

Flotación Cambiaria en Costa Rica por Andrés Rodríguez¹

Introducción

En Marzo de este año, Costa Rica pasó de un sistema de tipo de cambio fijado por el Banco Central a un sistema de tipo de cambio flexible. Hasta entonces, el Banco Central tenía como norma el ajuste del tipo de cambio según el diferencial de la inflación interna y externa, de tal forma que el tipo de cambio real se había fluctuado relativamente poco y lentamente en los últimos años.

A fines de 1991, y principios de 1992 una mejora de la venta y un ingreso fuerte de capitales había hecho que el Banco Central acumulara un monto considerable de reservas y que se hiciera difícil el control de la liquidez. Al mismo tiempo, el programa de depreciación real había creado la opinión que el sistema de minidevaluaciones estaba alimentando el proceso inflacionario².

Ante este panorama, el Banco Central optó por dejar flotar el tipo de cambio. El propósito de tan revolucionaria política era lograr mantener un mayor control de la liquidez y que fuese el mercado y no el Banco Central el que determinara el tipo de cambio, de tal forma que se diera una asignación eficiente de los recursos. Como se

¹Algunos de los argumentos elaborados aquí fueron tratados anteriormente en una nota escrita con Miguel Cantillo, a quien debo gratitud por las iluminantes discusiones que tuvimos. Por los errores que este artículo contenga acepto toda la responsabilidad.

²En un artículo anterior (Rodríguez, 1992), mostre como el sistema de mantener constante el tipo de cambio real aumenta la inercia del sistema, haciendo más difícil una disminución de la inflación, pero que ese sistema no aumenta el ritmo inflacionario. De hecho, la inflación de 1990 y 1991 se pueden explicar bastante bien por la combinación del programa de depreciación real y el aumento en el crédito al sector público.

FINANCIAL SERVICES PROJECT

Occasional Paper No. 020 (1)

CIRCULATION: OPEN

TITLE: FLOTACION CAMBIARIA EN COSTA RICA

Author: Rodriguez, Andrés - Academia de Centroamérica

No. of Pages: 20 Language: SPANISH Date: July, 1992

Contents:

In March of 1992 Costa Rica went from a fixed exchange rate system to a flexible one. In late 1991 and early 1992 the Central Bank of Costa Rica experienced an increase in its foreign currency reserve and, at the same time, the mini-devaluations were thought to be feeding the inflationary process.

The author discusses several theories related with the analysis of flexible exchange rates: the current account approach, the balance of payment approach and the portfolio approach.

A section of the document deals with the role played by expectations of the financial actors in relation to future devaluations and inflation.

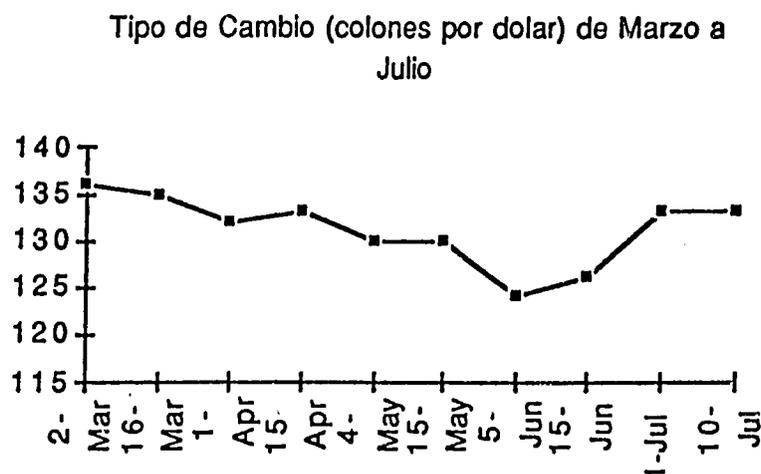
The experience on Chile when it decided to adopt a flexible exchange rate system is discussed and a similarity is drawn with the present situation in Costa Rica.

Conclusions:

It is not the purpose of the author to endorse one specific approach or to conclude that the opening of the capital account is a necessity. Rather, the author examines the pros and cons of different schemes that should be considered when dealing with the question of exchange rate systems.

(1) The points of view, suggestions, recommendations and conclusions expressed by the author(s) are not necessarily those of OPS.

podía esperar dado el ingreso de capitales, y como se muestra en el siguiente gráfico, el tipo de cambio inicialmente comenzó a apreciarse de forma importante, pasando de 136 colones por dólar a principios de marzo, a 124 a mediados de junio.



A los ojos del Banco Central, ante la considerable entrada de capital al país, el menú consistía en dos platos amargos: inflación o apreciación. El razonamiento detrás de esta visión era que si el Banco Central mantenía el sistema de minidevaluaciones, la entrada de capitales llevaría a un aumento en la liquidez, lo que luego se reflejaría en un problema inflacionario. Por otro lado, si se permitía la flotación del colon, se daría un mayor control de la liquidez pero se arriesgaría que la entrada de capitales causara una apreciación del tipo de cambio

En este artículo, pretendo plantear algunas inquietudes sobre de este razonamiento y acerca del funcionamiento de un sistema de tipo de cambio flexible. Dada la complejidad del tema, mas que plantear soluciones concretas, el propósito es presentar algunas inquietudes y alternativas de política que son dignas de consideración.

Teorías del Funcionamiento de un Sistema de Tipo de Cambio Flexible

Una buena prueba de la complejidad del funcionamiento de un tipo de cambio flexible es la variedad de enfoques que existen para analizarlo. Dentro de los enfoques más populares se destacan el enfoque de la cuenta corriente, el enfoque de la balanza de pagos y el enfoque de portafolio³.

Sin duda, el enfoque de la cuenta corriente es el que domina el pensamiento popular. Este enfoque trata el tipo de cambio como el precio de cualquier otro bien. En un país pequeño la demanda y oferta de divisas se consideran derivadas de la demanda de importaciones y de la oferta de exportaciones respectivamente. Tanto la demanda de importaciones como la oferta de exportación dependen del tipo de cambio. Así, el tipo de cambio se determina de la intersección de estas dos curvas, llevando también al equilibrio en la balanza comercial. -El mercado de divisas no es más que el espejo de la cuenta corriente.

El principal problema con este enfoque es que no toma en cuenta que una parte importante de la demanda y oferta de divisas se debe no a flujos de bienes sino a flujos de capital. El enfoque de la balanza de pagos corrige este problema. Este enfoque pone énfasis en el efecto de la tasa de interés nacional en comparación a la tasa de

³El propósito en esta sección no es ser exhaustivo en la revisión de las múltiples teorías de la determinación del tipo de cambio bajo un sistema de flotación. Por ejemplo, no se incluye en esta lista el enfoque monetario. El propósito es más bien dar una idea de la gama de enfoques del funcionamiento del sistema cambiario flexible. El enfoque monetario no se incluye porque pareciera que el enfoque de portafolio es más general y aplicable a las economías modernas con cuentas de capital abiertas.

interés internacional como un importante determinante de los flujos de capital y el tipo de cambio.

Llevando este punto mas allá, el enfoque de portafolio reconoce que en el corto plazo, los flujos de capital son mucho mas importantes que los flujos de bienes en la determinación de la oferta y demanda de divisas. Este enfoque deja totalmente de lado la cuenta corriente (al menos en el corto plazo) y concentra el análisis en el tipo de cambio como un precio que sirve para ajustar el saldo de los activos nacionales e internacionales con el saldo deseado por los inversionistas.

Lo importante de este enfoque es que sugiere que con un sistema cambiario flexible, el tipo de cambio se convierte en el precio de los activos denominados en dólares y debe ser analizado como tal. Con este enfoque, el análisis de la determinación del tipo de cambio de equilibrio se asemeja a la determinación del precio de un activo, en lugar de la determinación del precio de un bien.

Esto es sumamente importante porque, a diferencia de un bien cuya demanda depende de la utilidad que brinda en el momento, la demanda de un activo depende de los rendimientos esperados en el futuro. Esto implica que las expectativas necesariamente juegan un papel primordial en la determinación del tipo de cambio. Así, al igual que el precio de otros activos financieros, el tipo de cambio flexible estara fluctuando constantemente de acuerdo a los cambios en el "estado de ánimo del mercado", que se conforman de acuerdo con los cambios en la expectativa sobre la política macroeconómica futura.

Tipo de Cambio Flexible, Espectativas y Flujos de Capital

Para ver este último punto mas claramente, entremos un poco más en detalle.* Los individuos invierten su riqueza en activos financieros denominados en dólares, activos financieros en colones y activos monetarios en colones (que no pagan interés).^A En un momento dado, bajo un sistema de cambio flexible, los saldos de estos activos están dados. De hecho, en ausencia de la intervención del Banco Central en el mercado cambiario, el único saldo que puede cambiar es el saldo de activos financieros extranjeros.^B Este saldo cambia en la medida en que exista un déficit o superávit comercial, que necesariamente implica una "salida" o "entrada" de capitales que le ha dado origen.

La composición deseada de la cartera depende del rendimiento de cada uno de los activos. Así, dada una percepción del riesgo de cada uno de los activos, la composición deseada de la cartera depende de la tasa de interés sobre activos en dólares mas la tasa esperada de devaluación y de la tasa de interés nacional.

En el largo plazo, la tasa de devaluación es igual a la diferencia entre la tasa de crecimiento del saldo monetario en el país en comparación a la tasa de crecimiento de los medios de pago en el resto del mundo. Ahora supongamos que los inversionistas en el país consideran que la política monetaria se va a acelerar en el futuro. Esto llevaría a un aumento en la devaluación esperada, lo que implicaría un cambio en la composición deseada de la cartera, al

* Para simplificar el análisis,

^A No se incluyen mercados de bienes reales

^B Se consolidan empresas y personas

quererse sustituir activos en colones por activos en dólares, para protegerse de esa mayor devaluación esperada.

Si la opinión general es que la devaluación va a ser superior en el futuro entonces todos los inversionistas buscan deshacerse de parte de sus activos en colones y aumentar su tenencia de activos en dólares. Pero obviamente todos conjuntamente no lo pueden hacer; la única forma de equilibrar el mercado es por medio de una devaluación de golpe, que aumenta el valor en colones de los activos financieros en dólares y logra la igualdad entre el saldo existente y el saldo deseado de los diferentes activos.

Esto es exactamente lo mismo que sucede cuando en la bolsa de valores cambia la opinión de los inversionistas acerca de la rentabilidad de una empresa. En ese momento, el valor de las acciones cambia para que los inversionistas estén nuevamente dispuestos a mantener el saldo nacional existente de tales acciones.

Analícemos ahora el caso de una "entrada" de capitales extranjeros, que es el caso que nos interesa en relación a la experiencia reciente de Costa Rica. La razón por la que he escrito "entrada" en comillas es que el fenómeno de entrada de capitales es un tanto ambiguo. Esta entrada de capitales puede ser de tipo financiero o de tipo directo. La entrada financiera de capitales se da cuando inversionistas que mantenían activos en dólares buscan sustituirlos por activos denominados en colones. Por otro lado, la entrada directa de capitales no pasa por el sistema financiero costarricense, debido a que los dólares se invierten directamente en el país. En lo que resta de esta sección analizaremos el efecto de una

entrada financiera de capitales de tipo financiero, dejando la de tipo directo para una sección posterior.

Cualquiera sea su origen, una entrada de capitales de tipo financiero significa un aumento en el saldo deseado de activos financieros en colones y una disminución en el saldo deseado de activos financieros denominados en dólares. Nótese bien que no significa, al menos en el corto plazo, un aumento en el saldo existente de activos financieros en dólares. Esto resulta paradójico, pero es el resultado del sistema de flotación: en este sistema, el Banco Central no interviene en el mercado de divisas por lo que, salvo operaciones de mercado abierto, la cantidad de activos financieros en colones y activos monetarios esta fija. Así, no puede aumentar el saldo de activos financieros en moneda extranjera porque la única manera de que esto suceda, es a través de una sustitución global de activos en colones por activos en dólares. Con este concepto claro, analicemos ahora su efecto, tanto en el plazo instantáneo como en el largo plazo.

Al igual que con el caso de un cambio en las expectativas de devaluación, la única manera de equilibrar el mercado cuando se da este cambio de preferencias es a través de una apreciación de golpe del tipo de cambio. Este es el impacto de golpe: un cambio en el precio del activo para ajustar los saldos existentes con las nuevas preferencias. Veamos ahora el efecto de largo plazo.

Esta apreciación nominal lleva también a una apreciación real. Esto se puede entender de la siguiente forma. Dada una apreciación nominal supongamos que se da una disminución en el precio de los bienes no transables de tal forma que el tipo de cambio real se mantiene constante. Esto implicaría que la riqueza real de los

inversionistas nacionales aumentaría⁴, por lo que, dado un tipo de cambio real constante, se daría un exceso de demanda de bienes no transables. Para impedir esto se requiere de una apreciación real. Esto lleva a un exceso de demanda de bienes transables o, lo que es lo mismo, a un déficit comercial. Este déficit comercial tiene como contraparte un superávit en la cuenta de capitales, lo que significa que el saldo los activos financieros denominados en dólares disminuye con el tiempo.

Vemos así que dados los saldos de los diferentes activos financieros y monetarios en el sistema, el cambio de preferencias lleva a un cambio discreto en el tipo de cambio nominal y real, que a su vez sirve para crear un superávit comercial que en el largo plazo logra ajustar la cartera existente de conformidad con la cartera deseada con equilibrio en la balanza comercial. Queda así claro que la volatilidad del tipo de cambio nominal y real surge debido a que los saldos de los diferentes activos están fijos en el sistema de tipo de cambio flexible. Le queda entonces al tipo de cambio, como precio de saldos que están fijos en cantidad, la tarea de lograr el equilibrio en el mercado financiero, que normalmente es volátil.

Este razonamiento ha llevado a varios economistas a replantearse los problemas del sistema de flotación cambiaria. En los 60's se creía que los especuladores harían que, bajo un sistema de flotación, el

⁴ Para ver esto claramente, sea W la riqueza nominal en colones, M el saldo de dinero, B el saldo de activos financieros en colones y F el saldo de activos financieros en dólares. Sea E el tipo de cambio (colones por dólar) y P_n el precio de los bienes no transables. Bajo la ley del precio único, el precio de los transables es $P_t = EP^*$, donde P^* es del precio de los transables en el mercadointernacional. Asumamos para simplificar que $P^* = 1$. El nivel de precios es entonces $P = P_n^{1-a} E^{-a}$. Así tenemos que $W/P = (M+B)/P + (E+P)F$. Si disminuye E y P_n en la misma proporción, también lo hará P , de forma que E/P no cambia. Entonces es claro que al disminuir P , W/P aumenta.

tipo de cambio se mantuviera relativamente estable. Sin embargo, la gran volatilidad del tipo de cambio que se ha dado a partir del fin del sistema de Bretton Woods en 1973 ha producido finalmente un cambio en la opinión de una buena parte de los economistas.

Ronald McKinnon ha sido tal vez el más insistente en las desventajas del sistema de flotación, argumentando incluso que este sistema es en parte culpable del retorno de las tendencias proteccionistas en los últimos años. También Rudiger Dornbusch considera que un sistema de tipo de cambio flexible "es ciertamente una mala idea para ser unilateralmente adoptada por un país en desarrollo."⁵ Dado que la tendencia mundial es hacia sistemas de tipo de cambio fijo, por ejemplo en Europa, Sebastian Edwards comentaba que "es interesante el hecho de que en Centroamérica se habla de libertad cambiaria y de entregar el tipo de cambio al mercado, mientras que en el resto del mundo se habla del regreso a una menor flexibilidad y a una mayor fijación del tipo de cambio".⁶

Liberalización Financiera y Entradas de Capital por Reacomodo de Cartera

Como es lógico y se ha visto en otros países, un programa de liberalización financiera provoca un aumento en la demanda de activos financieros nacionales, pues aumenta la expectativa de su rentabilidad a los ojos de los inversionistas nacionales y extranjeros. Esto genera una entrada de capitales que, como ya hemos visto, puede tener consecuencias negativas.

⁵ Dornbusch (1988), p. 104.

⁶ Edwards (1990), p. 391

Si ante el aumento en la entrada de capitales, el Banco Central no ajusta los saldos de activos financieros denominados en moneda nacional, el resultado podría ser la apreciación real y una contracción de la economía. Este es el problema que McKinnon y Sebastian Edwards han enfatizado se puede dar cuando se da la apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos prematuramente. Precisamente cuando el país esta desarrollando su base exportadora, la entrada de capitales provocaría la apreciación real que frustraría ese esfuerzo exportador.

Esto sugiere que la apertura de la cuenta de capitales debe darse lentamente y en el momento apropiado. Como se discute en la última sección de este artículo, es incluso debatible si conviene abrir la cuenta de capitales completamente: es posible que sea deseable mantener un cierto control sobre los flujos de capital.

Entradas Directas de Capital y Problema de Sobreendeudamiento

En las secciones anteriores hemos discutido las causas y consecuencias de entradas de capital de tipo financiero. En esta sección haremos lo mismo para las de tipo directo.

A diferencia de las entradas financieras de capital, las entradas de capital de tipo directo no pasan por el sistema financiero costarricense. Es decir, este tipo de entrada de capital se distingue por ubicarse directamente en el sistema productivo del país, sin necesidad de comprar activos financieros denominados en colones. Así, cuando un costarricense consigue un préstamo en dólares o

cuando un extranjero invierte directamente en Costa Rica, se da una entrada de capital de este tipo.

En el caso de la inversión extranjera directa, el inversionista extranjero toma sus recursos y los invierte directamente en activos reales. Ya sea directa o indirectamente, esto genera incentivos para aumentar la inversión en el país y aunque se puede dar alguna apreciación, esta no sería significativa. La razón es que el inversionista extranjero, al igual que el nacional, se interesa en el país por el clima de estabilidad y las expectativas de un "boom" exportador. Así, desea invertir y participar de este boom, para lo que atrae recursos de otros sectores (sustitución de importaciones, agricultura, no-transables) para aumentar las exportaciones. Este es un proceso natural que se dió por ejemplo en los Estados Unidos con la inversión británica en el siglo XIX y en Taiwan con la inversión de China en los cincuentas, sin que se dieran problemas de apreciación y pérdida de competitividad. Al contrario, muy probablemente esta inversión directa extranjera ayuda al país a desarrollar la capacidad industrial para competir mas efectivamente en el extranjero.

No ocurre lo mismo cuando la entrada de capital es de tipo directo pero por medio de endeudamiento de los costarricenses en dólares. En este caso, existe el problema de que se de un endeudamiento excesivo, problema al que McKinnon se ha referido como el "Síndrome del Sobreendeudamiento"⁷

Esto sucedió en Chile y en México a finales de los años 70's y principios de los 80's. En Chile, muchas empresas privadas se endeudaron excesivamente, y cuando se dió alguna perturbación

⁷ McKinnon (1988).

fuerte (e.g. devaluación, deterioro en los términos de intercambio) muchas de estas empresas quebraron, causando también la quiebra de varios bancos. Aunque el gobierno de Pinochet ya había anunciado en 1979 que este endeudamiento privado sería llevado a cabo por cuenta y riesgo de los bancos privados, el gobierno se vio obligado a intervenir para evitar el derrumbe del sistema financiero chileno. Finalmente, el gobierno se quedó con la responsabilidad de la deuda privada en dólares. Un episodio muy similar ocurrió en México en 1982.

Esto no es más que una ilustración del problema del "riesgo moral", estudiado en economía. Los bancos (y las empresas) saben que ellos tienen responsabilidad limitada y en un caso de una perturbación agregada violenta, el gobierno se vería obligado a rescatarlos. En caso de que todo salga bien, ellos se quedan con los beneficios. En caso de que salga mal otros pagan la cuenta. Esto ocasiona que haya un sobreendeudamiento privado.

El caso de Costa Rica es aún más frágil que la experiencia chilena en este aspecto. Por un lado, la mayor parte de los bancos chilenos afectados eran privados por lo que el gobierno no tenía una responsabilidad explícita de rescatarlos en caso de dificultades masivas. Por otro lado el gobierno de Pinochet tenía reputación de "duro" en sus medidas económicas, lo que ayudaba a disminuir la expectativa de un rescate masivo gubernamental. En el caso de Costa Rica, la banca estatal juega un papel primordial en el sistema financiero y por otra parte el gobierno no tiene reputación de estar comprometido con una línea de política dura como en el caso de Pinochet. Ambas cosas hacen que un rescate del sistema financiero

sea más probable y agudiza el problema de "riesgo moral" ya explicado.

El problema del riesgo moral también se puede presentar del lado de los bancos en los países industrializados. Estos bancos son regulados más estrictamente en sus operaciones domésticas que en sus operaciones internacionales. Esto ha hecho que estos bancos tomen riesgos excesivos en préstamos al extranjero, y esto explica en parte la deuda masiva de los países subdesarrollados⁸ que generó a fines de los 70's.

Lección de Cautela: Chile a fines de los 70's

Una entrada masiva de capitales durante el programa de liberalización fue precisamente lo que sucedió en Chile a finales de la década de los 70's. En ese entonces se dieron entradas de capital de todo tipo: de tipo financiero, de inversión directa y por deuda en dólares. En particular, el Síndrome de Sobreendeudamiento Externo se dio de forma bastante fuerte.

Edwards (1988) y Morande (1988) han demostrado que las entradas de capital a Chile a fines de los años 70 y comienzo de los años 80 fue la variable decisiva para explicar la apreciación real del 25% que se observó en Chile entre 1979 y 1982. Edwards explica esta relación de la siguiente forma:

"El ingreso masivo de capitales de 1979 a mediados de 1981 fue el factor principal tras la apreciación real del peso. De hecho la absorción de estos fondos requerían una apreciación real. La explicación es que en la medida que una fracción de los capitales netos que ingresan se gasten en bienes no transables, surgirá un incipiente

⁸ Ver McKinnon (1988)

exceso de demanda por este tipo de bienes: para reestablecer el equilibrio, el precio relativo de los bienes no transables tendra que aumentar, resultanto en una apreciación real" (p.60).

Este episodio debe servirle a Costa Rica de ejemplo de como un programa de liberalización puede fracasar debido a la apertura prematura de la cuenta de capitales.

Opciones de Política Cambiaria

Hasta el momento se ha hecho énfasis en el efecto de perturbaciones financieras sobre el tipo de cambio bajo la flotación. Hemos llegado a concluir que el sistema de flotación esta expuesto a una significativa volatilidad del tipo de cambio.

Sin embargo, en defensa de este sistema, sus proponentes enfatizan sus ventajas ante perturbaciones de tipo real. Se puede argumentar que el mercado tiene una mejor idea de la situación real de la economía y así puede determinar el tipo de cambio mas acorde con las circunstancias reales del país.

Aunque el sistema de flotación tiene ventajas en cuanto a su ajuste ante shocks reales, su desempeño no es el ideal ante perturbaciones de tipo financiero. Lo contrario ocurre con el sistema de tipo de cambio fijo. En este sistema, los saldos de los diferentes activos financieros se ajustan por medio de la intervención del Banco Central en el mercado cambiario. Un cambio en la composición deseada de activos se puede ajustar con un cambio en los saldos existentes, en lugar de por medio de variaciones en el tipo de cambio, como sucede bajo el sistema de flotación.⁹

⁹ Ver Rodriguez y Rodriguez (1990)

Cabe mencionar aquí un punto que a menudo se pasa por alto. Bajo un sistema de tipo de cambio fijo, una entrada de capitales de tipo financiero va a generar un aumento en la liquidez. Al analizar este fenómeno, muchos analistas se apresuraron a predecir un aumento en la inflación. Esta es sin embargo una conclusión errónea porque no se toma en cuenta que el aumento en la liquidez se debe precisamente a un aumento en la demanda por activos financieros en colones: el aumento en la oferta está directamente compensado por el aumento en la demanda! Esto porque esa entrada de dólares constituye una sustitución de dólares por colones en la cartera deseada de los costarricenses que debe ser acomodada con un aumento en la masa monetaria en colones: un aumento en la oferta que corresponde al aumento en la demanda. En este caso, la monetización no sería, en principio, inflacionaria.

Se puede así ver que el sistema de tipo de cambio fijo tiene ventajas sobre el sistema de tipo de cambio flexible en cuanto a su funcionamiento ante enturbaciones financieras mientras que tiene desventajas cuando las perturbaciones son de tipo real.

En realidad pocos sistemas de flotación son puros; normalmente el Banco Central interviene en el mercado cambiario. En Costa Rica ya se ha reconocido que el Banco Central debe intervenir para impedir amplias fluctuaciones en el tipo de cambio bajo el sistema cambiario flexible. Es decir, se reconoce en alguna medida las bondades del sistema de tipo de cambio fijo y se desea tener un sistema híbrido que combine las ventajas de ambos sistemas. El sistema híbrido más

* Parte de este ajuste se haría también a través de la tasa de interés.

conocido es el sistema de bandas. Pero ¿como se van a determinar las bandas?

El Banco Central ha dicho que pretende intervenir en el mercado cambiario para impedir fluctuaciones repentinas o problemas de especulación. Pero ¿Como se sabe cuando las fluctuaciones del tipo de cambio son por especulación o de muy corto plazo y cuando son por cambio en las variables fundamentales? Este tema merece mas discusión que la que puedo presentar aquí.

Sistema dual

Una política que a menudo se propone para enfrentar los movimientos especulativos de capital sin que se de la pérdida de control sobre la liquidez y las reservas es el sistema de tipo de cambio dual. Bajo este sistema, existe un tipo de cambio fijo para las transacciones de bienes, y un tipo de cambio flexible para las transacciones de capital. De hecho, se puede argumentar que el sistema cambiario que habíamos tenido hasta febrero de este año era en efecto un tipo de cambio dual: el interbancario para el flujo de bienes y transacciones menores y el "negro" para transacciones de capitales.

La virtud de este sistema, es que permite la apertura de la cuenta de capital y al mismo tiempo aisla las cuentas del Banco Central de los efectos de flujos especulativos de capital. Así, el Banco Central mantiene un mayor control sobre la liquidez y sobre las reservas oficiales. Se logra así tener una cuenta de capital abierta y al mismo tiempo poder usar la política monetaria para fines domesticos y no para defender el tipo de cambio.

Sin embargo, hay que reconocer que existen limitaciones para este sistema cambiario. Si el tipo de cambio especial para movimientos de capital fuera menor que el tipo de cambio para bienes, como esperamos que sucedería ante una entrada fuerte de capitales, existiría un incentivo fuerte de parte de los exportadores de comprar dólares en el mercado de capitales y sobrefacturar exportaciones para venderlos al tipo de cambio más alto. Al mismo tiempo, existiría un incentivo para los importadores de subfacturar para comprar los dólares en el mercado de capitales.¹⁰

Collins (1988) y Dornbusch (1989) han tratado el tema de las consecuencias del tipo de cambio dual. Ambos concluyen que mientras que no se permita que la diferencia entre los dos tipos de cambio aumente demasiado, el sistema cumple los objetivos. Collins considera que el tipo de cambio dual

"al aislar parcialmente las reservas domésticas de los movimientos internacionales de capital volátiles, puede ser visto como un colchón que absorbe las perturbaciones

¹⁰ Es necesario considerar las posibilidades de controlar estos impulsos para arbitrar entre los dos mercados. Por un lado, si existe la posibilidad de sobrefacturar las exportaciones, porque no se hace esto para aumentar el subsidio del CAT? Por otro lado, dado el control de importaciones y las tarifas que se cobran, existe un incentivo obvio de subfacturar; ha sido esto tan serio en el pasado?

De hecho, se podría verificar si el arbitraje se da y de forma importante. Bajo el sistema de cambio imperante antes de las reformas, se daba prácticamente un sistema dual, en que el mercado negro funcionaba como un mercado especial para transacciones de capital y reajustes de portafolio de los agentes privados. Si estaban entrando dólares por el mercado negro de una forma importante, porque el tipo de cambio negro no se apreció quedo inferior al interbancario? Una posibilidad es que el arbitraje lo impidió y esto implicaría que las posibilidades de implementar un tipo de cambio dual para acomodar la entrada de capitales es poca. De hecho se podría pensar que el CAT hace que exista un piso al margen del tipo de cambio negro sobre el interbancario: El CAT crea un incentivo para sobrefacturar y esto es compensado por un tipo de cambio negro superior, en la medida necesaria, al intercambio.

especulativas, pero que no es apropiado para movimientos de capital grandes y sostenidos"¹¹

Dornbusch opina de forma similar:

"...el sistema de tipo de cambio dual sera mas efectivo si se mantiene en un rango cercano al tipo de cambio libre. De esta manera, el sistema puede absorber los disturbios financieros abruptos, pero se debe permitir que el tipo de cambio se ajuste ante cambios macroeconómicos fundamentales"¹²

Esta conclusión de los autores nos debe llevar a replantearnos las bondades de este sistema dual. Si el sistema sirve solamente para acomodar movimientos especulativos de capital moderados, no es posible hacer esto mismo con un sistema de tipo de cambio fijo? Mientras las reservas sean suficientes, es posible hacerle frente a estos movimientos moderados de capital con esas reservas oficiales, sin que esto cause mayor problema, como comentamos en secciones anteriores. Se puede concluir así que la verdadera ventaja de este sistema es darle al Banco Central una mayor libertad a la política monetaria en el corto plazo.

Control de Flujos de Capital

Hasta el momento, en esta discusión de alternativas de política hemos supuesto que uno de los fines es tener una cuenta de capitales abierta. Hemos discutido entonces el sistema cambiario mas acorde con esta política. Pero ¿Requiere Costa Rica una cuenta de capitales abierta?

¹¹ Collins (1988), p. 153

¹² Dornbusch (1989), p. 205

De hecho en varios países que han mantenido estrategias exitosas de desarrollo económico y una situación macroeconómica estable, se han tenido fuertes controles sobre los movimientos de capital de corto plazo. En Taiwan por ejemplo, el gobierno impuso tales controles durante los 60's y 70's y tuvo una mayor estabilidad macroeconómica que Corea, donde estos controles existían pero eran más débiles.

Referencias

Collins, S. M. "Multiple Exchange Rates", en Dornbusch, R. and Helmers, L. Open Economy Tools for Policymakers in Developing Countries, The MIT Press, 1988

Dornbusch, R. (1988) Exchange Rates and Inflation, The MIT Press, 1989

Dornbusch, R. "Overvaluation and the Trade Balance", en Dornbusch, R. and Helmers, L. Open Economy Tools for Policymakers in Developing Countries, The MIT Press, 1988

Edwards, S. "El Monetarismo en Chile 1978-1983: Algunos dilemas económicos", en Morandé, F. et. al. Del Auge a la Crisis de 1982: Ensayos sobre la liberalización financiera y endeudamiento en Chile, Ilandes, Chile 1988

McKinnon, R. "Financial Liberalization and Economic Development", Occasional Papers No, 6, International Center for Economic Growth

Morandé, F. "Apreciación del Peso y Entrada de Capital Externos, ¿Cuál viene antes?, Chile 1977-1982, en Morandé, F. et. al. Op. Cit.

Rodriguez, A "Minidevaluaciones e Inflación en Costa Rica" Manuscrito 1992

Rodriguez, A. y M. A. Rodriguez, "Tipo de Cambio en Costa Rica: dimensiones Monetaria y Real", en Políticas Economicas en Costa Rica, Academia de Centroamerica y Ohio State University, 1990