PN-ABL-756
Isn 79268

AGENCY FOR INTERNATIONAL DEVELOPMENT
PPC/CDIE/DI REPORT PROCESSING FORM

ENTER INFORMATION ONLY IF NOT INCLUDED ON COVER OR TITLE PAGE OF DOCUMENT

1. Project/Subproject Number: 936-5450

2. Contract/Grant Number: DHR-5450-A-00-9084-00

3. Publication Date: 4/90

4. Document Title/Translated Title:

5. Author(s)
1. Vega, Claudio G.
2.
3.

6. Contributing Organization(s):

7. Pagination: 61p.

8. Report Number: ESO # 1718

9. Sponsoring A.I.D. Office: R&D/EID

10. Abstract (optional - 250 word limit)

11. Subject Keywords (optional)
1.
2.
3.
4.
5.
6.

12. Supplementary Notes:

13. Submitting Official: M. Brinkerhoff, R&D/EID

14. Telephone Number: (703) 875-4491

15. Today's Date: 7/23/92

.....DO NOT write below this line.....

16. DOCID:

17. Document Disposition: DOCRD [ ] INV [ ] DUPLICATE [ ]

AID 590-7 (10/88)

PN-ABL-754

Economics and Sociology
Occasional Paper No. 1718

POLITICAS DE INTERMEDIACION FINANCIERA EN COSTA RICA: CUATRO DECADAS DE EVOLUCION

por

Claudio Gonzalez-Vega

Abril 1990

Agricultural Finance Program
Department of Agricultural Economics
and
Rural Sociology
The Ohio State University
2120 Fyffe Road
Columbus, Ohio 43210-1099

Abstract

This paper examines the evolution of the Costa Rican banking system since its nationalization in 1948, with special emphasis on the financial reforms of the past six years. It claims that the major threats to the success of these reforms are the continued high level of public sector expenditures and the political economy reactions to the loss of entitlements acquired under the old policy regime.

POLITICAS DE INTERMEDIACION FINANCIERA EN COSTA RICA: CUATRO DECADAS DE EVOLUCION

por

Claudio González Vega

I. Introducción[1]

Durante la última década, muchos países en desarrollo han intentado reformas financieras más o menos ambiciosas, con diferentes grados de éxito (Dooley y Mathieson, 1987). Costa Rica no se ha quedado atrás; en especial a partir de 1984, el país ha adoptado un conjunto suficientemente importante de políticas nuevas como para que se pueda hablar de la **reforma financiera costarricense.**

Si bien los cambios que han tenido lugar podrían parecer modestos, a la luz de reformas profundas llevadas a cabo en otras latitudes, para los costarricenses han representado esfuerzos importantes de transformación de la política económica, en vista del intenso matiz ideológico que en este país cubre todo lo que se relaciona con la banca.

A la *nacionalización* de los bancos en 1948 se le ha calificado como "una de las más grandes conquistas de los costarricenses" y esta noción ha ahondado raíces en una ideología nacional compartida sin distinción de partidos. Cualquier intento de modificación del marco

[1] Este capítulo refleja numerosas discusiones y esfuerzos comunes de investigación con varios colegas en Academia de Centroamérica y en Ohio State University. En particular, con Luis Mesalles he explorado la economía política de la nacionalización de los bancos; con Eduardo Lizano he discutido las complejidades de la reforma financiera; con Ronulfo Jiménez he investigado diversas dimensiones del desempeño de los bancos; y con Minor Sagot he intentado conocer las sutilezas de su comportamiento económico. Muchos otros, quienes también han contribuido a mi comprensión del tema, se citan en el texto. La AID ha apoyado mi investigación a lo largo de estos veinte años.

normativo del sistema financiero costarricense ha tenido que enfrentar, en consecuencia, una oposición inmediata y no siempre racional.

Por esta razón, tanto los cambios que han tenido lugar como, sobre todo, las oportunidades que se han abierto hacia el futuro, hubieran sido impensables hace apenas década y media. Tuvo que estar de por medio una severa crisis financiera a principios de la década de los ochentas, para que las reformas se hicieran políticamente aceptables. Es probable, además, que tampoco hubieran tenido lugar con tanto éxito en ausencia del timón flexible, pero sostenido en ese rumbo, de Eduardo Lizano por varios años desde el Banco Central. Aunque con la gradualidad que su estrategia política le ha aconsejado, ya que las reformas han tenido que enfrentar una oposición importante, sus claramente delineadas metas se han ido alcanzando progresiva y sostenidamente (Lizano, 1987).

Las reformas han tenido que ser menos drásticas en Costa Rica que en otras latitudes, en la medida en que los problemas a resolver han sido menos acentuados. No se ha tratado de frenar una hiperinflación galopante, como en los países del Cono Sur de América Latina, sino de corregir distorsiones y deficiencias, cuya incidencia ciertamente ha debilitado la eficiencia de la economía, pero que no han constituido un mal mortal.

Sólo a principios de la década de los ochentas, cuando el desequilibrio fiscal alcanzó niveles sin precedentes, la represión financiera tomó dimensiones agudas y motivó revisiones de política que, en todo caso, ya se habían pospuesto demasiado. Es claro, sin embargo, que de no haberse llevado adelante estas reformas, Costa Rica se encontraría hoy día muy mal preparada para aprovechar las nuevas oportunidades y eludir los renovados peligros im-

plícitos en la profunda transformación que la economía mundial ha venido experimentando durante la última década.

A pesar de su menor gravedad relativa, la corrección de las deficiencias del sistema financiero no ha sido fácil. Las dificultades técnicas han sido, sin duda, menores y las consecuencias de errores potenciales menos dramáticas pero, por esta misma razón, la voluntad política para remover las distorsiones ha sido también menor y la resistencia de los grupos de presión favorecidos por el régimen anterior ha sido más difícil de superar.

La gradualidad de la puesta en práctica de las reformas le ha permitido a estos grupos organizarse para intentar una reversión del proceso antes de que éste concluya y se consolide (González Vega, 1989a). Los logros alcanzados podrían así resultar vulnerables, si el ambiente macroeconómico se deteriorara o si las nuevas autoridades no estuvieran dispuestas a incurrir en el costo político de defender las reformas o de continuar con el progreso.

La pérdida de la disciplina fiscal representa, en particular, la amenaza más importante a un continuado mejoramiento del sistema financiero costarricense. El financiamiento del déficit fiscal no sólo atenta contra la estabilidad del sistema por sí mismo, sino que además la represión financiera resultante abre oportunidades para que los grupos particulares de intereses busquen capturar las mayores *rentas* generadas por un sistema reprimido.[2] Si, por estas razones, el desempeño del sistema financiero deja que desear, los

[2] Se entiende por *rentas* las ganancias pecuniarias derivadas de la intervención estatal, ya sea porque ésta crea oportunidades de explotar poder monopolístico o monopsonístico, usualmente mediante restricciones a la entrada al mercado, licencias, patentes, cuotas y otras limitaciones a las cantidades ofrecidas, o mediante la fijación administrativa de precios (como en el caso de un cartel impuesto por las autoridades), o porque garantizan un acceso

perjudicados por la pérdida de acceso o por la mala calidad de los servicios ofrecidos encontrarán justificación para demandar intervenciones estatales encaminadas a proteger sus intereses específicos y, de esta manera, las distorsiones se multiplicarán nuevamente.

El apoyo de organismos internacionales como la Agencia para el Desarrollo Internacional (AID), el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Inter-Americano de Desarrollo y otros facilitó las reformas, pero sólo una vez que las autoridades costarricenses habían tomado la decisión de llevarlas adelante. La cooperación externa ha contribuido así a volcar el balance de poder interno en la dirección requerida, pero hubiera sido infructuosa en ausencia de una voluntad decidida de parte de las autoridades costarricenses (González Vega, 1989b).

Al igual que en otros países, las reformas han intentado incrementar la competencia y aumentar el papel de las fuerzas del mercado en la determinación de las tasas de interés y de los precios de los servicios bancarios, en la asignación del crédito y en la determinación de los términos y condiciones de los contratos financieros.

Estos intentos han tenido que enfrentar el temor, intenso en algunos sectores, de que el mercado no opere eficientemente en sistemas financieros pequeños y supuestamente imperfectos como el costarricense, temor que se ha visto acentuado por la experiencia no totalmente satisfactoria de algunos países, donde la transición hacia un sistema financiero más eficiente y estable no ha sido fácil (Edwards; McKinnon; Edwards y Edwards, Roe y Popiel).

privilegiado a bienes y servicios que en cambio le está vedado a otros por razones no económicas, o bien porque dan lugar a un subsidio o a una exoneración de impuestos explícita o implícitamente.

No sustentadas en un análisis riguroso y completo de los determinantes del éxito o del fracaso de una reforma financiera, en cada contexto diferente, esas voces temerosas han buscado detener el proceso de liberalización, sin medir los costos sociales de conservar un sistema financiero obsoleto y reprimido durante una coyuntura de profundo ajuste estructural. Así, se han unido al coro de quienes buscan bloquear las reformas para proteger viejos privilegios adquiridos o para no perder la oportunidad de capturar nuevas rentas.

Las dificultades encontradas en algunos países han reflejado la mayor complejidad de sus condiciones iniciales, en comparación con Costa Rica, donde ha existido una larga tradición, interrumpida pocas veces, de tasas de inflación comparativamente bajas, reforzada por el éxito relativo del programa de estabilización iniciado en 1982. La reforma comercial en progreso ha dado lugar, a su vez, a ajustes comparativamente menores, sin mayores traumatismos, en una economía que en todo caso ha sido siempre muy abierta. La literatura técnica que ha evaluado la evolución de las reformas financieras extranjeras ha concentrado su atención, precisamente, en las complicaciones que han estado ausentes en el caso costarricense, tales como una hiperinflación crónica o un proceso acelerado de apertura de la economía, a partir de una economía excesivamente cerrada a los flujos de comercio internacional (Connolly y Gonzalez-Vega, 1987).

Algunas de las lecciones aprendidas en esas experiencias extranjeras son, desde luego, de aplicabilidad en Costa Rica. Estas lecciones sugieren cautela a la hora de diseñar las medidas, pero en ningún momento recomiendan la no adopción de las reformas. No sería posible pensar en una transformación estructural y una reactivación exitosa de la economía costarricense en ausencia de una modernización sustancial de su sistema financiero.

Este trabajo contiene tres secciones. En la primera se presenta el marco conceptual requerido para una evaluación de las políticas financieras. Esta sección identifica conflictos potenciales en la prestación de servicios financieros, cuya resolución es la tarea básica de las políticas financieras.

La segunda sección examina las deficiencias del sistema financiero costarricense, a ser corregidas por las reformas, a la luz de su evolución histórica. Esta evolución ha dado lugar a una **dialéctica regulatoria**, caracterizada tanto por un intervencionismo estatal marcado como por las respuestas, cada vez más audaces, del mercado (Kane, 1987). Con la crisis fiscal a principios de los ochentas, esas respuestas llevaron a una contracción drástica del sistema financiero, a la sustitución de monedas (dolarización) y a la proliferación de actividades financieras no reguladas, en reflejo de los esfuerzos de los agentes económicos por *salirse* de un sistema excesivamente represivo.[3]

Esta contracción del sistema financiero regulado representó, tanto una reducción de la base sobre la que se cobra el impuesto inflacionario, como una disminución del poder de compra de los fondos prestables de los bancos estatales. Al hacerse el sistema financiero regulado muy pequeño en relación con el resto de la economía, dejó de servirle tanto a sus clientes privados como al sector público.[4] Los esfuerzos de las autoridades por retomar el

[3] Cuando una actividad es excesivamente regulada, los perjudicados pueden eludir el impuesto implícito *saliéndose* de la actividad, es decir, desarrollando actividades paralelas, transfiriéndolas a mercados informales, no regulados, o negros, o cambiando de actividad (Lal). Así, el impuesto inflacionario lleva a la dolarización (salir de las tenencias de colones), la represión financiera lleva a la intermediación no regulada o informal y la sobrevaluación del colón lleva a la fuga de capitales.

[4] Se trata, en efecto, de un efecto Laffer, según el cual, de acuerdo con la elasticidad correspondiente, un aumento en las tasas impositivas no necesariamente lleva a una mayor

control perdido eventualmente se encaminaron hacia la liberalización. Al observarse los efectos beneficiosos de la desregulación, la convicción fue gradualmente sustituyendo a la necesidad de restablecer la base del impuesto inflationario, como motivación para las reformas, y el programa de liberalización se volvió más consistente.

La tercera sección discute las reformas adoptadas con posterioridad a la crisis y examina la naturaleza de algunas supuestas dificultades que se han encontrado en el camino.[5] Se concluye en esta sección que los problemas todavía persistentes reflejan una situación fiscal no totalmente bajo control, a pesar de los esfuerzos del programa de estabilización iniciado en 1982. De hecho, la lección más importante de las experiencias de otros países sugiere que mantener el equilibrio fiscal es una condición necesaria para un desempeño exitoso del sistema financiero (McKinnon y Mathieson, 1981).

Tal principio es siempre cierto, sin embargo, con o sin reforma, porque en cualquier caso resulta sumamente difícil hacerle frente a un financiamiento en gran escala del déficit fiscal, sin perjudicar seriamente al sistema financiero. Por esta razón, recuperar la disciplina fiscal constituye la política más importante de promoción del sistema financiera en el futuro inmediato.

recaudación, en vista de la contracción de la base. En este caso, refleja un abuso de la utilización del sistema financiero para actividades cuasifiscales.

[5] Fenómenos que algunos observadores califican como problemas en realidad no lo son. Los sienten como tales sólo quienes desean seguir actuando con la *mentalidad de planificación* que caracterizó al antiguo régimen. Así, se lamentan, por ejemplo, de que "no hay suficiente crédito para arroz", sin percatarse que el propósito de la reforma estructural iniciada es precisamente lograr ese resultado, en vista de la sobreproducción promovida por un excesivo proteccionismo, anteriormente.

II. Marco Conceptual

El supuesto básico del análisis de este capítulo es que la prestación eficiente de servicios financieros tiene un efecto favorable importante sobre:

(a) la productividad de los recursos disponibles y la eficiencia con que éstos se asignan entre usos alternativos;

(b) el volumen y la calidad de los flujos de ahorro e inversión y, por lo tanto, la tasa de crecimiento de la producción;

(c) la estabilidad macroeconómica y la eficiencia con que se enfrenta y se distribuye el riesgo en la economía; así como

(d) la distribución de la riqueza y del ingreso, en la medida en que las transacciones financieras ponen al alcance, de quienes en el presente cuentan con pocos recursos propios, poder de compra adicional para que puedan aprovechar más plenamente sus oportunidades productivas (González Vega, 1986).

En los países en desarrollo, estas contribuciones están asociadas con el aumento en la productividad de los recursos que resulta de la prestación eficiente de al menos cinco tipos de servicios financieros:

(a) la monetización de la economía,

(b) el cambio de monedas,

(c) la intermediación financiera,

(d) el manejo del riesgo y

(e) el apoyo al fisco.

Una correcta evaluación del desempeño del sistema financiero debe estar orientada por la verificación de la eficiencia con que estos servicios son prestados. De la misma manera, una evaluación de las políticas que afectan al funcionamiento del sector financiero debe explorar la medida en que éstas alcanzan una solución adecuada de los conflictos que pueden presentarse cuando con el desarrollo del sistema financiero se persiguen fines múltiples.

La evolución del sistema financiero costarricense ha reflejado los intentos, no siempre exitosos, por resolver especialmente dos de estos conflictos:

(a) el dilema entre la promoción de la intermediación entre ahorrantes e inversionistas privados y de otras dimensiones de la profundización financiera, por un lado, y el grado de apoyo fiscal encomendado a los bancos, por el otro, así como

(b) el dilema entre la defensa de la estabilidad del sistema monetario, por un lado, y una óptima asignación del crédito, según rendimientos y riesgos, por el otro, con el fin de promover el crecimiento económico.

Los servicios de monetización son indispensables para la integración de los mercados de bienes, de servicios y de factores de la producción. Al reducir costos de transacciones en estos mercados, un medio de cambio eficiente fomenta la división del trabajo, la especialización y el intercambio, así como la competencia, el aprovechamiento de las economías de escala y de las economías de ámbito (*economies of scope*) y la utilización de tecnologías modernas de alto rendimiento, siendo estos los más poderosos mecanismos de aumento de la productividad de los recursos disponibles.

El principal enemigo de la monetización eficiente es la inflación, la que a su vez lleva a la sustitución de monedas (dolarización) y a la incorporación en las carteras de riqueza de activos (bienes raíces, cuentas bancarias en el extranjero, joyas) con un bajo rendimiento social, pero con una mejor capacidad que la moneda nacional para conservar valor ante aumentos en el nivel general de precios. Por esta razón, un manejo macroeconómico que evite la inflación en un requisito indispensable para la eficiencia y progreso del sistema financiero.

Servicios eficientes de cambio de monedas promueven, a la vez, la integración de los mercados nacionales con la economía internacional, requisito indispensable para una asignación óptima de los recursos, particularmente en una economía pequeña, donde las oportunidades para la especialización, la competencia y el aprovechamiento de las economías de escala, con base en el mercado interno, son limitadas. Restricciones y distorsiones en el cambio de monedas limitan la oportunidad de aprovechar las ventajas comparativas del país y aumentan los costos de las transacciones con el extranjero.

Una intermediación financiera eficiente permite el traslado de poder de compra desde unidades superavitarias (ahorrantes), donde las tasas marginales de rendimiento son ya comparativamente bajas, hacia unidades deficitarias (inversionistas), donde todavía existen oportunidades para generar tasas marginales de rendimiento elevadas. Esto permite que regiones, sectores y actividades con fuerte potencial de crecimiento puedan atraer recursos, a la vez que quienes no cuentan con esas oportunidades puedan participar en los frutos de una más rápida expansión del producto, mediante la adquisición de activos financieros.

La intermediación financiera hace posible, entre otras cosas, la división del trabajo entre ahorrantes e inversionistas, ya que no hay razón para suponer que quienes en un momento dado tengan capacidad de ahorrar, también posean las mejores oportunidades de inversión. De esta manera, la intermediación permite el aumento del ingreso tanto de los depositantes (unidades superavitarias) como de los prestatarios (unidades deficitarias).

La intermediación implica tanto la movilización de fondos (captación de depósitos) como el otorgamiento de crédito. Mientras que los depósitos permiten la eliminación de usos menos atractivos de los recursos, que ni siquiera generan la tasa de interés que se le paga al depositante, el cobro de una tasa de interés que refleje el costo de oportunidad de los recursos permite la promoción de las actividades socialmente más rentables. Las políticas financieras deben, por estas razones, promover un balance entre los incentivos que se le ofrecen al depositante, para atraer su ahorro, y los que se le ofrecen a los deudores, para promover la inversión.

Uno de los servicios más importantes que un sistema financiero eficiente debe prestar es el manejo de activos a nombre de otros. Idealmente, los intermediarios acumulan información para evaluar las solicitudes de préstamos y vigilan a los deudores, a fin de garantizarse la recuperación de los fondos. En la mayoría de los casos, los costos y los riesgos correspondientes son menores que si los depositantes individuales tuvieran que emprender esa tarea por sí mismos. Si se promueve la confianza entre los depositantes y si estos vigilan el comportamiento de los bancos, se logrará una expansión de las transacciones financieras.

Las restricciones al manejo de sus carteras, sin embargo, con frecuencia eliminan o limitan los incentivos que los intermediarios tienen para destinar los préstamos a los proyectos más rentables o, lo que es igualmente importante, para denegar préstamos para proyectos que no son suficientemente rentables, así como para vigilar a los deudores con diligencia y lograr la recuperación vigorosa de los préstamos. Si, además, los depositantes se encuentran protegidos por un sistema implícito de seguro de depósitos (usualmente por la intervención esperada del Banco Central en caso de dificultades), tampoco se preocuparán por vigilar la calidad de los activos de los bancos donde mantienen sus ahorros y el propósito de esta función del sistema financiero no se logrará.

Otros servicios financieros le permiten a los agentes económicos valuar, compartir y transformar riesgos. Instrumentos financieros eficientes facilitan la acumulación de reservas para precaución y para especulación, así como la utilización de líneas de crédito para hacerle frente al riesgo, liberando recursos para otras actividades productivas. Mecanismos para enfrentar y compartir el riesgo permiten la innovación y la experimentación, dimensiones críticas de la capacidad empresarial que promueve el crecimiento económico.

En vista de las limitaciones de los instrumentos tributarios en los países en desarrollo y de su menor acceso reciente a los recursos del extranjero, el crédito bancario y la colocación de valores en mercados de capital estrechos representan un componente importante del financiamiento del gasto del sector público. En la medida en que la actividad estatal así financiada sea complementaria de la actividad económica privada y los recursos se obtengan a precios y se inviertan con rendimientos que reflejen su costo de oportunidad, este financiamiento contribuye al crecimiento de la producción. Si, por otra parte, los usos

de recursos por parte del sector público tienen un rendimiento marginal menor, esta función fiscal del sistema financiero perjudica la eficiencia económica.

En resumen, la medida en que el sistema financiero contribuye al desarrollo económico depende:

(a) del grado de acceso que amplios segmentos de la población tengan a estos diferentes servicios, tanto préstamos como oportunidades para depositar;

(b) de los volúmenes de poder de compra (montos reales de fondos) que se trasladen, a través de la disciplina del mercado, desde unidades superavitarias hacia unidades deficitarias; es decir, del tamaño del sistema financiero en términos reales;

(c) de la calidad (oportunidad, flexibilidad, conveniencia) de los servicios financieros prestados y, sobre todo,

(d) de la eficiencia con que estos servicios se presten, medida por la magnitud y la dispersión de los costos de transacciones en que incurran todos los participantes en los mercados financieros, tanto los presentes como los potenciales, quienes precisamente podrían estar quedando excluidos por costos de transacciones prohibitivos.

La reducción de los costos de transacciones en que incurren los participantes en el mercado se convierte así en el principal indicador del progreso financiero, ya que permite ofrecerle al depositante una remuneración neta más atractiva por sus ahorros, al mismo tiempo que el costo total de los fondos para el deudor disminuye. Un menor abuso de la función fiscal del sistema financiero también contribuye a reducir el margen de intermediación entre tasas de interés activas y pasivas y, por lo tanto, a disminuir la dispersión de las

tasas marginales de rendimiento a lo largo de la economía, condición para mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos (González-Vega, 1989c).

III. Dilemas para la Política Financiera

En principio, la prestación eficiente de cada uno de estos tipos de servicios financieros contribuye a la expansión y a la eficacia de los demás. Así, por ejemplo, difícilmente podría tener lugar una intermediación financiera de amplia cobertura, en ausencia de una adecuada monetización de la economía. Por esta razón, las condiciones y las políticas que favorecen (o que perjudican) al desarrollo de algunos de estos servicios, usualmente también promueven (o reprimen) a los demás.

La inflación, por ejemplo, no sólo reduce la eficiencia de la moneda nacional como medio de cambio y como depósito de valor, sino que también entorpece su canje por monedas extranjeras, sobre todo en ausencia de una política cambiaria apropiada. Políticas anti-inflacionarias promueven, de esta manera, la prestación de los cuatro primeros tipos de servicios financieros, pero no necesariamente maximizan la recaudación del impuesto inflacionario, una de las herramientas de la función fiscal de la banca. Es aquí adonde surge el conflicto.

Existen circunstancias, por lo tanto, en las que se pueden presentar conflictos derivados de una prestación más amplia de un tipo de servicio a expensas de los otros. Lo más frecuente ha sido el abuso del papel fiscal del sistema financiero, mediante la utilización del impuesto inflacionario o del desplazamiento (*crowding out*) del sector privado en las carteras de crédito, con el propósito de financiar al gobierno. Cuando esto ha ocurrido,

el sistema financiero ha dejado de ser un intermediario eficiente entre ahorrantes e inversionistas privados y se ha convertido en un instrumento fiscal, con el que se ha gravado a los poseedores de activos financieros nacionales, para de esta manera sufragar los gastos del sector público.

La inflación resultante ha inducido la sustitución de monedas y la contracción de la demanda monetaria. Unida a restricciones a las tasas de interés, esta inflación ha provocado la desintermediación en los mercados regulados y ha aumentado el riesgo para los tenedores de activos financieros. Combinada con políticas cambiarias rígidas y distorsionantes, la inflación ha estimulado la especulación y la fuga de capitales. El abuso de esta función fiscal se ha encontrado así a la raíz de las crisis del sistema financiero, como en el caso de la experimentada en Costa Rica a principios de la década de los ochentas (Camacho y González-Vega, 1985).

En otras circunstancias de abuso fiscal, las demandas del sector público en el mercado de fondos se satisfacen, no sólo mediante la utilización del señoraje del Banco Central y la recaudación del impuesto inflacionario, sino mediante el pago de tasas de interés reales elevadas para atraer los recursos, como ha sido el caso en Costa Rica en años recientes. Aunque tal procedimiento no provoca un grado igual de desintermediación es, sin embargo, igualmente distorsionante, ya que en el ejercicio del monopolio de la violencia, el sector público puede ofrecer pagar cualquier tasa de interés, arbitrariamente elevada, y teóricamente garantizarla con su capacidad de gravar a las generaciones futuras con los

impuestos requeridos para atender el servicio de la deuda pública.[6] Como el sector privado, en cambio, no puede comprometerse a pagar una tasa de interés real superior a las tasas marginales de rendimiento de sus proyectos, este procedimiento completa eficazmente el desplazamiento (*crowding out*) buscado.

Por otra parte, las características de una pequeña economía en desarrollo impiden la especialización y la diversificación suficientes de sus mercados financieros. Esto da origen a dilemas adicionales. A niveles de ingresos bajos, con pocas oportunidades para la generación de economías de escala y con información escasa, cara y asimétrica, los mercados de valores no existen o son insignificantes. Por esta razón, los tenedores de activos financieros acumulan principalmente pasivos monetarios y cuasi-monetarios, mientras que la principal fuente de fondos para las empresas que no se autofinancian es el crédito bancario. El peso de la reasignación de recursos en la economía recae así sobre los bancos comerciales y los bancos de desarrollo.

La inexistencia de mercados de valores desarrollados, aunque en sí misma no constituye una distorsión, sí origina un conflicto entre la función de monetización de la economía y las de intermediación financiera y manejo del riesgo. Por un lado, en vista de la importancia de la estabilidad del mecanismo de pagos, la operación de los bancos debe ser conservadora y cautelosa. Su cartera debe ser lo suficientemente sana como para

[6] En el caso costarricense, en la medida en que la demanda de fondos a tasas de interés elevadas la ejerce, en parte importante, el Banco Central, a nombre del sector público no financiero, este mecanismo le genera pérdidas a la autoridad monetaria y, eventualmente, también acelera el proceso inflacionario, como lo describen Delgado y Vargas.

estimular la confianza entre los depositantes. Esto implica la necesidad de limitar su disposición a asumir riesgos.

La intermediación financiera, por otro lado, debe trasladar poder de compra hacia los proyectos potencialmente más rentables, los que con frecuencia podrían ser altamente riesgosos. No puede haber crecimiento, sin embargo, sin la experimentación y sin agentes dispuestos a asumir riesgos. Si el único instrumento de intermediación disponible son los bancos, éstos se verían entonces obligados a asumir riesgos elevados, poniéndose de esta manera en peligro su función monetaria (McKinnon).

Este dilema obliga a las autoridades a diseñar un marco regulatorio que encuentre un balance apropiado entre estas dos funciones del sistema financiero. Esto sugiere, además, la necesidad de eliminar obstáculos para el crecimiento eficiente, pero no prematuro, de los mercados de valores (Cho, 1986). Marcadas economías de escala y elevados requerimientos de información hacen, desafortunadamente, prohibitivamente costosa la operación de un mercado de capitales muy pequeño y, por lo tanto, en países de ingresos bajos el sistema bancario seguirá siendo, por mucho tiempo, el arbitrador principal de rendimientos y riesgos.

La confianza de los depositantes se puede promover también con un seguro de depósitos. El dilema es todavía mayor, sin embargo, cuando existe un sistema de seguros de depósitos o cuando, aún en su ausencia, se espera que el Banco Central intervenga en caso de dificultades y proteja los intereses de los depositantes (Kane, 1989). En estas circunstancias se puede presentar un caso de riesgo moral (*moral hazard*), ya que los banqueros se verán estimulados a tomar más riesgos de los que es prudente aceptar, con

el propósito de ganar intereses más elevados (Stiglitz y Weiss, 1981). Si las cosas salen bien, ese comportamiento les permitirá obtener ganancias jugosas sobre el capital aportado. Si las cosas salen mal, en cambio, las pérdidas para los accionistas serán pequeñas, en vista del apalancamiento de la institución, mientras que los intereses de los depositantes se encontrarán protegidos por el seguro. Esto permite privatizar ganancias y socializar pérdidas.

El Banco Central, con el propósito de evitar las pérdidas implícitas en una operación de salvamento, debe restringir la aceptación de riesgos por parte de los bancos y otros intermediarios financieros y debe impedir la incidencia del riesgo moral, desarrollando un sistema adecuado de supervisión y de vigilancia prudencial y estableciendo requisitos de entrada al mercado.[7]

En resumen, para hacerle frente a los dilemas potenciales en la prestación eficiente de servicios financieros, el papel de las políticas financieras incluye:

(a) un manejo macroeconómico prudente, con una tasa de crecimiento del crédito interno que impida las presiones inflacionarias y reduzca las expectativas de devaluación;

(b) una política de tasas de interés que reconozca un rendimiento neto atractivo para los depositantes y que implique un costo total de los fondos para los deudores modera-

[7] Delgado y Vargas reportan como el salvamento de bancos ha sido fuente importante de pérdidas para algunos bancos centrales de América Latina (Uruguay, Chile), con las correspondientes consecuencias inflacionarias. Las restricciones a la entrada (capital mínimo para los bancos, por ejemplo) sirven para disminuir el riesgo, pero crean oportunidades para ejercitar poder monopolístico en el mercado. Por esta razón, su determinación es un elemento delicado de la política financiera. Las autoridades deben establecer, además, requisitos de operación que protejan a los depositantes pero no repriman el mercado.

do; esto sólo se puede lograr disminuyendo los costos de transacciones y las demandas fiscales sobre el sistema financiero, pero no fijando las tasas de interés por decreto o directriz;[8]

(c) una política de asignación del crédito entre el sector privado y el público (especialmente a través de los encajes) que evite el abuso de la función fiscal del sistema financiero y promueva la profundización financiera; y

(d) un marco regulatorio que prevenga el riesgo moral y que permita una vigilancia prudencial razonable sobre las operaciones de la banca.

IV. Evolución Financiera en Costa Rica: La Nacionalización

Las consecuencias del Decreto de Nacionalización de los Bancos Comerciales del 19 de junio de 1948 han representado las distorsiones (o peculiaridades) más importantes en el sistema financiero costarricense. El decreto tuvo al menos dos consecuencias importantes que deben ser distinguidas:

(a) creó un monopolio (monopsonio)[9] legal, a favor de los bancos estatales (los que con

[8] En los países en desarrollo, las tasas de interés constituyen sólo un componente, no necesariamente dominante, de los costos totales de los fondos. En el caso costarricense representan, en promedio, alrededor de la mitad (González Vega y González Garita). Las tasas de interés tampoco representan bien el rendimiento neto para los depositantes, en vista de los elevados costos de transacciones en que los ahorrantes tienen que incurrir. Aún más, intentos por reprimir las tasas de interés usualmente incrementan los costos de transacciones, obteniéndose el resultado contrario al buscado. Los costos de transacciones se tienen que reducir con mayor competencia, mejores tecnologías financieras y el abandono de la mentalidad planificadora de las autoridades, en lugar de con la fijación arbitraria de precios.

[9] Si bien en Costa Rica se habla del *monopolio* de los bancos estatales (es decir, como si éstos fueran un único vendedor de fondos, a un precio superior al competitivo), se trata

frecuencia actuaron como cartel monopolístico), en el mercado por los depósitos del público, y

(b) transformó tres bancos privados en empresas públicas, al lado del ya estatal Banco Nacional de Costa Rica, establecido desde 1914. Sólo un pequeño banco privado (Lyon) continuó sus operaciones, aunque sin autorización para movilizar depósitos y pronto se especializó en el apoyo a transacciones internacionales.

El monopsonio en la captación de depósitos se convirtió en una restricción a la entrada al mercado sustancial y limitó la competencia en el sistema financiero. A este se le unieron, como restricciones a la entrada adicionales, el acceso al redescuento del Banco Central exclusivamente para los bancos estatales, así como la garantía implícita de devolución de los depósitos al eliminarse la posibilidad de quiebra (implícito seguro de depósitos gratuito para los bancos estatales). La transformación de los bancos en empresas públicas monopólicas modificó, por su parte, tanto la función de objetivos de sus gerentes como los mecanismos de control sobre sus decisiones. Aunque en este trabajo no se intenta evaluar su bondad política, lo cierto es que la nacionalización de los bancos sin duda tuvo consecuencias significativas sobre el comportamiento de sus directores, gerentes y empleados, en cuanto agentes económicos, y en consecuencia sobre su desempeño financiero (González Vega y Mesalles, 1988).[10]

más bien de un *monopsonio* (único comprador de fondos, a una tasa de interés o calidad del servicio inferior a la competitiva), en detrimento, no tanto de los deudores, sino principalmente de los depositantes.

[10] Si bien el trabajo reconoce que el monopsonio en la captación de depósitos por parte de los bancos estatales constituye la distorsión más importante en el sistema financiero costarricense y evalúa las consecuencias negativas de esta medida, cuya eventual eliminación

El dilema entre la protección de la estabilidad del sistema monetario y una aceptación suficiente del riesgo por parte de los bancos, con el fin de promover el crecimiento económico, se intentó resolver en Costa Rica, implícitamente al menos, con la nacionalización.[11] Al ser los bancos propiedad del estado y, por lo tanto, estar exentos del peligro de quiebra legal, se le lanzó la señal a los depositantes de que las autoridades se hacían responsables de la seguridad de los activos financieros que los bancos acumularan, sin necesidad de la existencia explícita de un seguro de depósitos. Desde esta perspectiva, el depositante no tenía nada que temer; las pérdidas potenciales de los bancos habían sido socializadas. En la práctica, esto ha requerido la recapitalización intermitente de los bancos estatales, a costa de los contribuyentes.

Al mismo tiempo, los grupos de poder que nacionalizaron la banca buscaron, entre otras cosas, crear nuevas oportunidades económicas, que los bancos privados de entonces hubieran encontrado demasiado riesgoso financiar. No serían ya más la maximización de las utilidades esperadas y el análisis cuidadoso de la condición de sujetos de crédito, sino criterios *desarrollistas* los que orientarían la asignación del crédito. Como estos nuevos grupos intentaban, además, usar el poder del estado para proteger esas mismas actividades,

representará la reforma más crítica al sistema, también parte del supuesto de que la viabilidad política de esta transformación en el corto plazo es limitada, en vista de las declaraciones tanto del Partido Liberación Nacional como del Presidente Electo. Por eso, el capítulo enfoca la conducción de la política financiera en el supuesto de que ese monopsonio no va a ser eliminado.

[11] En la nacionalización de la banca se encontraba implícita, también, la intención de aumentar su papel fiscal. La Junta estaba inconforme con su dependencia de los bancos privados para poder pagar los sueldos de los empleados públicos (Martén). Una motivación semejante llevó a González Flores a crear el Banco Nacional de Costa Rica en 1914.

consideradas como prioritarias, y garantizar su rentabilidad, el proteccionismo reduciría, en buena medida, el riesgo asociado con el proceso de asignación selectiva del crédito, hacia los sectores prioritarios.

Con el uso de recursos aparentemente baratos (los depósitos) se podría a la vez subsidiar el crédito, para de esa manera aumentar aún más la rentabilidad de las nuevas oportunidades productivas a ser financiadas. Un mayor acceso al crédito subsidiado para segmentos amplios de la población contribuiría, a la vez, a la *democratización* de los servicios financieros, mientras que las ganancias de los bancos, al no ser apropiadas por accionistas privados, representarían un caso de capitalización popular (Facio y otros; Gil; Hess; Valverde). En la práctica, desafortunadamente, los resultados no coincidieron con estos meritorios objetivos presuntos de la nacionalización (González Vega y Mesalles).

El éxito aparente de esta solución sub-óptima habría de ser sólo temporal. Por una parte, las respuestas del mercado ante una intervención extrema, que convirtió al estado tanto en el regular del sistema, como en el dueño de su componente más importante, eventualmente llevaron, a través del proceso de dialéctica regulatoria a que se ha hecho referencia, a la proliferación de intermediarios financieros no regulados y, con ello, a una creciente erosión del monopsonio de los bancos estatales. Este resultado potencialmente beneficioso (reducción del poder monopsonístico) significó a la vez, sin embargo, que una porción cada vez más importante del sistema quedara fuera de la supervisión prudencial de las autoridades.[12] El dilema entre estabilidad y asignación del riesgo requiere una solución

[12] El peligro (y el costo social correspondiente) en la operación de intermediarios financieros no vigilados estriba en que, al depender sus actividades de la confianza del público, las dificultades de uno de ellos pueden dar origen a dificultades para los demás (a

en la Costa Rica contemporánea, que no puede ya más descansar en el monopsonio de los bancos estatales en el mercado por los depósitos del público.

Por otra parte, tras imitar a los bancos privados, en sus primeros días, los bancos estatales evolucionaron hasta convertirse en agencias esencialmente burocráticas, en buena medida a merced de los sindicatos de sus empleados, así como en instituciones dominadas por los intereses de los deudores, tanto públicos como privados (*borrower-dominated*), quienes serían los beneficiarios de los subsidios otorgados a expensas de los depositantes y de los poseedores de activos monetarios, en primera instancia, y de los contribuyentes (nacionales y extranjeros) en segundo término. La falta de responsabilización (*accountability*) de sus funcionarios y la dominación de los bancos estatales por los intereses de los deudores los haría cada vez más vulnerables a las presiones políticas y llevaría, eventualmente, a dificultades financieras y a una reducción de su participación en el mercado.

Con el tiempo, los banqueros originales fueron siendo sustituidos por políticos nombrados por el Poder Ejecutivo en las juntas directivas de los bancos y la búsqueda de subsidios y rentas (*rent-seeking*) a través de la operación del sistema bancario fue en aumento (Solera, 1977). La pérdida de independencia y la politización de los bancos se acentuó con la redefinición de la autonomía, al quitárseles la independencia de gobierno, así como con la ley 4-3 y la introducción de las presidencias ejecutivas, lo que facilitó aún

pesar de su buen desempeño), cuando el pánico lleva a los depositantes a retirar sus fondos simultáneamente (corrida). En ausencia de mecanismos de prestamista de última instancia adecuados, como es el caso en Costa Rica, esto puede llevar a situaciones costosas, como a finales de 1987.

más la intromisión del poder político en la asignación del crédito. Esta intromisión debilitó, a su vez, la calidad de la cartera de los bancos.

Con la nacionalización, no sólo desapareció el control sobre los gerentes ejercido por los accionistas, sino que nunca se definieron criterios precisos para la evaluación del desempeño de los bancos (Lizano, 1977). Esto contribuyó al creciente poder de la burocracia bancaria. El número de empleados de los bancos estatales aumentó, de 686 en 1950, hasta 8.340 en 1986, con lo que la tasa de crecimiento del empleo bancario fue el doble de la correspondiente a toda la economía. No sólo se le pagaron a estos funcionarios salarios superiores a los devengados en ocupaciones equivalentes en otros sectores, sino que una porción importante de las utilidades contables de los bancos se destinaron a beneficios adicionales para los empleados, aun cuando las verdaderas utilidades fueron negativas. Estos poderosos sindicatos fomentaron la rigidez organizacional, obstaculizaron la utilización eficiente de los recursos humanos de la institución y bloquearon tanto la innovación en tecnologías financieras, como el uso de incentivos laborales basados en la eficiencia o en el desempeño del funcionario (Cedeño, 1989).

Así, al adoptar procedimientos que exoneraron a los funcionarios de responsabilidad en la toma de decisiones crediticias, no existieron incentivos en los bancos estatales para un manejo apropiado del riesgo de la cartera (Von Pischke, 1988). Eventualmente, tanto la politización como la burocratización creciente de los bancos contribuyeron a niveles de morosidad elevados, que entorpecieron seriamente su participación en los procesos de intermediación financiera. Con carteras congeladas, sus fondos prestables para operaciones nuevas se contrajeron marcadamente. Al final del proceso, las restricciones en el uso de

fondos para operaciones nuevas les fueron impuestas políticamente desde afuera, a través de la legislación, como la readecuación de deudas de acuerdo con la ley FODEA (Mesalles, 1988).

Así, aunque los bancos estatales continuaron disfrutando del seguro de depósitos implícito en la nacionalización, se volvieron mecanismos insuficientes para atender las nuevas demandas de financiamiento en la economía. A esta poca capacidad de respuesta de los bancos estatales contribuyó también su pasiva dependencia de las directrices del Banco Central.

V. Evolución de las Políticas Financieras

Al Banco Central, creado en 1950, se le encomendó, entre otras cosas, la promoción del desarrollo económico. El instrumento principal para intentar este propósito fueron los topes de cartera. Con estos límites al crédito por actividad, las autoridades buscaron influir sobre la asignación de los recursos, al mismo tiempo que controlaban el ritmo de crecimiento monetario (González Truque, 1964).

Los cuadros de avío, elaborados con participación del Banco Central y de la Comisión de Coordinación Bancaria (mecanismo para manejar el cartel de los bancos estatales), constituían un elemento adicional en este proceso de racionamiento del crédito, acentuado por la utilización de tasas de interés por debajo de su nivel de equilibrio (González Vega, 1987a). Así, el acceso a líneas especiales de crédito y a los subsidios correspondientes generaron *rentas* para los beneficiarios, usualmente organizados en eficaces grupos de presión para capturarlas.

Las deficiencias de este sistema se hicieron cada vez más evidentes (Loría, 1988). El Banco Central tenía que distraer esfuerzos de sus funciones monetarias tradicionales para diseñar y supervisar el Programa Crediticio, cuya ejecución también le resultaba cara a los bancos. En ausencia de información adecuada, los topes de cartera fueron simplemente proyecciones rígidas de los niveles del año anterior, salvo cuando respondieron a la influencia de algún grupo de presión. En la práctica, las predicciones del Programa Crediticio casi nunca se cumplieron.

Por otra parte, más que un límite al monto de crédito por actividad, el tope se fue transformando en un derecho (*entitlement*) a que los bancos prestaran al menos ese monto, con lo que se hizo casi imposible reducir la cantidad prestada para una rama de actividad dada, aún cuando las condiciones hubieran cambiado. De la misma manera, los avíos, calculados con base en costos de producción ideales, pasaron de ser un máximo de referencia, a representar un mínimo *derecho* al financiamiento y cualquier intento de los bancos por prestar menos del avío, "una violación del derecho al crédito". Recientemente, casi todos los agricultores han recibido el monto total del avío, independientemente de sus circunstancias particulares. Dada la gran heterogeneidad que existe entre los clientes, esto ha representado una distorsión importante (Graham, 1988). Estas interpretaciones han generado presiones para que el crédito aumente más rápidamente de lo conveniente.

La burocracia de los bancos encontró, por su parte, conveniente no prestar para un propósito dado, a menos de que el tope correspondiente se hubiera incluido en el Programa Crediticio. De esta manera, los bancos podían culpar al Banco Central ("no hay tope") de

la escasez de fondos prestables, pero también estaban siempre dispuestos a atender a clientes políticamente influyentes ("vamos a ver que podemos hacer en su caso").

El resultado final fue una asignación rígida del crédito, con una cartera que tendía a replicarse todos los años y una renuencia fuerte de los bancos estatales a financiar actividades innovativas. Por eso, cuando las circunstancias cambiaron a inicios de los ochentas, los bancos no estaban preparados para contribuir al ajuste estructural. A pesar de estas rigideces, sin embargo, los bancos casi nunca cumplieron con el Programa Crediticio diseñado para cada año, en vista de las grandes dificultades para pronosticar correctamente la demanda de crédito.

La respuesta del mercado ante los excesos de oferta o de demanda de crédito para propósitos específicos no se hizo esperar. Los clientes aprendieron a solicitar préstamos para los fines para los que había topes disponibles y descansaron en la intercambiabilidad de los fondos (*fungibility*) para emprender los planes de inversión deseados. Así, muchas veces el uso marginal de los fondos por parte de los prestatarios no ha tenido nada que ver con el destino que se ha declarado en la documentación del préstamo.[13] Todo esto elevó, a la vez, sustancialmente los costos de transacciones, tanto para los clientes como para los bancos. Los intentos por dirigir el crédito hicieron que no pudiera ser barato.

El racionamiento del crédito por medio de topes y de avíos se facilitó en vista del exceso de demanda creado por tasas de interés fijadas por el Banco Central por debajo de su nivel de equilibrio, a la vez que el Programa Crediticio ofreció abundantes oportunidades

[13] Esta circunstancia ha introducido muchos sesgos en las cifras sobre el destino de los préstamos y ha limitado mucho la utilidad de la información publicada por el Banco Central al respecto.

para una diferenciación arbitraria y amplia de las tasas cobradas. Programas de crédito subsidiado fueron, además, creados por ley para clientelas especiales, con frecuencia entre las más riesgosas y costosas de atender. De esta manera se legisló que las tasas fueran bajas, precisamente cuando debieran haber sido altas por razones de costo y de riesgo.

Con niveles de inflación bajísimos en los cincuentas y sesentas (inferiores al dos por ciento anual), aún estas tasas preferenciales de interés fueron positivas en términos reales y el subsidio implícito fue moderado. Con la aceleración de la inflación en los setentas, sin embargo, las tasas reales se hicieron negativas y un subsidio sustancial se concentró en pocas manos (González Vega, 1987b). En 1974, por ejemplo, bajo el supuesto de un 10 por ciento como costo de oportunidad de los fondos y con tasas reales de interés negativas (de menos veinte por ciento), la tasa implícita de subsidio fue un 30 por ciento anual. En el caso del crédito agropecuario (que absorbía más de la mitad de la cartera de los bancos y representaba un 60 por ciento del valor agregado por el sector), la transferencia implícita fue equivalente a una quinta parte de dicho valor agregado agropecuario. Esto representa una redistribución muy cuantiosa de la riqueza.

En ese mismo año, un 10 por ciento del número de deudores recibió más del 80 por ciento de los montos de crédito agropecuario desembolsados por el Banco Nacional, la institución que ha atendido a una mayor proporción de pequeños productores. Ese reducido número de clientes se benefició también del 80 por ciento del cuantioso subsidio que se transfirió en ese año (Vogel, 1987). Para 1981, cuando las tasas reales de interés se volvieron particularmente negativas, menos del 10 por ciento del número de deudores recibieron más del 90 por ciento de los montos desembolsados y del subsidio respectivo

(Loría, 1982). De esta manera, el subsidio al crédito ha representado un instrumento bastante regresivo de redistribución del ingreso en favor de unos pocos. El objetivo de democratización no se ha logrado.

La nacionalización de los bancos posiblemente facilitó también el abuso de la función fiscal del sistema financiero. Varias instituciones autónomas y empresas públicas, notoriamente CODESA y el Consejo Nacional de Producción, se convirtieron en grupos de presión para capturar una mayor tajada del crédito interno. Estas dos agencias incluso lograron el acceso automático al crédito del Banco Central. En 1983, los préstamos del Banco a CODESA representaron la mitad de todo el crédito interno para el sector público y un 18 por ciento del crédito interno total, pero sus empresas contribuyeron sólo 1,8 por ciento del PIB y emplearon sólo 0,3 por ciento de la fuerza de trabajo (Vargas, 1987). El crédito se concentró, así, también en manos de entes públicos.

A lo largo de los años, el Banco Central se vió obligado a asumir, además, el riesgo cambiario asociado con flujos de crédito externo para alimentar los programas especiales de crédito de los bancos estatales. Estas contribuciones fiscales eventualmente llegaron a perjudicar seriamente el desempeño del sistema financiero (González Vega, 1985; Vargas y Delgado, 1990).

VI. Las Respuestas del Mercado

Es importante recordar que la estructura regulatoria se aplica sólo a una porción del mercado y, por lo tanto, no lo sustituye totalmente. En los segmentos no regulados, las fuerzas del mercado continúan operando, en búsqueda de los equilibrios inevitables entre

la oferta y la demanda. Esto es particularmente cierto en el caso de los mercados financieros, donde las oportunidades para eludir las reglas formales son especialmente numerosas.

Toda estructura regulatoria da origen a incentivos a que los agentes económicos conduzcan sus operaciones financieras en mercados alternativos, ya sean mercados en el extranjero o mercados internos no regulados. Los depositantes se sienten atraídos por rendimientos de los activos financieros que son más elevados en esos otros mercados, mientras que los deudores pueden conseguir en ellos crédito que de otra manera no obtendrían, aunque lo vayan a obtener sólo a tasas de interés no subsidiadas. Los intermediarios que participan en estos mercados se escapan, entre otros, del impuesto que representan los encajes legales. Todos buscan eludir las consecuencias de las restricciones.

Estas acciones impiden una desintermediación financiera más severa, pero posiblemente incrementen los riesgos y los costos de transacciones a nivel de todo el sistema (González-Vega y Zinser, 1987). Así, los mecanismos de evasión pueden reducir los costos sociales de una regulación excesiva, pero sería preferible no tener ninguna de las dos: ni excesiva regulación ni evasión. Los incentivos para buscar esas vías alternativas son mayores entre mayores son los costos que resultan de los controles o mayor es la rentabilidad cuando se operara fuera del sistema regulado (Kane, 1987).

La nacionalización de los bancos representó en Costa Rica una barrera de entrada al mercado bastante sustancial, lo que en un primer momento destruyó oportunidades económicas pero que, con el transcurso de los años, inevitablemente también propició la aparición de mecanismos exitosos para aprovechar las ganancias provenientes de eludir esa restricción.

Las primeras evidencias de fisuras en la estructura regulatoria surgieron con definiciones bastantes restrictivas de cuáles son los depósitos a que se refiere el monopsonio de los bancos estatales ("los depósitos a la vista y de ahorro, únicamente"). Esta interpretación abrió la oportunidad para que otros intermediarios movilizaran fondos con instrumentos equivalentes a los depósitos a plazo (seis meses y más). Esto permitió la expansión de las financieras privadas no reguladas, con base en la colocación de certificados de inversión y de la captación de fondos externos. En 1963, la AID apoyó la creación de COFISA, financiera de otro cuño, especialmente para que desembolsara crédito de largo plazo. A principios de esta década COFISA ya era la institución financiera privada más grande del país y había representado el antecedente de los nuevos bancos comerciales privados.

Cuando la inflación se aceleró a mediados de los setentas, las financieras privadas comenzaron a pagar tasas de interés por los depósitos más altas que las reconocidas por la banca estatal, cuyas tasas se volvieron negativas en términos reales. Esta competencia exitosa de las financieras, en vista de su más ágil capacidad de reacción, elevó su participación al 7 por ciento de los activos totales del sistema financiero para 1975.

La respuesta de las autoridades implicó un primer reconocimiento explícito del poder de las fuerzas del mercado. En los setentas, para poder competir, los bancos estatales crearon sus propias secciones financieras, en las que ofrecieron instrumentos sustitutos, a tasas de interés similares a las de las financieras privadas. Hasta entonces, los monopsónicos bancos estatales no se habían preocupado por ofrecerle ningún incentivo atractivo a los depositantes. Incluso, a pesar de la muy baja tasa de inflación experimentada antes de 1970, muchas veces los bancos estatales pagaron tasas reales negativas por depósitos a seis meses.

Al crecer en importancia las financieras, se consideró además necesario someterlas a la vigilancia de la Auditoría General de Bancos. En efecto, 20 de las 51 financieras existentes pasaron a ser reguladas en 1972 y otras más lo serían en los años siguientes. Cuando algunas de estas financieras se hicieron suficientemente grandes, se transformaron en bancos comerciales privados, pero sin autorización para movilizar depósitos y sin acceso al redescuento del Banco Central. Esta transformación sujetó, sin embargo, sus captaciones a los encajes legales y sus tasas de interés a la fijación por parte del Banco Central.

A principios de los setentas se estableció también la Bolsa Nacional de Valores, donde con el tiempo verían la luz nuevos mecanismos para eludir las restricciones existentes: certificados de inversión, aceptaciones bancarias, las letras de cambio como valores negociables y, eventualmente, la emisión de títulos de deuda por agentes privados. Más adelante vendrían los Fondos de Inversión y las Operaciones de Administración Bursátil. De igual manera, el sector público contribuiría a la creación de nuevas instituciones financieras con fines específicos, incluyendo el Banco Popular, el DECAP y, más recientemente, el BANHVI (Matarrita y Zúñiga, 1989).

Toda esta proliferación de entidades e instrumentos no ha sido necesariamente evidencia de profundización financiera. Si bien en algunos casos se trata de verdaderas innovaciones financieras, que responden a las crecientes y variadas demandas del mercado, reducen costos y representan legítimas ventajas comparativas en la provisión de servicios financieros, en muchos casos más bien representan ingeniosos mecanismos para eludir las regulaciones que reprimen el mercado o invenciones para hacerle frente al financiamiento

de sectores específicos, no atendidos adecuadamente, ya sea por su dificultad intrínseca o por la misma represión del sistema.

Con el tiempo se ha hecho difícil distinguir cuáles instrumentos y modalidades institucionales representan una verdadera ventaja comparativa dentro del sistema, con una genuina contribución a su expansión, y cuáles son simples subterfugios para evadir controles o intentos de no reconocer los costos económicos de decisiones políticas. La consecuencia ha sido que al final de cuentas no se ha logrado un desarrollo institucional ordenado, que aproveche de la mejor manera posible las ventajas de los diferentes intermediarios especializados y que promueva una división del trabajo óptima en el sistema.

Esta vigorosa respuesta del mercado ha sido, sin duda, preferible a que la represión hubiera sido efectiva porque, de haberse acatado en todas sus dimensiones el monopsonio legal de los bancos estatales en el mercado de depósitos, el grado de desintermediación financiera que el país hubiera sufrido hubiera sido todavía más profundo. Lo deseable hubiera sido no tener ni uno ni otra.

VII. Profundización y Represión Financiera

Hasta bien entrada la década de los setentas, Costa Rica experimentó un proceso rápido y bastante sostenido de profundización financiera, si se le mide por las tradicionales razones de magnitudes financieras con respecto al PIB. Tanto la liquidez total (M2) como el crédito interno crecieron rápidamente, en términos reales, en los primeros 30 años después de la nacionalización de los bancos. La liquidez total como proporción del PIB creció del 18 por ciento en 1950 al 42 por ciento en 1978, principalmente como resultado

de la expansión del cuasidinero. De manera semejante, la razón del crédito interno con respecto al PIB aumentó del 22 por ciento en 1950 hasta el 41 por ciento en 1978 (González Vega, 1985). A finales de los setentas, comparada con otros países en desarrollo, Costa Rica había alcanzado una considerable profundización financiera.

Un proceso semejante se observó también en el resto de América Central, resultado de la estabilidad cambiaria y de precios que caracterizó a la región en esas décadas, así como del vigoroso crecimiento económico experimentado (González Vega y Poyo, 1989). La nacionalización podría haber contribuido a este proceso por medio de una rápida expansión de las oficinas bancarias, incluso en las zonas rurales, más allá de lo que los bancos privados hubieran intentado, y a través del seguro de depósito implícito, que habría aumentado la confianza del depositante.

En efecto, Costa Rica llegó a tener una de las razones de población por oficina bancaria más baja del Hemisferio. Al momento de la nacionalización había 43 oficinas bancarias en el país, una por cada 20,000 habitantes, incluyendo 38 que pertenecían al Banco Nacional de Costa Rica (Hess, 1977). Para 1986 había 248 oficinas bancarias, una por cada 10,000 habitantes. Si bien esta proliferación en el número de oficinas bancarias ha reducido los costos de transacciones para los clientes, el monopsonio en el mercado de depósitos se ha traducido en una baja calidad del servicio prestado por los bancos estatales al ahorrante. En definitiva, un manejo macroeconómico que evitó la inflación y la devaluación parece haber sido el principal determinante, más que la nacionalización, del satisfactorio proceso de profundización financiera observado en Costa Rica hasta 1978.

Cuando el manejo macroeconómico se volvió inadecuado, el sistema bancario sufrió un golpe importante. El financiamiento creciente con crédito interno del elevado déficit fiscal hizo imposible conservar el tipo de cambio fijo, llevó a pérdidas cuantiosas de reservas monetarias internacionales y a tasas de inflación y de devaluación nunca antes experimentadas. Entre 1978 y 1982, la liquidez total en términos reales se redujo a sus dos terceras partes, el crédito interno total a sus dos quintas partes y el crédito interno para el sector privado a un tercio de sus niveles anteriores (González Vega, 1985). Mientras que la razón del crédito interno para el sector público con respecto al PIB aumentó sostenidamente, la razón de crédito para el sector privado con respecto al PIB se contrajo del 29 por ciento en 1978, al 18 por ciento en 1986.

Esta dramática contracción del sistema bancario costarricense fue consecuencia principalmente del abuso de su función fiscal, por la vía del impuesto inflacionario y del desplazamiento (*crowding out*) del sector privado en las carteras de los bancos. Al verse gravados en sus tenencias de activos financieros nacionales, los agentes económicos buscaron, a través del mercado, nuevos mecanismos de evasión. La reacción más importante fue la sustitución de monedas y otros cambios de activos en las carteras de riqueza de los ahorrantes (Camacho y González Vega, 1985).

Las financieras y los bancos privados, que habían surgido como instrumentos para eludir los límites a las tasas de interés, los encajes legales y otros impuestos, se convirtieron en mecanismos importantes para la dolarización de la economía, particularmente a través de sus subsidiarias inscritas en Panamá y en otros países vecinos (Sagot, 1985). Incluso los

bancos estatales crearon el Banco Internacional de Costa Rica, como una subsidiaria en el extranjero, para poder competir.

La expansión del sistema bancario costarricense con anterioridad a la crisis había hecho posible un grado de acceso al crédito elevado en comparación con otros países. En particular, las Juntas Rurales de Crédito Agrícola del Banco Nacional de Costa Rica fueron un mecanismo eficaz para brindarle servicios de crédito a una proporción elevada de los productores agropecuarios del país (González Vega, 1973 y González Vega, 1990). Los beneficios de café han sido también un instrumento exitoso para distribuir el crédito rural. Ambos precedieron a la nacionalización de los bancos y se reforzaron con ella. Ya para 1952, las Juntas Rurales otorgaron casi 20,000 préstamos, a una cuarta parte de los agricultores del país. Tras alcanzar un máximo de 24,284 operaciones en 1976, el número de operaciones nuevas de las Juntas Rurales se ha venido reduciendo rápidamente, sin embargo.

Con la crisis, una porción importante de las clientelas marginales fueron expulsadas de las carteras de los bancos y no todas han recuperado de nuevo ese acceso (González Vega, Jiménez y Mesalles, 1989). Al contraerse drásticamente el monto real de los fondos prestables, por una parte diferentes agencias del sector público, entre las que sobresalieron CODESA y el Consejo Nacional de Producción, ejercitaron su acceso privilegiado para aumentar su participación en el crédito total. Los clientes privados importantes, en vista de la magnitud de sus transacciones o de su influencia política, por otra parte, lograron evitar una reducción proporcional en sus saldos deudores. Fueron inevitablemente los

clientes pequeños o costosos de atender quienes sufrieron el peso del severo racionamiento que se hizo necesario.

Estos mecanismos de racionamiento acentuaron la concentración de las carteras de crédito, ya de por sí elevada (González Vega, 1987b). A mediados de la década de los setentas, se estimó que la distribución por tamaño de los préstamos era más desigual que la distribución de la tierra o la distribución del ingreso en Costa Rica (Vogel, 1987). Como resultado, la participación de las Juntas Rurales en la cartera total del Banco Nacional se redujo, del 21 por ciento en 1970, al 6 por ciento en 1982. Sorprendentemente para algunos, los clientes de las Juntas Rurales habían mostrado una mejor cultura de pago y más elevadas tasas de recuperación que otras clientelas del Banco Nacional, de manera que había sido la influencia política y no tanto el manejo del riesgo la responsable de los cambios experimentados por las carteras de crédito.

VIII. Acceso y Costo de los Servicios Bancarios

A pesar de la expansión de la red bancaria y del grado elevado de acceso al crédito de los productores agropecuarios, los costos de transacciones que los bancos estatales le han impuesto a sus clientes han sido sustanciales. En particular, las líneas de crédito (supuestamente) barato le han resultado muy caras a los deudores. González Garita (1987) midió para 1983 el nivel de los costos de transacciones para una muestra de prestatarios agropecuarios del Banco Nacional de Costa Rica. Esos costos le agregaron casi 12 puntos

adicionales a tasas de interés en promedio de casi 14 por ciento, para un costo total de los fondos del 25 por ciento anual.[14]

Así, el pago de intereses representó apenas poco más de la mitad del costo total de los fondos. Sin embargo, para clientes pequeños (préstamos de 10,000 colones), los intereses fueron sólo una cuarta parte del costo total, mientras que para deudores grandes (más de 500,000 colones), los intereses sumaron 86 por ciento del costo total de los fondos. Esto explica por qué a los pequeños deudores les interesa menos el nivel de las tasas de interés que a los grandes prestatarios.

Mientras que las tasas de interés se encontraron entre 8 y 30 por ciento anual, los costos de transacciones fluctuaron entre 0.2 por ciento (para los más grandes) y 117.5 puntos porcentuales adicionales (para los más pequeños). Los costos de transacciones excesivos tuvieron así un impacto fuertemente regresivo sobre la distribución del ingreso, frenando el acceso al mercado financiero formal a muchos pequeños productores e impidiendo la buscada democratización del crédito (González Vega y González Garita, 1988).

El desperdicio de recursos asociado con costos de transacciones elevados puede llegar a ser importante. Los 394 clientes de la muestra de González Garita hicieron 3,675 viajes a las oficinas del Banco, con una duración total de 14,700 horas laborables. Esto es equivalente a un promedio de 4.5 días de trabajo por cliente. Así, mientras que la expansión de la red de oficinas bancarias redujo los costos de transacciones de los clientes, los

[14] El elevado nivel de los costos de transacciones de los deudores que se observó causó sorpresa, ya que uno hubiera esperado costos comparativamente bajos en Costa Rica, un país pequeño con una buena infraestructura de caminos y de oficinas bancarias y con una población bien educada.

intentos por subsidiar y por dirigir el crédito, así como la burocratización de los bancos, aumentaron significativamente esos costos.

Ante tasas de interés por debajo de sus niveles de equilibrio, el exceso de demanda de crédito ha hecho necesarios criterios de racionamiento que, al requerir procedimientos más complejos, pasos y documentación adicionales y esperas por los desembolsos, han encarecido los préstamos, especialmente las líneas de crédito subsidiado. A pesar de que utilizan recursos baratos (las cuentas corrientes) los bancos estatales no han podido dar un servicio barato, como se esperaba con la nacionalización.

En su condición de empresas públicas, los bancos estatales han sido intermediarios poco eficientes. No ha existido en ellos una adecuada vinculación entre los incentivos al funcionario y la calidad de su desempeño. El personal de los bancos ha crecido excesivamente y sus poderosos sindicatos han bloqueado esfuerzos por mejorar la eficiencia. En vista de sus elevados costos de operación, las ganancias de los bancos han sido mínimas. Tasas negativas de rendimiento real los han descapitalizado. En términos reales, entre 1966 y 1976 el capital de los bancos se redujo en un 54 por ciento. Entre 1976 y 1983 tuvo lugar una pérdida adicional del 57 por ciento del capital, aún antes de que se tome en cuenta todas las pérdidas por morosidad (González Garita, 1987).

Estas pérdidas no se han debido a márgenes financieros estrechos. Por el contrario, han reflejado costos de intermediación excesivamente altos, en presencia de márgenes amplios entre tasas de interés pasivas y activas. Cuando a estos costos de intermediación se le agregan los costos de transacciones de los depositantes y de los prestatarios, es claro

que las actividades de los bancos estatales han requerido un cuantioso insumo de recursos reales, con usos alternativos valiosos.

Existen pocos intentos de análisis de los costos de operación de los bancos estatales. Para el Banco Nacional en 1986, González Garita estimó costos de intermediación del 6.3 por ciento del volumen efectivo de fondos movilizados, netos de encajes legales. Los costos de captación de fondos fueron 2.2 por ciento y los de prestar un 4.1 por ciento de la movilización efectiva. Si se consideran los intereses devengados pero no percibidos, el margen bruto para el equilibrio (cero ganancias) tendría que ser 10.2 por ciento. Como el banco generó interés devengados del 18.3 por ciento y pagó 10.3 por ciento por los fondos, el margen bruto de ocho puntos no fue suficiente para evitar pérdidas. Estas pérdidas alcanzarían niveles superiores al tomar en cuenta correctamente las pérdidas por falta de pago.

En Costa Rica se ha cultivado una ideología acerca de los efectos democratizantes de la nacionalización bancaria, con el propósito de conservar el apoyo popular a los bancos estatales. El grado de acceso a programas especiales de crédito ha sido, en efecto, comparativamente amplio, aunque decreciente. Los montos desembolsados han estado altamente concentrados, sin embargo, en pocas manos y los bancos estatales han sido muy vulnerables a las presiones de grupos de interés organizados, como lo predeciría el análisis de Olson sobre la eficacia de la acción colectiva.

En la década de los ochentas, la ingerencia política contribuyó a niveles de morosidad elevados y a pérdidas innecesariamente altas para los bancos. La culminación de este proceso político de interferencia con la operación con los bancos estatales fue la Ley

FODEA, que legisló una readecuación de deudas vencidas, en términos altamente concesionales. Es útil recordar que la Asamblea Legislativa aprobó esta Ley por unanimidad. El subsidio que conlleva es sustancial y está altamente concentrado a favor de unos pocos (Mesalles, 1988). Este ha sido uno de los ejemplos más evidentes de la magnitud de la búsqueda de privilegios (*rent-seeking*) que puede tener lugar a través de la banca estatal.

Esta evaluación de la evolución del sistema financiero costarricense pone en evidencia la necesidad que ya había, al entrar la década de los ochentas, de llevar adelante reformas importantes, tanto en cuanto a la estructura institucional del sistema, como en cuanto a las políticas que regulan su funcionamiento. Después de la crisis, las reformas se hicieron urgentes.

IX. Reforma Financiera: Antecedentes

El primer intento de reforma financiera en Costa Rica fue parcial y de corta vida. La rigidez tradicional de la estructura de tasas de interés se abandonó en 1978, al ligarse las tasas de interés de los departamentos comerciales de los bancos estatales (tasa básica pasiva, como tasa de referencia), a la tasa internacional LIBOR, y permitirse que las fuerzas de la oferta y la demanda fijaran libremente las tasas de las secciones financieras de los bancos y de las financieras privadas (Muñoz y Zúñiga, 1988). Por unos pocos meses, este intento de reforma demostró la existencia de una elevada elasticidad-interés (y, sobre todo, de elevadas elasticidades cruzadas) de los depósitos bancarios y la captación de los bancos aumentó considerablemente.

La literatura técnica ha señalado, como conclusión central, que políticas macroeconómicas inconsistentes han sido la causa principal del eventual fracaso de algunas reformas financieras (Dooley y Mathieson, 1987). En particular se ha concluido que, antes que nada, se debe resolver el problema del déficit fiscal. El principal requisito de éxito de una reforma financiera, el control fiscal, estaba ausente, sin embargo, en los intentos de una década atrás. Si bien la reforma estimuló una mayor captación de fondos a través de los bancos, estos fondos se canalizaron a financiar el déficit. Incluso el Banco Central financió la colocación de bonos del Gobierno en los bancos estatales (Delgado y Vargas, 1990).

Con el abuso de la función fiscal, la reforma a las políticas de tasas de interés se transformó en un instrumento de represión financiera. El desequilibrio fiscal persistente eventualmente alimentó una explosión inflacionaria y, a pesar de los intentos de reforma, las tasas de interés se volvieron altamente negativas, en términos reales. De la esperanza se pasó a la catástrofe.

Lo que es más importante reconocer, en todo caso, es que la inconsistencia en el manejo de las políticas macroeconómicas no sólo da al traste con cualquier intento de reforma, sino que tarde o temprano, inevitablemente contribuye a una crisis financiera, independientemente de si ha habido reforma o no. Así, por ejemplo, la crisis a principios de los ochentas no es en medida alguna atribuible a esos esfuerzos de reforma financiera, sino más bien a políticas fiscales y cambiarias no sostenibles, en presencia de los cambios ocurridos en el entorno internacional. El encomiable intento de reforma financiera de 1978 fue así víctima de un inadecuado manejo macroeconómico global, así como de las inconsistencias de la misma reforma, ya que por una parte se promovió una mayor canaliza-

ción de poder de compra a través del sistema financiero y, por la otra, los recursos así movilizados se desviaron a sufragar gastos fiscales corrientes no sostenibles en el mediano plazo. Esto finalmente llevó a la inflación y a una mayor represión financiera. Este severo desequilibrio fiscal hubiera conducido, en cualquier caso, a la crisis y a la contracción aguda del sistema financiero, aún en ausencia del intento de reforma.

X. Reforma Financiera: Objetivos e instrumentos

El esfuerzo de reforma financiera presente ha venido desplegándose gradualmente desde 1984, con el liderazgo de Eduardo Lizano, a la cabeza del Banco Central. Con la adopción de numerosas medidas, se ha buscado hacerle frente a las principales distorsiones y deficiencias identificadas en las secciones anteriores de este trabajo. En particular, se ha buscado:

(a) reducir las barreras a la entrada al mercado financiero y aumentar la competencia;

(b) permitir la fijación de las tasas de interés y de otros precios de los servicios financieros, por la oferta y la demanda de fondos, así como la libre determinación de los términos y condiciones de los contratos financieros;

(c) eliminar la interferencia estatal en la asignación de fondos entre usos alternativos, abandonando una mentalidad de planificación y dejando esa tarea a las fuerzas del mercado;

(d) mejorar la supervisión prudencial sobre las instituciones del sistema; y

(e) aumentar la autonomía de Banco Central.

El punto de partida para la reforma financiera ha sido un programa de estabilización comparativamente exitoso, puesto en marcha en 1982. Esto ha permitido un marco más favorable para la intermediación financiera que durante la crisis, pero no tan propicio como en las décadas anteriores a la crisis. Si bien el tipo de cambio se unificó y se adoptó un sistema de minidevaluaciones pasivas, que han evitado mayores desequilibrios en el mercado cambiario, el ritmo de la minidevaluaciones no siempre ha sido adecuado y la estabilidad del tipo de cambio fijo de ese entonces ya no se recuperó. La incertidumbre cambiaria es también mayor que antes. La inflación se redujo rápidamente, desde los niveles excepcionales de 1981 y 1982, pero a niveles superiores a los tradicionales antes de la crisis y, así, el impuesto inflacionario ha entrado a formar permanentemente parte de los instrumentos de la política fiscal.

El déficit del sector público como proporción del PIB se redujo considerablemente, en comparación con los años de crisis, pero el grado de desplazamiento del sector privado en las carteras de crédito bancario continúa siendo excesivo, los encajes legales representan un sustancial tributo complementario del impuesto inflacionario y la financiación del déficit en el mercado de valores constituye el determinante más importante de tasas reales de interés elevadas. Las pérdidas del Banco Central como consecuencia de sus actividades cuasifiscales aumentan la presión inflacionaria y ponen de manifiesto la fragilidad de la mejoría fiscal lograda desde 1982. Sin esta comparativa mejoría fiscal y la correspondiente estabilidad, la reforma financiera no hubiera sido posible. La falta de control fiscal continúa siendo, sin embargo, la amenaza más seria a la perdurabilidad de la reforma.

La evolución del sistema financiero costarricense se ha caracterizado por constantes intentos del mercado por eludir las regulaciones represivas. Con la crisis, la contracción del sistema financiero regulado dio origen a una protección *de facto* para los intermediarios privados, al perder competitividad los bancos estatales. Los agentes económicos desplazados del mercado regulado buscaron procesos alternativos de intermediación y esto permitió la innovación, la experimentación y el aprendizaje en nuevas instituciones e instrumentos financieros. Muchos se vieron obligados a superar barreras para operar en otros mercados y a invertir en procesos de aprendizaje y, una vez logrado esto, los costos de transacciones de continuar con operaciones alternativas ya les resultaron menores. De esta manera, los cambios inducidos por la crisis no fueron simplemente transitorios, sino que provocaron transformaciones permanentes en la estructura del mercado financiero costarricense (Matarrita y Zúñiga, 1989).

La mayor competencia en el mercado obligó a los diferentes intermediarios a buscar nuevos productos, nuevas tecnologías, nuevos instrumentos. El sector público no se pudo quedar atrás; se emiten los Títulos de Propiedad sobre Bonos de Deuda Interna, a plazos cortos, con tasas y montos variables, para adaptarse con flexibilidad a las condiciones del mercado de valores. El Banco Central utiliza activamente diferentes versiones de los Bonos de Estabilización Monetaria. Estos instrumentos agilizan la actividad de la Bolsa, reflejan la mayor competitividad por fondos en el mercado, que hasta los bancos estatales tienen que enfrentar, y representan el instrumento principal de ejecución de la función fiscal todavía acentuada del sistema financiero. El mercado responde con la aparición de las Operaciones

de Administración Bursátil, la Central de Valores y la Mesa de Negociaciones (una especie de *over the counter market*).

El aumento más importante de la competencia a los bancos estatales ha surgido con la expansión de la banca privada, con apoyo sustancial de la AID. Este apoyo se facilitó con la reforma a la Ley Orgánica del Banco Central en 1984, con la que se autorizó el acceso de los bancos privados a líneas de crédito en el Banco Central, cuando los recursos fueran de origen externo. Esto permitió el rápido crecimiento de los bancos privados, cuya participación en la cartera de crédito bancario había pasado del 0.3 por ciento en 1978 al 4.3 por ciento en 1983 y ya para 1986 alcanzaba un 15.3 por ciento, año cuando los bancos privados otorgaron 20.1 por ciento de los préstamos nuevos. En 1989, las nuevas colocaciones crecieron un 71.4 por ciento en los bancos comerciales privados, un 62.9 por ciento en las empresas financieras no bancarias y solamente un 11.3 por ciento en los bancos estatales.

Los bancos privados han adquirido una gran importancia en el financiamiento de la industria, al otorgar prácticamente la mitad del crédito para ese sector, así como en el financiamiento de empresas dedicadas a nuevas exportaciones no tradicionales. Hasta ahora, sus operaciones se limitan a sus sedes urbanas en San José y sólo unos pocos han mostrado un interés limitado por abrir oficinas fuera de la capital. La razón principal es, sin duda, el elevado costo de los fondos que captan del público, en comparación con sus tasas activas, resultado del monopsonio de los bancos estatales en el tramo de corto plazo del mercado y de la captación de fondos por el sector público en el mercado de valores. Ha sido el acceso a las líneas de recursos externos lo que les ha permitido reducir el costo

de sus fondos prestables, pero esto lo que ha requerido es una ubicación en la vecindad del Banco Central.

Al final de cuentas, los bancos privados que más han crecido lo han logrado, no tanto por oportunidades libres de movilizar los depósitos del público, sino por su acceso a recursos públicos de un gobierno extranjero (AID). Su poca penetración hacia el interior del país ha reflejado su expansión reciente, a base de clientes grandes y bien establecidos, así como su falta de experiencia o de ventajas comparativas en la atención de clientelas más difíciles. De esta manera, su contribución a una mayor intermediación financiera entre depositantes y prestatarios ha sido limitada en cuanto a cobertura y ha estado restringida a clientes comparativamente grandes.

Una de la consecuencias más importantes de la expansión de la banca privada y del aumento de la competencia en los mercados financieros ha sido el impacto sobre el comportamiento de los bancos estatales, particularmente del Banco Nacional de Costa Rica y del Banco de Costa Rica. En estos bancos está teniendo lugar una verdadera revolución institucional, con importantes cambios en su estructura organizativa y en las tecnologías financieras utilizadas. Las gerencias y subgerencias de estos bancos estatales han reaccionado con energía e innovación ante el aumento de la competencia y ante la desregulación.

Estos esfuerzos por mejorar la eficiencia de la banca comercial estatal constituyen el elemento potencialmente más importante en un mejoramiento de la intermediación financiera en Costa Rica. Estos bancos todavía representan y, por razones políticas continuarán representando por algún tiempo, el grueso de la actividad crediticia en el país. Ellos son los que proporcionan servicios financieros a la mayoría de los depositantes y pres-

tatarios. Es en estas operaciones donde se incurre en los costos de transacciones más elevados y donde, por consiguiente, se desperdicia un mayor volumen de recursos reales. Por el peso de los bancos estatales en el sistema, cualquier mejoría aquí cuenta.

Las restricciones más importantes a este ímpetu hacia una mayor eficiencia de los bancos estatales provienen del comportamiento de sus sindicatos de empleados y, sobre todo, de presiones externas a los bancos (del gremialismo). La mayor amenaza la representan las imposiciones, tanto del Poder Ejecutivo como del Poder Legislativo, entre las cuales leyes como FODEA causan daños irreparables.

En la medida en que la competencia de los bancos privados obligue a los estatales a enfatizar las operaciones de banca corporativa, estos últimos se cuestionarán cada día más las actividades que les dejan pérdidas. Mientras que la competencia entre los dos tipos de bancos se centrará así en las áreas urbanas, en las áres rurales los bancos privados no sólo no le significarán competencia a los estatales, sino que estos últimos tendrán incentivos para retirarse gradualmente de la áreas marginales.

Esto creará un vacío en la estructura del mercado, que podrá ser eficientemente superado sólo con el fortalecimiento de intermediarios no bancarios de base local, en particular cooperativas de ahorro y crédito, y la creación de redes de mayoreo-minoreo de fondos, a través de empresas financieras y no financieras. A pesar de una muy exitosa movilización de depósitos a mediados de la década de los ochentas, las cooperativas de ahorro y crédito cometieron errores importantes de estrategia y de manejo financiero, que contribuyeron a la crisis por que atraviesan hoy día (Chaves y Poyo). Una corrección de las deficiencias estructurales del sistema y la extensión de la vigilancia prudencial a las

cooperativas de ahorro y crédito son prerrequisitos para que puedan cumplir óptimamente el importante papel que les corresponde.

XI. Reforma Financiera: Resultados

El propósito principal de la reforma financiera costarricense ha sido darle mayor flexibilidad y libertad a los intermediarios para que realicen sus tareas. "Los intermediarios financieros podrán disponer de mayor libertad para decidir acerca del destino de los recursos que tienen a su disposición". Igualmente, los intermediarios "podrán pagar en los mercados financieros lo que consideran adecuado a fin de poder captar recursos" y disfrutarán de flexibilidad en cuanto a las tasas de interés y las comisiones que cobren, así como para establecer los términos y condiciones de los contratos financieros (Lizano, 1990).

El Banco Central, por su lado, abandonaría la utilización de instrumentos directos para limitar, regular y orientar el crédito (topes de cartera, fijación de tasas de interés) y centraría su acción en el control monetario por medio de instrumentos indirectos (encajes, operaciones de mercado abierto), para garantizar la estabilidad de precios requerida por un proceso sano de profundización financiera.

Estas metas se han ido logrando gradualmente, por etapas. Desde octubre de 1984 se inició un proceso de flexibilización de las políticas de tasas de interés, que culminó con su virtual liberación total cinco años más tarde, cuando el Banco Central cesó de imponer un margen entre tasas pasivas y activas, que se encontraba ya en 9 puntos procentuales y dejó a los intermediarios en absoluta libertad para fijar el nivel de las tasas que pagan o que

cobran, con la única restricción de que la tasa activa mínima no puede ser inferior a la tasa (básica) pasiva a seis meses.

En 1985 se autorizó a los bancos a cobrar una comisión de tres puntos en las operaciones de crédito a tasas de interés subsidiadas, a fin de mejorarle la rentabilidad a los bancos en este tipo de transacciones. Con este mismo propósito, a partir de 1987 el Gobierno tomó la decisión de transferirle a los bancos estatales fondos del presupuesto nacional, a fin de elevar el rendimiento de los préstamos otorgados a tasas subsidiadas, a una tasa igual a la pasiva a seis meses. Esta fue una excelente disposición, no sólo porque hace explícito el costo fiscal que el crédito subsidiado en todo caso tiene, sino porque además hace necesario ponerle límites a esta práctica, dadas las circunstancias fiscales presentes.[15]

Efectivamente, como parte de la condicionalidad del Préstamo de Ajuste Estructural I, con el Banco Mundial, se convino en que el saldo de la cartera subsidiada no podrá superar el nivel alcanzado a diciembre de 1986. Desafortunadamente, esta importante provisión no se ha aplicado para líneas de crédito con recursos externos, ni en el caso de las adecuaciones de pago por la ley FODEA o de las operaciones del Fondo Nacional de Contingencias Agrícolas. Ambas excepciones son lamentables y socaban el propósito de la reforma financiera.

[15] Desde una perspectiva económica, el equilibrio fiscal refleja tanto los gastos como los ingresos explícitos e implícitos del sector público. El subsidio al crédito representa un gasto implícito, no contemplado en los presupuestos correspondientes, que es usualmente sufragado con un impuesto implícito: el inflacionario. La eliminación del subsidio contribuye así contener la inflación.

Igualmente, a partir de 1984 el Banco Central inició un proceso, también gradual, de cambio en el Programa Crediticio, a fin de trasladarle a los bancos comerciales la responsabilidad en la asignación del crédito. De la política de topes de carteras se pasó, en 1985 y 1986, a la asignación de límites globales de crédito por sectores económicos. En esos años, los préstamos para "otras actividades" (crédito personal, comercio) debieron ser otorgados por las secciones financieras y no debieron superar el 40 por ciento de las colocaciones nuevas en 1985 y el 50 por ciento en 1986.

En 1987 se fijó una meta de crecimiento global al crédito interno del sistema bancario al sector privado, sin establecer limitaciones cuantitativas por sectores. Esta fue, sin duda, una de las disposiciones más trascendentales en el proceso de reforma. Al tener lugar ese año, sin embargo, una (en parte aparente) redistribución de la cartera de crédito hacia sectores tradicionalmente denominados *no productivos*, hubo una reacción política que requirió echar atrás y, para 1988 y 1989 se fijaron tanto un monto global de expansión del crédito como un límite máximo al grupo de "otras actividades". Además, se modificó la definición de "actividades preferenciales" para incluir construcción, vivienda y turismo. Para 1990 se dispuso que el saldo de crédito de los bancos podrá expandirse sin limitación, de acuerdo a la disponibilidad de fondos prestables, con lo que que completó el preceso de eliminación de asignaciones selectivas de crédito.

Al igual que como ocurre con las tasas de interés, las discrepancias más importantes con el espíritu de esta reforma financiera son las que todavía perduran en programas con base en recursos de las agencias internacionales. Esta circunstancia curiosamente contradice el apoyo que, a otros niveles, esas mismas agencias le han prestado a la reforma financiera.

Algunos observadores han argumentado que un Programa Crediticio muy flexible fue responsable del rápido aumento de las importaciones en 1987. Es importante insistir que es el nivel global del crédito interno y no su composición, sobre todo en la medida en que ésta se pueda ver afectada por los topes de cartera y otras asignaciones selectivas de crédito, lo que incide primariamente sobre las importaciones. Las compras en el extranjero no van a ser necesariamente mayores si lo que se financia con crédito bancario son los sectores denominados "productivos" o si son los "otros sectores". De hecho, el financiamiento de un sector como el industrial, que utiliza proporciones elevadas de insumos importados, necesariamente lleva a un aumento de las importaciones. Al final de cuentas, lo que importa es el nivel de la demanda agregada, alimentada por el crédito interno y externo.

La explicación del crecimiento de las importaciones en 1987 podría en parte encontrarse en los primeros pasos de una desgravación arancelaria tal vez no suficientemente compensada por el ritmo de las minidevaluaciones. Más probablemente se deba al crecimiento del monto global del crédito, no como consecuencia del programa de liberalización, sino precisamente del esfuerzo de los bancos por eludir encajes legales demasiado elevados en relación con los instrumentos tradicionales de captación de depósitos. La introducción de nuevos instrumentos, no sujetos a encaje, fue una respuesta más del mercado ante la represión del sistema.

El episodio de 1987, con el paso atrás en la eliminación de las restricciones cuantitativas y cualitativas al crecimiento y asignación del crédito, es un buen reflejo de las dificultades políticas para llevar adelante las reformas financieras. Los grupos beneficiados con el acceso preferencial habían venido incrementando su oposición a las reformas. Con la

sequía y la reducción en el precio internacional de algunos productos agropecuarios, los agricultores encontraron argumentos para intentar frenar y revertir esas reformas (Mesalles, 1988). Complicaciones en el manejo macroeconómico (aumento acelerado de las importaciones) dieron además oportunidad para aducir consideraciones de carácter general en la defensa de intereses particulares. Dada la gradualidad de la estrategia del Banco Central, los grupos de presión tuvieron un éxito (momentáneo) en detener el proceso de reforma (González Vega, 1989a).

Esto pone de manifiesto que, si bien las reformas han eliminado muchas de las distorsiones y deficiencias del sistema financiero costarricense, el resultado todavía es frágil. Si las autoridades del Banco Central no redoblan esfuerzos por completar el proceso, rápidamente podría perderse lo ganado. La mayor amenaza proviene del desquilibrio fiscal y las dificultades para el manejo creditico que éste implica. Amenazadas las reservas monetarias internacionales y la estabilidad de los precios, las autoridades se verán tentadas a restablecer límites globales al crédito. Una vez hecho esto, los límites sectoriales podrían estar a la vuelta de la esquina, sobre todo si se deplaza excesivamente al sector privado en las carteras de crédito bancario. Los límites al crédito por banco, aun si no son selectivos, crean represión financiera al congelar las participaciones en el mercado (*market shares*) y, de esta manera, reducir la competencia en el sistema. Se va a necesitar un liderazgo en el Banco Central con clara visión de la importancia de la reforma, para evitar que esto ocurra y el preceso de liberalización se interrumpa.

Por su parte, la razón principal de las quiebras y de la crisis de confianza que se presentó en el momento de provocarse la contracción crediticia requerida para contener las

importaciones, fue la ausencia de un sistema de vigilancia prudencial de los intermediarios suficientemente eficaz. Ya se han dado, con la Ley de Modernización del Sistema Financiero, los primeros pasos para corregir esta importante deficiencia. La Auditoría General de Bancos fue sustituida por la nueva Auditoría General de Entidades Financieras, con mayor independencia y más claros poderes. Lo que se requiere es abandonar el criterio de planificación que enfatizaba el destino de los fondos y concentrarse en la calidad de la cartera y la estabilidad del sistema.

La vulnerabilidad mayor de la reforma financiera costarricense proviene del elevado nivel de las tasas reales de interés que se han observado en los últimos tiempos. Esfuerzos por reducir artificialmente ese nivel constituirían el más dañino paso atrás en el proceso. Equivocadamente muchos piensan, sin embargo, que la reforma financiera es responsable de ese elevado nivel. Nada podría estar más alejado de la verdad. La razón principal son el tamaño del sector público y la represión financiera que resulta del financiamiento de su elevado déficit, así como la ineficiencia de la banca estatal.

Las tasas reales de interés en esta economía semiabierta están ligadas a las tasas internacionales (Bolaños 1988, Muñoz y Zúñiga 1988). Como piso a la tasa interna inevitablemente está la tasa que el Gobierno y el Banco Central tienen que pagar para captar recursos para financiar el déficit fiscal. Esta tasa no puede estar por debajo del nivel dado por las tasas internacionales de interés, más la expectativa de devaluación y una prima por el riesgo de tener los fondos en Costa Rica, denominados en colones, en lugar de tenerlos en moneda extranjera, fuera del país, para compensar riesgos políticos, riesgos de confiscaciones e incertidumbre acerca del ritmo de las minidevaluaciones, en vista de las

dificultades para el manejo macroeconómico. De no pagar estas tasas, las autoridades no podrían competir con los instrumentos financieros extranjeros, que son sustitutos muy cercanos de los valores que el sector público emite. Esto fija el piso a las tasas de interés pasivas. Por encima de ese piso, la tasa pasiva refleja la mayor o menor competencia en el mercado local de fondos. Si el sector público sale a captar montos cuantiosos en un momento dado, la tasa aumenta hasta provocar el traslado, con desplazamiento del sector privado, requerido para financiar el déficit.

Por su lado, las tasas activas son sumamente elevadas en Costa Rica, en vista de los amplios márgenes de intermediación de la banca estatal. Estos márgenes son elevados, en parte también, por la acción del sector público. Incluyen, de manera muy prominente, el impacto de los encajes legales, los que constituyen un impuesto implícito, que se agrega al impuesto inflacionario, que no tendría que ser tan elevado, si no fuera por la magnitud del desequilibrio fiscal. En efecto, los encajes complementan, al no ser remunerados por el Banco Central, el impuesto inflacionario, en su papel de instrumentos fiscales (Brock, 1984). Si el desequilibrio fiscal disminuyera, los encajes podrían rebajarse sustancialmente y, de esa manera, se liberarían fondos prestables y se lograría una reducción de las tasas de interés activas.

Los márgenes de intermediación son elevados en Costa Rica también como resultado de las pérdidas para los bancos provenientes de ingerencias políticas, tales como la Ley FODEA, y de la necesidad de acumular reservas para compensar la falta de pago de los préstamos, en un ambiente en el que los incentivos para pagar los préstamos de los bancos estatales son cada día menores, en vista de las expectativas de condonaciones legisladas.

Este componente del margen también se reduciría con un comportamiento más responsable del sector público, ya que trasladarle a los bancos el costo de subsidiar a grupos de presión particulares representa un impuesto implícito a la intermediación financiera.

Desde luego, los márgenes de intermediación son elevados en Costa Rica como consecuencia de los costos de operación de los bancos estatales, según se documentó en este trabajo. Estos costos han sido elevados, a su vez, en buena medida como consecuencia de los esfuerzos de los bancos por dirigir el crédito, en lugar de evaluar la capacidad de pago del cliente. La reforma financiera de los últimos años ha buscado cambiar esa mentalidad de planificación, para eventualmente lograr eficiencia y una reducción de los costos de transacciones para todos los participantes en los mercados financieros.

En resumen, en la medida en que las tasas de interés reales en Costa Rica han sido elevadas, la raíz del fenómeno ha sido fiscal o cuasifiscal. La reforma financiera busca reducir el costo total de los fondos para los deudores y aumentar el rendimiento neto de los depósitos para los ahorrantes, con mayor eficiencia, competencia y estabilidad en el sistema. Este propósito se verá amenazado mientras el tamaño del sector público costarricense permanezca excesivo.

Referencias

Bhagwati, Jagdish N. (1982), "Directly-Unproductive Profit-Seeking (DUP) Activities", Journal of Political Economy, 90, No. 5 (October), pp. 988-1001.

Camacho, Arnoldo R. y Claudio González Vega (1985), "Foreign Exchange Speculation, Currency Substitution, and Domestic Resource Mobilization: The Case of Costa Rica", en Michael Connolly y John McDermott, eds., The Economics of the Caribbean Basin, New York: Praeger.

Cedeño, Alvaro (1988), "Banco Nacional de Costa Rica: Evaluación Institucional", San José: Academia de Centro América y Ohio State University, reporte sin publicar para USAID.

Céspedes, Víctor Hugo, Claudio González Vega y Ronulfo Jiménez, (1990), Costa Rica frente a la Crisis. Políticas y Resultados, San José: Academia de Centroamérica.

Connolly, Michael B. and Claudio González Vega, eds. (1987), Economic Reform and Stabilization in Latin America, New York: Praeger.

Chaves, Rodrigo A. y Jeffrey Poyo (1989), "Financial Reforms in the Credit Union System of Costa Rica", San José: Academia de Centro América y Ohio State University, reporte sin publicar para USAID.

Cho, Yoon Je (1986), "Ineficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equities Markets", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 18, No. 2 (Mayo).

Delgado, Félix y Juan Rafael Vargas (1990), "La Función Fiscal de la Autoridad Monetaria y el Déficit del Banco Central", Capítulo 13 en este volumen.

Dooley, Michael P. and Donald J. Mathieson (1987), "Financial Liberalization in Developing Countries." Finance and Development, September.

Edwards, Sebastián (1984), "The Order of Liberalization of the External Sector", Princeton Essays in International Finance, No. 156.

Edwards, Sebastián y Alexandra Cox-Edwards (1987), Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment, London: Ballinger.

Facio, Rodrigo, Rafael A. Zuñiga, and Jorge Rossi (1951), "La Nacionalización Bancaria en Costa Rica." San José: mimeo.

Gil Pacheco, Rufino (1958), Ciento Cinco Años de Vida Bancaria en Costa Rica, San José: Editorial Costa Rica, 1958.

González Garita, Marco A. (1986), "Farmer Borrowing Costs: The Case of Costa Rica", Tesis de Maestría, The Ohio State University.

González Garita, Marco A. (1987), "Eficiencia y Costos de Intermediación Financiera: El Caso del Sistema Bancario Costarricense", San José: reporte sin publicar para USAID.

González Truque, Guillermo

González Vega, Claudio (1973), "Small Farmer Credit in Costa Rica: the Juntas Rurales," in Small Farmer Credit in Costa Rica, AID Spring Review of Small Farmer Credit. Washington D.C.: Agency for International Development.

González Vega, Claudio (1985), "Crisis y el Sistema Bancario Costarricense," Revista de Ciencias Económicas, Vol. 5, No. 1, pp. 63-74.

González Vega, Claudio (1986), Mercados Financieros y Desarrollo, Santo Domingo: Centro de Estudios Monetarios y Bancarios.

González Vega, Claudio (1987a), "Comportamiento de los Acreedores Agropecuarios al Racionar el Crédito: La Ley de Hierro de las Restricciones a las Tasas de Interés", en Dale W Adams, Claudio González Vega y J. D. Von Pischke, eds., Crédito Agrícola y Desarrollo Rural. La Nueva Visión, San José: Trejos Hermanos para Ohio State University.

González Vega, Claudio (1987b), "Crédito Agropecuario Artificialmente Barato: Redistribución al Revés", W Adams, Claudio González Vega y J. D. Von Pischke, eds., Crédito Agrícola y Desarrollo Rural. La Nueva Visión, San José: Trejos Hermanos para Ohio State University.

González Vega, Claudio (1989a), "Debt, Stabilization, and Liberalization in Costa Rica: Political Economy Responses to a Fiscal Crisis", en Philip L. Brock, Michael B. Connolly y Claudio González Vega, eds., Latin American Debt and Adjustment. External Shocks and Macroeconomic Policies, New York: Praeger.

González Vega, Claudio (1989b), "Foreign Assistance and Domestic Financial Markets in Developing Countries", Ithaca, New York: W. I. Myers Memorial Lecture, Department of Agricultural Economics, Cornell University.

González Vega, Claudio (1989c), "Los Servicios Financieros Rurales como Factor de Desarrollo", Columbus, Ohio: The Ohio State University, Economics and Sociology Occasional Paper, No. .

González Vega, Claudio (1990), "On the Viability of Agricultural Development Banks: The Case of the Banco Nacional de Costa Rica", Columbus, Ohio: informe sin publicar para el Banco Inter-Americano de Desarrollo.

González Vega, Claudio y Marco A. González Garita (1988), "Costos de Endeudamiento, Tasas de Interés y Distribución del Crédito en Costa Rica", en Dale W Adams, Claudio González Vega y J. D. Von Pischke, eds., Crédito Agrícola y Desarrollo Rural. La Nueva Visión, San José: Trejos Hermanos para Ohio State University.

González Vega, Claudio, Ronulfo Jiménez y Luis Mesalles (1989), Costa Rica: Fuentes de Crédito para los Agricultores, Columbus, Ohio: The Ohio State University y Academia de Centroamérica, informe para el Banco Central de Costa Rica, a publicarse en 1990.

González Vega, Claudio y Luis Mesalles (1988), "The Political Economy of Bank Nationalization: The Case of Costa Rica, 1948-1988", Columbus, Ohio: The Ohio State University, Economics and Sociology Occasional Paper No. 1525.

González Vega, Claudio y Jeffrey Poyo (1989), "Central American Financial Development," en William Ascher and Ann Hubbard, eds., Central American Recovery and Development, Task Force Report to the International Commission for Central American Recovery and Development, Durham: Duke University Press.

González Vega, Claudio y James E. Zinzer (1987), "Regulated and Non-Regulated Financial and Foreign Exchange Markets and Income Inequality in the Dominican Republic", en Michael Connolly, Michael B. and Claudio González Vega, eds. (1987), Economic Reform and Stabilization in Latin America, New York: Praeger.

Graham, Douglas H. (1988), "Banco Nacional de Costa Rica. Loan Procedures, Practices, and Performance." San José: Academia de Centro América y Ohio State University, reporte sin publicar para USAID.

Hess, Raúl (1977), "Nacionalización Bancaria," en Ideario Costarricense/ 1977. Banca, Moneda y Crédito. San José: Oficina de Información, Casa Presidencial.

Kane, Edward J. (1985), The Gathering Crisis in Federal Deposit Insurance, Cambridge: The MIT Press.

Kane, Edward J. (1987), "Economía Política del Crédito Agropecuario Subsidiado en Países de Ingresos Bajos", en Dale W Adams, Claudio González Vega y J. D. Von Pischke, eds., Crédito Agrícola y Desarrollo Rural. La Nueva Visión, San José: Trejos Hermanos para Ohio State University.

Krueger, Anne O. (1974), "The Political Economy of the Rent-Seeking Society", American Economic Review, Vol. 69, No. 3, pp. 291-303.

Lal, Deepak (1987), "The Political Economy of Economic Liberalization", The World Bank Economic Review, Vol. 1, No. 2, pp. 273-299.

Lizano, Eduardo (1977), "Nacionalización Bancaria," en Ideario Costarricense/ 1977. Banca, Moneda y Crédito. San José: Oficina de Información, Casa Presidencial.

Lizano, Eduardo (1987), Desde el Banco Central, San José: Academia de Centroamérica.

Lizano, Eduardo (1990), Programa de Ajuste Estructural en Costa Rica, San José: Academia de Centroamérica.

Loría, Miguel (1982), "La Demanda de Crédito Agrícola en Costa Rica", Tesis de Licenciatura thesis, Universidad de Costa Rica.

Loría, Miguel (1988), "Costa Rica. Marco General para la Formulación de la Política Monetaria y Crediticia", San José: Academia de Centro América y Ohio State University, reporte sin publicar para USAID.

Martén, Alberto (1977), "Nacionalización Bancaria," en Ideario Costarricense/ 1977. Banca, Moneda y Crédito. San José: Oficina de Información, Casa Presidencial.

Matarrita Venegas, Rodrigo y José Efraín Zúñiga Naranjo (1989), "El Sistema Financiero Costarricense: Desarrollo y Perspectivas", Bolsa Nacional de Valores, Setiembre, Octubre y Noviembre, Nos. 17-18-19.

McKinnon, Ronald I. (1989), "Macroeconomic Instability and Moral Hazard in Banking in a Liberalizing Economy", en Philip L. Brock, Michael B. Connolly y Claudio González Vega, eds., Latin American Debt and Adjustment. External Shocks and Macroeonomic Policies, New York: Praeger.

McKinnon, Ronald I. y Donald Mathieson (1981), "How to Manage a Repressed Economy", Essays in International Finance, No. 145 (Diciembre).

Mesalles, Luis (1988), "Costa Rica: The Political Economy of Agricultural Credit." San José: Academia de Centro América y Ohio State University, reporte sin publicar para USAID.

Muñoz, Juan y Norberto Zúñiga (1988), "Costa Rica: Determinantes de la Tasa de Interés en un Contexto de Liberalización Financiera", Revista de Ciencias Económicas, Vol. 8, No. 1, pp. 23-37.

Olson, Mancur (1965), The Logic of Collective Action, Cambridge: Harvard University Press.

Olson, Mancur (1982), The Rise and Decline of Nations, New Heaven: Yale University Press.

Ortuño Sobrado, Fernando (1963), El Monopolio Estatal de la Banca en Costa Rica, San José: Trejos Hermanos.

Roe, Alan y Paul A. Popiel (1987), "Managing Financial Adjustment in Middle-Income Countries", Washington, D.C.: Economic Development Institute of The World Bank, Policy Seminar Report No. 11.

Sagot, Minor (1985), "Financial Intermediation in Costa Rica: Status and Prospects", San José: reporte para la AID sin publicar.

Solera, Jaime (1977), "Nacionalización Bancaria," en Ideario Costarricense/ 1977. Banca, Moneda y Crédito. San José: Oficina de Información, Casa Presidencial.

Stiglitz, Joseph y Andrew Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", American Economic Review, Vol. 71 (Junio).

Valverde, Jenaro

Vargas, Thelmo (1987), "Viabilidad del Estado Empresario : El Caso de CODESA", San José: reporte para la AID, sin publicar.

Vogel, Robert C. (1987), "Impacto del Crédito Agropecuario Subsidiado sobre la Distribución del Ingreso en Costa Rica", en Dale W Adams, Claudio González Vega y J. D. Von Pischke, eds., Crédito Agrícola y Desarrollo Rural. La Nueva Visión, San José: Trejos Hermanos para Ohio State University.

Von Pischke, J. D. (1988), "Banco Nacional de Costa Rica. Risk and Portfolio Management." San José: Academia de Centro América y Ohio State University, reporte sin publicar para USAID.