasas de interés sobre la demanda de productos importados, pues esto implica una política deliberada de contracción económica. Se debe aplicar una política cambiaria que permita llevar el tipo de cambio real a un nivel de equilibrio, que evite un abaratamiento relativo de los productos importados. A esto se puede sumar una modificación del impuesto selectivo de consumo, aplicado a ciertos bienes suntuarios importados, como los vehículos. Esta modificación, que puede ser temporal, podría

aliviar el peso de las medidas monetarias y abrir más espacio para la reducción de las tasas de interés sin cargar todo el peso en el tipo de cambio.

La reducción de las tasas de interés incentivará la actividad económica, permitiendo con esto una mayor recaudación impositiva. Adicionalmente, menores tasas implican menos gasto por intereses de la deuda del Gobierno. En ambos casos se crean las condiciones para evitar una reducción del gasto público, así como sostener el gasto social para evitar un mayor empobrecimiento de la población.

Finalmente, las medidas se deben aplicar de forma oportuna o se corre el riesgo de que estas lleguen demasiado tarde, con consecuencias sociales muy negativas.

### **Bibliografía**

- Bailly, Jean-Luc y Claude Gnos (2003). “Definición e Integración del Dinero: La Aportación de la Tesis de la Endogeneidad”. En *Teorías Monetarias Poskeynesianas*, Pierre Piégay y Louis Phillippe Rochón, editores. Ediciones Akal, España.
- Blinder, Allan (1998). *El Banco Central: Teoría y Práctica*. Antoni Bosch, España.
- Cuadrado, Juan y otros (1995). *Introducción a la Política Económica*. McGraw-Hill Interamericana, España.
- Fernández, Andrés y otros (2003). *Política Monetaria: Enfoques Alternativos*. Thomson Editores, España.
- Fernández, Andrés y otros (2006). *Política Económica*. McGraw-Hill Interamericana, España.
- Keynes, John Maynard (1936). *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. Fondo de Cultura Económica, México.