

Nota Acerca del Programa de Liberalización del Tipo de Cambio en Costa Rica

Por: Miguel Cantillo y Andrés Rodríguez, Stanford University

Introducción

Con interés nos hemos informado de las propuestas de liberalización del dólar y las últimas políticas cambiarias tomadas por el Banco Central. Al mismo tiempo, nos ha preocupado uno de los posibles efectos de tales políticas: con la entrada de capitales que se ha dado en los últimos meses, un tipo de cambio unificado y libre podría implicar una apreciación real del colón, lo que, sobra decir, sería muy dañino para la política de promoción de exportaciones. Escribimos estas notas con el propósito de plantear nuestras inquietudes al respecto.

La propuesta de la liberalización del tipo de cambio involucra un paso de un sistema de cambio dual (negro e interbancario) con restricciones al movimiento de capital a un sistema de tipo de cambio único con libertad de flujos internacionales de capitales. Es posible que estas dos cosas al darse simultáneamente perjudiquen la situación macroeconómica: la apertura de la cuenta de capitales va a reforzar la entrada de capitales que ya estamos experimentando, lo que, bajo un tipo de cambio flexible, llevaría a una apreciación real del colón. Es claro que esto afectaría al sector exportador revirtiendo los esfuerzos que el país ha venido haciendo en los últimos años de promoción a las exportaciones. También se crearía una situación de inestabilidad macroeconómica, similar a lo sucedido en Chile entre 1979 y 1982.

En esta nota vamos a detallar este tipo de complicaciones y luego a sugerir un orden de política que nos parece más adecuado para llegar a la misma meta.

Problema con la secuencia de liberalización

Las experiencias de la liberalización de las cuentas de capital en Chile y México indican que estas deben llevarse a cabo con sumo cuidado.

Existen dos problemas principales que se pueden dar al abrirse la cuenta de capitales y liberalizar el tipo de cambio simultáneamente: 1) sobrevaluación real (disminución de las exportaciones); 2) sobreendeudamiento privado en dólares.

1) Sobrevaluación del tipo de cambio real. Dada la apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos y un clima de mayor confianza acerca de las

CIRCULATION: OPEN

TITLE: NOTA ACERCA DEL PROGRAMA DE LIBERALIZACION DEL TIPO DE CAMBIO EN COSTA RICA

AUTHOR: Cantillo, Miguel and Rodriguez, Andrés
Stanford University

No. of Pages: 7 Language: Spanish Date: April, 1992

CONTENTS:

The authors show concern for the possible consequences of the appreciation of the value of the colon which might take place upon the enforcement of the exchange liberalization. This possibility is based on the recent increase in capital repatriation that has taken place during the last few months. This result would run counter to the export promotion efforts of the government and might even lead to macroeconomic instability. as was the case in Chile in the 1979-1982 period.

Another consequence could be an over indebtedness of the private sector in dollars on the theory that even though they are supposed to assume the risks, they know that the government would be obliged to rescue them if there is a situation that would endanger the financial system.

The paper discusses these two aspects in detail and draws lessons from the experiences of Chile and Mexico when these countries embarked in liberalization policies.

CONCLUSIONS: The authors recommend a series of sequential measures in order to reach the goal of a single, flexible exchange rate and an open capital account:

- 1) Liberalize and deregulate the financial system in order to diminish the high intermediation margin, which might induce an exaggerated import of capitals.
- 2) Legalize (whiten) the black market rate in order to have it under control and to be able to evaluate the behavior of capital flows.
- 3) Allow Costa Rican nationals to incur in dollar debts through the state and private banks. This would create an added capital inflow. However, this authorization should be linked to the payment of a exchange risk quota to cover any eventual government intervention to protect the financial system in case of a catastrophe. (Something like the creation of FIDECOCA in Mexico after 1982)
- 4) After the foreign investment inflows and the adjustment of portfolios have subsided, proceed with the unification of the exchange rate.

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

políticas económicas, los inversionistas ajustan sus carteras de activos para incluir mas activos financieros en colones y activos reales nacionales. Este ajuste inicial ocasiona un gran flujo de capitales hacia el país (como ya se esta dando). A esto se debe añadir la repatriación de capitales de costarricenses y el endeudamiento de algunas empresas privadas en dólares, que agudizan esta entrada de capitales.

El flujo inicial de capitales (que en Chile duro unos 2 años) es alto porque responde a un cambio en la cartera de "stocks" deseada ocasionada por el política de apertura financiera. Los movimientos de capitales subsecuentes serían significativamente menores porque responden a reajustes menores de las carteras deseadas.

¿Qué impacto tendría esta entrada de capitales sobre el tipo de cambio bajo un sistema de tipo de cambio libre y unificado? 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 requerian 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 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).

Esta apreciación real inicialmente va a ser mayor que la necesaria para que la economía se ajuste eficientemente al aumento en la inversión extranjera. Esto se puede explicar de la siguiente forma. Para tener una visión concreta del fenómeno pensemos en lo que sucede cuando un grupo importante de inversionistas extranjeros llegan al país con 500 millones de dólares que desean cambiar por colones para invertir en activos reales en el país. Estos inversionistas van a demandar una parte importante de los recursos que se estaban usando en el sector de producción de bienes transables para crear los activos reales deseados (e.g. una planta para empacar marañones). Dada la importancia de esta inversión, se daría un aumento del precio de los bienes no

transables, lo que implica una apreciación del tipo de cambio (definido como el precio relativo de bienes transables y no transables)¹.

En una economía "perfecta", con ajustes instantaneos sin costos en la asignación de los recursos productivos, habría una apreciación tipo de cambio real, un movimiento de recursos hacia la producción de bienes no transables y se daría un déficit en la balanza comercial (véase Dornbusch, 1988, cap. 3). Luego, al haberse creado los activos reales correspondientes a la inversión de los 500 millones de dólares, se daría un reacomodo en la asignación de los recursos productivos y el tipo de cambio real volvería a su cauce original.

En el caso de una economía "imperfecta" como la nuestra (y como todas), la apreciación inicial sería mayor porque los factores productivos no pueden reubicarse instantáneamente y sin costo; para lograr la reasignación necesaria de los recursos productivos se necesita entonces de una apreciación real excesiva (más alta que la apreciación en una economía perfecta).

Las consecuencias de una apreciación real son potencialmente nefastas (ver Dornbusch 1988), especialmente si esta apreciación es excesiva y se da en una economía donde el sistema financiero tiene cargas excesivas que hacen que la tasa real activa de interés sea muy alta y que además tiene problemas de información y por tanto no responde de manera adecuada a problemas temporales.

La apreciación real ocasiona una pérdida de competitividad externa que lleva a una reducción de las exportaciones y un aumento de las importaciones. Como ya argumentamos, esta sobrevaluación es temporal (2 años) pero este período es suficiente para debilitar a las empresas exportadoras y a las empresas que compiten con las importaciones por dos razones: porque la tasa de interés real activa es muy alta (lo que ocurre por problemas fiscales y de regulación que no van a desaparecer en el corto plazo) por lo que la capacidad de sobrellevar pérdidas temporales es baja; y porque, dados los problemas de información de los bancos, estos no pueden reconocer si las pérdidas de las empresas se deben a la situación temporal de apreciación real o a problemas específicos de la empresa y por tanto la empresa se vería en problemas de liquidez. El hecho de que la apreciación real sea inicialmente excesiva agudiza aún más estos problemas.

¹Una forma más concreta de ver el tipo de cambio real es el salario nominal deflatado por el precio de los bienes transables; una apreciación significa que aumenta este salario relativo y por tanto la producción de bienes transables en el país pierde competitividad.

2) **Sobreendeudamiento de las empresas privadas.** El segundo problema, no menos grave que el primero, unido a el programa de apertura financiera, es el problema del sobreendeudamiento del sector privado.

Este fenomeno se observo en Chile y en Mexico a finales de los años 70 y principios de los 80. En Chile, muchas empresas privadas se endeudaron excesivamente, y cuando se dio algun shock fuerte (e.g. devaluación, deterioro en los terminos 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 seria llevado a cabo por cuenta y riesgo propio 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 mas que una ilustración del problema del "Azar Moral", estudiado en economía. Los bancos (y las empresas) saben que ellos tienen responsabilidad limitada y en un caso de un shock agregado violento, el gobierno se vería obligado a rescatarlos. En caso de que todo salga bien, ellos se quedan con los beneficios. Esto ocasiona que haya un sobreendeudamiento privado (ver McKinnon 1989).

Hay que notar que esto no necesariamente ocurre por que haya "mala fe" de parte de los bancos o empresas, sino que inicialmente el endeudamiento en dolares puede ocurrir por un alto diferencial de las tasas activas en dolares y colones, como sucedió en Chile.

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 tanto poder de compromiso con una línea dura de política como en el caso de Pinochet. Ambas cosas hacen que un rescate del sistema financiero sea más probable y agudiza el problema de "Azar Moral" ya explicado.

Recomendaciones

El objetivo de largo plazo en las recientes políticas cambiarias es mejorar la confianza del inversionista (nacional y extranjero) para que invierta en el país seguro de la estabilidad macroeconómica y de que su inversión es líquida. Se quiere además un sistema financiero libre y eficiente para que los márgenes de intermediación sean menores y se logre una más eficiente movilización del ahorro nacional.

El debate acerca de cual sistema cambiario es más adecuado para un país como Costa Rica aún no termina: se podría tener un tipo flexible puro, flexible sucio, o fijo. En lo que sí existe un mayor acuerdo es en la necesidad de tener la cuenta de capitales de la balanza de pagos relativamente abierta para incentivar la inversión extranjera y aumentar la competencia en el sistema financiero. Pero no vamos a entrar aquí a discutir los méritos de esta política o de uno u otro de los sistemas cambiarios posibles. Para la discusión que sigue vamos a tomar el tipo de cambio flexible con cuenta de capitales abierta como la meta final y comentar sobre el orden de políticas que nos parece más adecuado para llegar a esa meta.

El sistema cambiario que hemos tenido es en efecto un tipo de cambio dual: el interbancario para el flujo de bienes y transacciones menores y el "negro" para transacciones de capitales. El Banco Central ha propuesto simultáneamente "blanquear" el tipo de cambio para cuentas de capitales, liberalizando los flujos de capitales, y unificar los dos tipos de cambio. Como comentamos anteriormente, el problema es que el tomar los dos pasos simultáneamente puede traer consigo una apreciación del tipo de cambio real excesiva que perjudicaría el programa de promoción de exportaciones y llevaría a la inestabilidad macroeconómica.

Teniendo los argumentos anteriores en cuenta, proponemos el siguiente orden de medidas para llegar a la meta de un tipo de cambio flexible único y una cuenta de capitales abierta²:

1) Liberalizar y desregular parcialmente el sistema financiero para que disminuya el margen de intermediación tan alto que podría exagerar la entrada de capitales al país.

²Para una exposición clara y detallada de los méritos y problemas potenciales de un tipo de cambio especial para transacciones de capital, ver Dornbusch (1988), cap. 9.

2) "Blanquear" el tipo de cambio negro, para que se pueda controlar y evaluar el comportamiento de los flujos de capital y además para dar confianza al inversionista y hacer estas transacciones más eficientes. Esto haría que aumentase la inversión extranjera directa que sería la primera ola de entrada de capitales al país impulsada por el programa de apertura financiera.

3) Permitir a los nacionales endeudarse en dólares por medio de los bancos del país (estatales y privados): esto haría que entrara la segunda ola de dólares. Para evitar el problema de "Azar Moral" se podría cobrar una prima por riesgo cambiario y crear un fideicomiso especial (ver caso de México después de 1982 con FIDECOCA).

4) Luego de que el boom de inversión extranjera y el reajuste de cartera disminuye, proceder con la unificación del tipo de cambio.

Se podría pensar que el efecto de este programa alternativo no sería muy distinto de un programa en que se unificara primero el tipo de cambio y luego se mantuviera el tipo de cambio real en su nivel original, impidiendo la apreciación real. Sin embargo en la realidad estos dos programas tienen efectos distintos, sobre todo en cuanto al efecto inflacionario.

Si se procede a unificar el tipo de cambio al principio del programa de apertura financiera y luego se impide la apreciación real, el efecto sería un aumento importante en la masa monetaria, a través de la monetización del ingreso de dólares. Esto llevaría sin duda a un aumento en la inflación. En contraste, el programa propuesto arriba evitaría la monetización; el ajuste se haría no por medio de un cambio en la composición de la cartera agregada sino por medio de un cambio en el tipo de cambio real especial de la cuenta de capitales. Es así que la opción de unificar *al final* del programa de apertura financiera representa una opción que disminuye el potencial problema inflacionario.

Estas ideas nacen de nuestra preocupación por los efectos de las políticas anunciadas sobre la estabilidad macroeconómica y el crecimiento de largo plazo del país. Como la experiencia de Chile en los 70's lo indica, la secuencia de las políticas en el programa de liberalización es sumamente importante y delicado: un error en el orden de la secuencia podría hacer que la economía se devuelva varios años hacia atrás. Las recomendaciones hechas son por supuesto burdas y requerirían mucho más estudio para poderlas implementar.

Sin embargo nos parece importante dar alguna idea alternativa, aunque burda, para reducir el riesgo en el proceso de liberalización.

Referencias

Dornbusch, R. (1988) Exchange Rates and Inflation, 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

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

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