



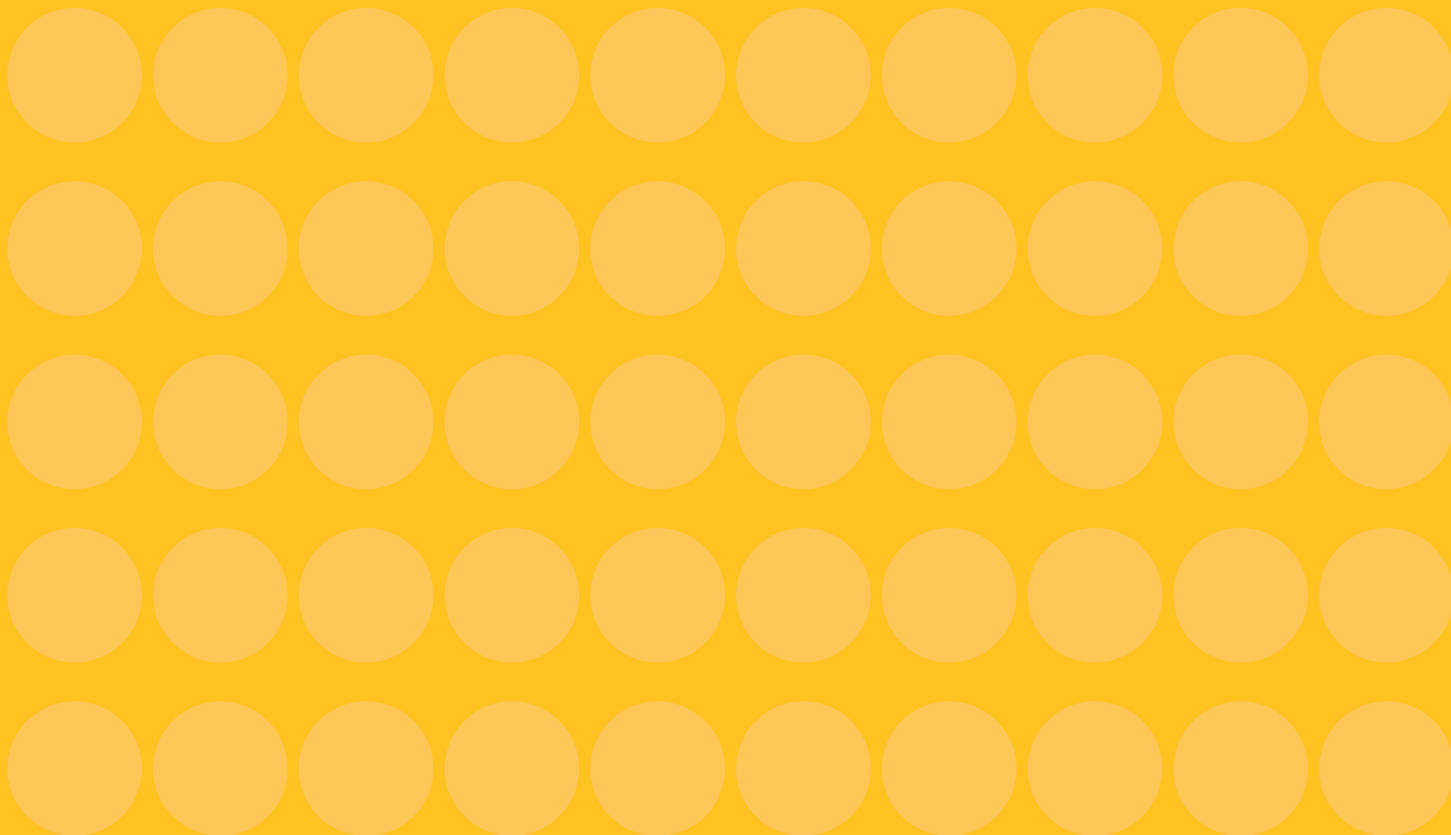
**CENTRO DE
ESTUDIOS
MONETARIOS
LATINOAMERICANOS**

Asociación Regional de Bancos Centrales

BOLETÍN

Volumen LVI

Número 3, julio-septiembre de 2010



CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*)
Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2009-2011

Presidente:

Banco de la República (Colombia)

Miembros:

Banco Central de la República Argentina
Banco Central do Brasil
Banco de México
Banco Central de Nicaragua
Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central de Venezuela

COMITÉ EDITORIAL

Javier Guzmán Calafell
Director General

Luiz Barbosa
Subdirector General

Fernando Sánchez Cuadros
Reuniones Técnicas de Banca Central

Ana-Laura Sibaja Jiménez
Servicios de Información

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango nº 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. Impresa en los talleres de Master Copy, S. A. de C. V., Av. Coyoacán nº 1450, México D. F., 03220. 360 ejemplares. ISSN: 0186-7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

- 127 **Nota editorial**
- 129 **Flujos de capital hacia América Latina: retos y respuestas de política**
Javier Guzmán Calafell
- 142 **La política cambiaria de Bolivia**
Gabriel Loza Tellería
- 153 **Educación financiera ante las repercusiones de la crisis**
Ignazio Visco
- 160 **Reminiscencias: recordar es vivir otra vez**
Eduardo Lizano
- 171 **Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA**
- 173 **Actividades del CEMLA durante junio-agosto del 2010**

Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.

VOLUMEN LVI NÚMERO 3
JULIO-SEPTIEMBRE DE 2010

Nota editorial

Este *Boletín* tiene cuatro artículos sobre temas diversos, tres de los cuales, sin embargo, se relacionan con aspectos de la crisis financiera más reciente, especialmente sobre las lecciones aprendidas y los retos para el futuro. El cuarto artículo, nos lleva al pasado y repasa las acciones que llevó el Banco Central de Costa Rica para fortalecer su autonomía a la vez que promovía cambios significativos en el sistema financiero y económico costarricense, tras, entre otros acontecimientos, una crisis.

En el artículo “Flujos de capital hacia América Latina: retos y respuestas de política”, Javier Guzmán Calafell compara el episodio más reciente de flujos de capital hacia América Latina, y la situación de estos tras la crisis. Analiza en qué medida tal fenómeno tiene incidencia generalizada en los países de la región, evalúa la capacidad de respuesta a los retos derivados del aumento de las corrientes de capital externo y hace algunas reflexiones sobre las medidas que han sido implementadas para hacer frente a estos retos. Si bien los países más expuestos de la región están también mejor preparados que el pasado, puede ser un error bajar la guardia, dado que: la situación internacional continúa siendo compleja; los flujos de capital son muy sensibles a los cambios; la innovación financiera puede conducir a sorpresas poco agradables; y a que la región está compuesta de diversas experiencias. El mayor desafío, parece ser no solo cómo enfrentar las consecuencias de los flujos de capital sobre la estabilidad macroeconómica y financiera, sino, y quizás más importante, cómo usarlos para potenciar el crecimiento de la región.

Gabriel Loza Tellería, en el artículo “La política cambiaria de Bolivia”, se refiere a las lecciones en los mercados cambiarios tras la crisis. También, resalta la experiencia boliviana, donde el principal mecanismo de transmisión de la crisis fue la fuerte caída en el nivel de precios de la canasta de productos de exportación, además de la caída en los flujos de remesas. Ante esto, la política que aplicaron, junto con otras acciones, fue no devaluar, sino mantener estable el tipo de cambio nominal. Una posición, que cómo se describe en el artículo, recibió diversas críticas; pero que, en función de ciertas características del entorno boliviano, fue posible aplicar con resultados satisfactorios.

Las lecciones de la crisis son varias y en diversos campos, quizás uno de los menos mencionados es en la educación financiera. En el artículo “Educación financiera ante las repercusiones de la crisis”, Ignacio Visco explica algunos de los beneficios de la educación financiera, luego de un rápido repaso de algunas de las respuestas dadas por las autoridades ante la crisis. Entre otros beneficios, la educación financiera complementa la tarea de protección del cliente de los reguladores, en la medida que se promueve el crecimiento económico, la confianza y la estabilidad. Sin embargo, cómo nos aclara, un público financiero y económicamente mejor educado no implica una solución mágica. Nos presenta la iniciativa que desarrolló el banco central junto con el Ministerio de Educación en Italia. Los resultados son interesantes e invitan a que sean replicados en otras latitudes, y como menciona el señor Visco, impulsar la educación financiera quizá sea un medio importante para ejecutar los deberes institucionales de los bancos centrales y otras autoridades financieras: proteger los ahorros, así como, garantizar estabilidad y promover la competencia.

El artículo “Reminiscencias: recordar es vivir otra vez”, de Eduardo Lizano, relata cómo dos acontecimientos importantes incidieron sobre las decisiones de los objetivos del BCCR y los instrumentos para alcanzarlos. Uno de tales acontecimientos, es la crisis económica que se vivió en 1981-1982. El BCCR y en general el sector económico gubernamental tuvieron que realizar importantes cambios para fortalecer tanto a la Autoridad Monetaria como al entorno financiero y económico costarricense. Entre otros, los resultados obtenidos 25 años después se resumen en que el BCCR ha logrado que el país no experimente crisis financieras de origen interno, que se hayan sorteado los efectos negativos de crisis financieras o económicas de origen externo y el sistema financiero se haya fortalecido tanto con la creación de diversas superintendencias como en el desarrollo de un sector financiero más amplio.

Si bien como indica Lizano, es probable que no todas las medidas tomadas hayan sido las más adecuadas, lo relevante es que las lecciones de la crisis de inicios de los ochenta y otras más, parecen haberse aprendido bastante bien, no solo en Costa Rica, sino en toda la región, tal y como lo apuntan en sus artículos Javier Guzmán y Gabriel Loza. Sin bajar la guardia en los temas regulatorios y de supervisión, o de fortalecimiento del sistema económico y financiero, quizás el siguiente paso es fortalecer el componente de educación financiera.

Al final se incluyen las listas de autoridades de algunos de los miembros y de actividades del trimestre del CEMLA. Los invitamos a visitar el sitio web institucional (www.cemla.org) para obtener mayor información acerca de nuestras diversas publicaciones y actividades. Pueden enviar sus comentarios a (publicaciones@cemla.org).

Flujos de capital hacia América Latina: retos y respuestas de política^{*}

Javier Guzmán Calafell

I. Introducción

Los flujos de capital hacia América Latina y otras regiones emergentes cayeron abruptamente después del colapso de Lehman Brothers en septiembre del 2008. Durante ese año, las corrientes de capital privado neto hacia la región registraron una cifra equivalente a poco más de 50% del nivel alcanzado durante 2007. En este contexto, los márgenes de riesgo para la deuda soberana de estos países aumentaron en forma considerable y las líneas de crédito interbancario se colapsaron. Además, las emisiones de bonos, tanto soberanos como corporativos, básicamente desaparecieron, tras varios años de continuo acceso de América Latina a los mercados de capital a un costo accesible. Esta situación se reflejó en una fuerte disminución de las reservas internacionales y depreciaciones significativas de los tipos de cambio de muchos países de la región.

En general, las economías de América Latina respondieron rápidamente a la crisis, mediante la aplicación de medidas destinadas a garantizar la disponibilidad de suficiente liquidez externa y la solidez de sus sistemas financieros. Además, varios países implementaron políticas fiscales y monetarias para mitigar el impacto de la crisis en el sector real.

Estas medidas, junto con la reducción de la

incertidumbre mundial resultante de los esfuerzos de la comunidad internacional para hacer frente a la crisis, permitieron un retorno gradual del acceso a los mercados internacionales de capital. Así, los márgenes de riesgo soberano comenzaron a mostrar una tendencia a la baja desde el primer trimestre de 2009. Además, hacia finales de ese año la deuda soberana y las emisiones de bonos corporativos habían alcanzado niveles muy superiores al promedio observado en el período 2006-2007, y el acervo regional de reservas internacionales registró niveles récord. Naturalmente, las tendencias globales ocultan importantes diferencias de un país a otro.

Los flujos de capital hacia América Latina continuaron aumentando, en un contexto de alta volatilidad, durante el primer semestre de 2010. Factores tanto de empuje como de atracción explican esta tendencia. Los primeros están relacionados con la abundante liquidez internacional, las bajas tasas de interés en las economías avanzadas y un aumento en el apetito por riesgo, mientras que los segundos se derivan principalmente de los sólidos fundamentos económicos y las buenas perspectivas de crecimiento económico para los países de la región en general en los próximos años.

El rápido retorno de los países latinoamericanos a los mercados de capital es sin duda un hecho positivo. Las entradas de capital proporcionan los medios para financiar un exceso de inversión con respecto al ahorro, permiten que los ahorradores y los inversionistas diversifiquen sus carteras, contribuyen al desarrollo de los mercados de capital y reducen los costos de endeudamiento, tanto para el sector público como para el privado, entre otros beneficios. Al mismo

^{*} Documento de J. Guzmán Calafell, director general, del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, presentado en la conferencia "International Capital Movements: Old and New Debates", organizada por el Banco Central de Reserva del Perú, el Reinventing Bretton Woods Committee y el Intergovernmental Group of Twenty Four, celebrada en la ciudad de Cusco, Perú, durante el 19 y el 20 de julio del 2010.

tiempo, sin embargo, las entradas de capital dan lugar a una serie de retos. En primer lugar, son muy volátiles y tienden a ser procíclicas. Además, pueden propiciar una fuerte apreciación del tipo de cambio real y aumentos insostenibles de la demanda interna y del déficit en cuenta corriente. Asimismo, pueden poner en peligro la estabilidad financiera. De esta forma, no es sorprendente que muchas de las crisis económicas observadas en América Latina se hayan producido después de períodos caracterizados por condiciones externas favorables y elevados ingresos de capital.

El objetivo de este documento es comparar el más reciente episodio de flujos de capital hacia América Latina con experiencias similares observadas en décadas pasadas, así como analizar en qué medida este fenómeno está incidiendo de manera generalizada en los países de la región. También se evalúa la capacidad de respuesta a los retos derivados del aumento de las corrientes de capital externo, y se hacen algunas reflexiones sobre las medidas que se han implementado para hacer frente a estos retos.

II. Características de los ingresos de capital y respuestas de política

¿Qué tan importante es el ingreso de capitales a América Latina en esta etapa? Para intentar responder a esta pregunta, la gráfica I presenta la evolución del total de flujos de capital neto a la región durante el período 1980-2011, con información del Fondo Monetario Internacional (FMI). Las entradas netas de capital se definen para estos propósitos como la suma de la cuenta corriente y la variación de las reservas internacionales como porcentaje del PIB.¹ Como se muestra en la gráfica, el comportamiento de esta variable no es muy distinto al considerarse todas las economías emergentes y en desarrollo. Por otro lado, las tendencias de los flujos de capital total y capital privado neto a América Latina son muy parecidas.

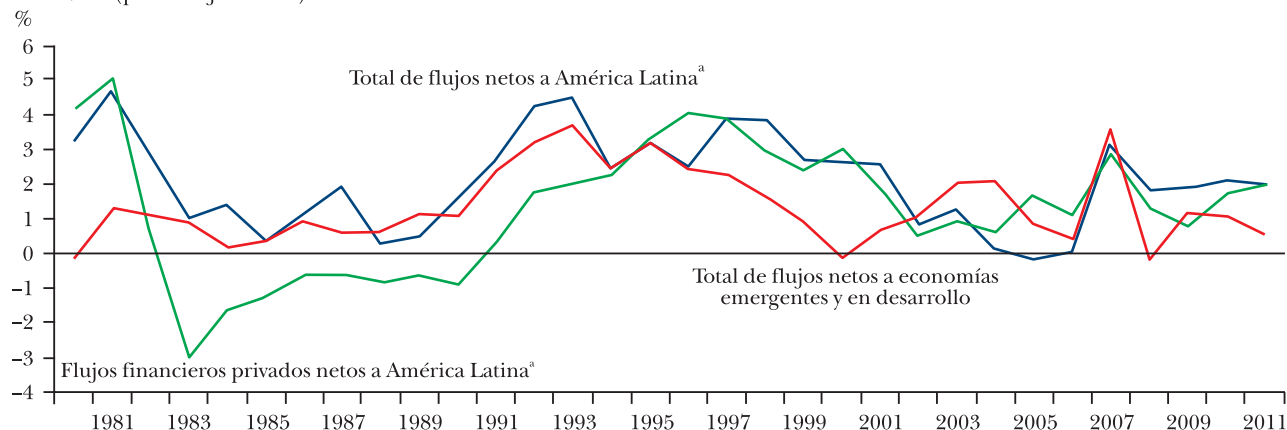
La gráfica muestra que las economías de América Latina han observado tres episodios de ingresos de capital sustanciales durante los últimos 30 años:

¹ Las cifras incluyen *errores y omisiones*, ya que la información disponible permite excluir este rubro de la serie sólo para el período 2002 a 2011. Cabe aclarar que el comportamiento de esta serie es muy parecido al de la que excluye *errores y omisiones*.

- El primero está relacionado con las secuelas de la crisis del petróleo de la década de los setenta. La necesidad de reciclar los llamados *petrodólares* dio origen a un auge de los préstamos bancarios internacionales, especialmente a corto plazo, a las economías en desarrollo, incluidas las de América Latina. Éstos se utilizaron para financiar déficits fiscales y la expansión del consumo privado, lo que condujo a la crisis de la deuda de la década de los ochenta y a una década perdida para América Latina.
- El segundo episodio se puede dividir en dos partes: *i)* la relajación de las condiciones monetarias en los países avanzados –con el consiguiente aumento en la oferta de financiamiento externo de bajo costo– y el optimismo sobre el desempeño de algunas economías latinoamericanas, entre otros factores, se tradujeron en un aumento sustancial de los flujos de capital a la región, que culminó con la crisis mexicana de 1994-95; y *ii)* un nuevo relajamiento de la política monetaria en Estados Unidos y Europa, combinado con un sustancial decremento de las primas de riesgo, fomentó una expansión de los flujos de capital, especialmente a Asia y Rusia, pero también a América Latina. Las crisis en Asia y Rusia en 1997-1998 finalmente dieron como resultado un colapso de los flujos de capital a todas las economías emergentes.
- Durante el tercer episodio, la disponibilidad de financiamiento externo a tasas de interés bajas, reflejó políticas monetarias expansivas en las economías avanzadas después de la recesión de 2000-2001, condiciones favorables en la economía mundial, innovaciones en los mercados financieros que mejoraron la liquidez y la distribución del riesgo, y un cambio en los patrones de ahorro e inversión mundiales. Esto fue apoyado, por el lado de la demanda, por un crecimiento económico relativamente fuerte en las economías emergentes –incluyendo América Latina–, una participación creciente de éstas en la economía mundial, y mejoras en su desempeño macroeconómico y marcos de política económica más flexibles.

¿Cuáles son las principales diferencias entre el período de ingresos de capital hacia América Latina y otras regiones emergentes que se inició a

GRÁFICA I. FLUJOS NETOS DE CAPITAL A ECONOMÍAS EMERGENTES Y EN DESARROLLO, ASÍ COMO A AMÉRICA LATINA, 1980-2011 (porcentaje del PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, base de datos del *World Economic Outlook*.

^aIncluye errores y omisiones.

principios de 2009 y los episodios previos descritos anteriormente?

En primer lugar, no está claro que el fenómeno que estamos presenciando en la actualidad represente el comienzo de un nuevo episodio de una magnitud comparable. En particular, existe el riesgo de que los flujos de capital hacia las economías emergentes en general sea de una duración más corta esta vez, ya que un endurecimiento de la política monetaria en el mundo avanzado, y la demanda de recursos derivada de una recuperación cíclica y un elevado déficit presupuestario en estas economías, podría desplazar a prestatarios de mercados emergentes. Si bien esta posibilidad no puede ser descartada, la opinión predominante es que las tasas de interés en las principales economías industriales seguirán siendo bajas durante un periodo relativamente largo, y por lo tanto que la principal preocupación a futuro para las economías emergentes serán las entradas de capital y su comportamiento volátil, más que las salidas.² Por otra parte, es importante subrayar que incluso en este escenario, las actuales proyecciones del FMI apuntan a que los flujos de capital hacia América Latina hasta el año 2011, se ubicarán muy por debajo de lo observado en los tres episodios previos (gráfica I).

En segundo lugar, las contrapartes de los flujos de capital neto son la cuenta corriente y la

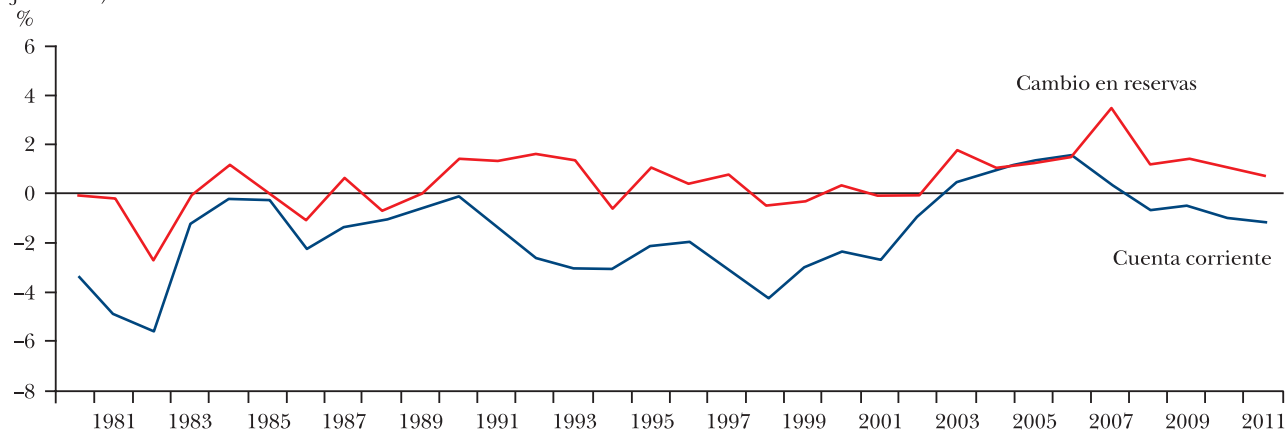
variación de las reservas internacionales.³ Como se puede observar en la gráfica II, durante los episodios de ingresos de capitales de los años ochenta y noventa, los flujos hacia América Latina se utilizaron principalmente para financiar elevados déficits en cuenta corriente. La situación cambió drásticamente en los primeros años del nuevo siglo: en este caso, las entradas de capital fueron acompañadas por excedentes en la cuenta corriente, cuyo resultado fue una fuerte acumulación de reservas internacionales. La situación en el periodo 2008-2011, según lo proyectado por el FMI y otros analistas, puede ser considerada como una fase intermedia, ya que se observan déficits moderados en la cuenta corriente y una continua acumulación de reservas internacionales.

En tercer lugar, la composición de los flujos de capital hacia América Latina ha cambiado sustancialmente en los últimos treinta años (gráfica III). A finales de los setenta y principios de los ochenta, los flujos de deuda representaban el componente principal de las corrientes de capital privado. Posteriormente, en los años noventa, la característica más relevante fue el fuerte aumento de las inversiones en cartera. Durante el tercer episodio de entradas de capital a América Latina, la inversión extranjera directa (IED) se convirtió en la forma dominante de financiamiento, y se espera que esto continúe así en los próximos años, aunque con una recuperación de los flujos de cartera. Naturalmente, la composición de los flujos de capital es de gran relevancia. Dado que la evidencia empírica muestra que, en general, la

² Ver por ejemplo Instituto de Finanzas Internacionales, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, Washington, 15 de abril del 2010 (IIF Research Note), y Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, abril del 2010.

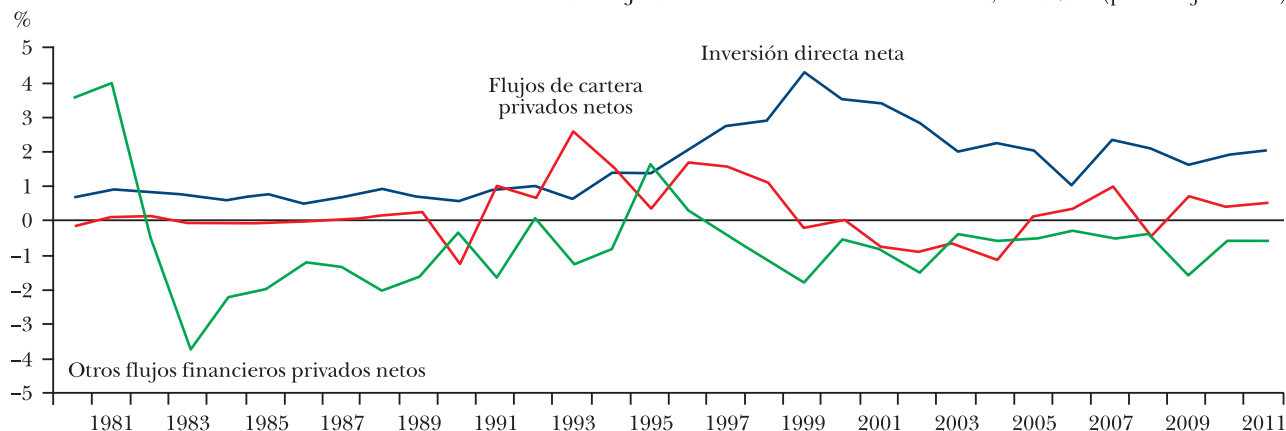
³ Suponiendo que no existen errores y omisiones.

GRÁFICA II. AMÉRICA LATINA: CUENTA CORRIENTE Y VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES, 1980-2011 (porcentaje del PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, base de datos del *World Economic Outlook*.

GRÁFICA III. AMÉRICA LATINA: COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIERO PRIVADOS NETOS, 1980-2011 (porcentaje del PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, base de datos del *World Economic Outlook*.

inversión extranjera directa es la forma más estable de flujo,⁴ se puede argumentar que los cambios observados en la estructura de financiamiento en América Latina durante los últimos años han reducido la vulnerabilidad de la región a la volatilidad de las corrientes de capital externo.

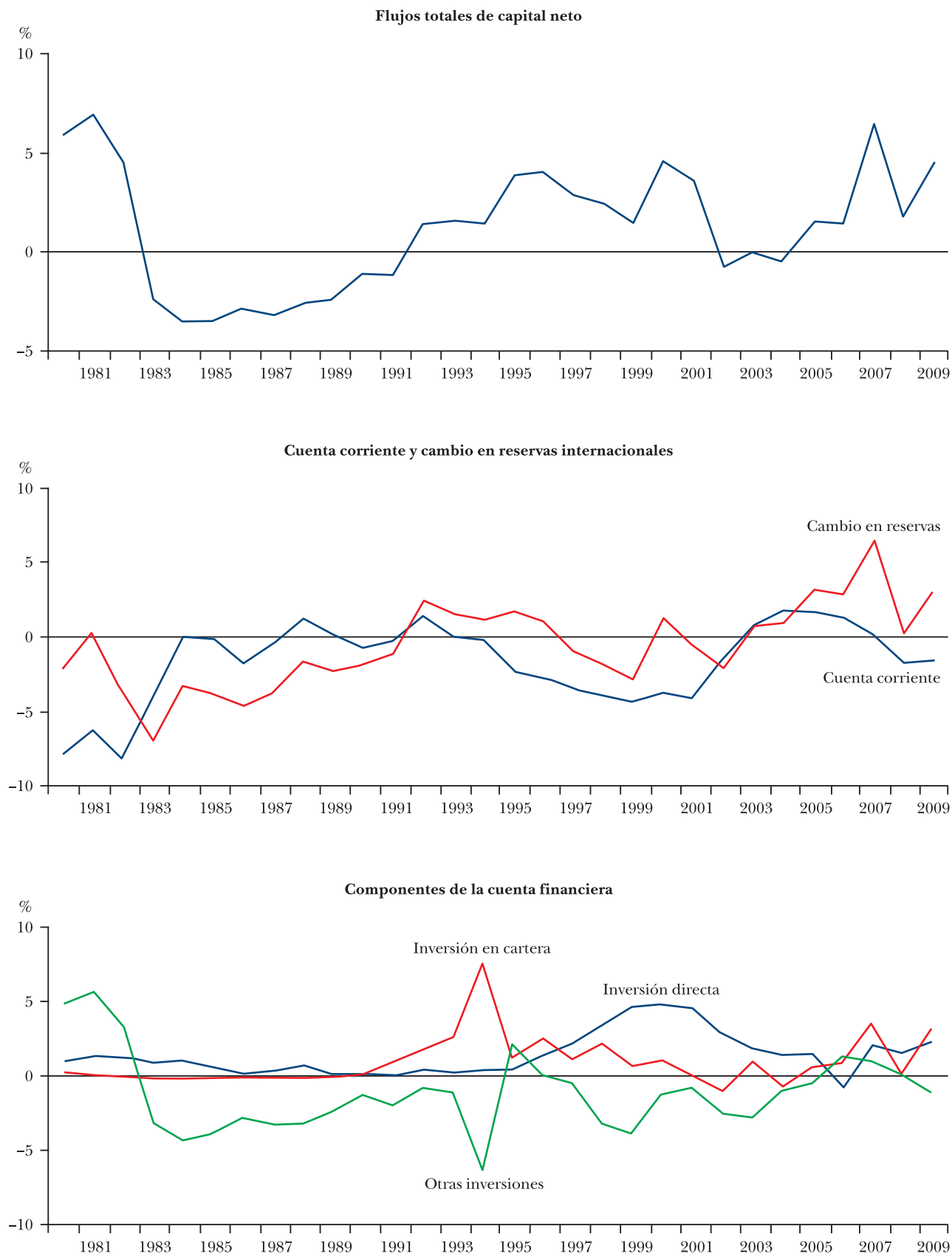
Como se explicó anteriormente, estas tendencias generales esconden importantes diferencias entre países. Para evaluar hasta qué punto las tres anteriores conclusiones son válidas a nivel nacional, se realizó un análisis para los países considerados por el FMI “con fuertes vínculos con los mercados financieros internacionales o EFI” (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), que es el subconjunto de economías que tienden a ser más afectadas por cambios en los movi-

mientos internacionales de capital.⁵ Las gráficas IV a VIII presentan información sobre las entradas de capital para cada una de estas economías, su uso ya sea para el financiamiento de la cuenta corriente o la acumulación de reservas, y la composición de los flujos netos de capital privado. Las gráficas muestran que para algunas economías (por ejemplo, Brasil y Colombia), las entradas de capital son considerables y no muy por debajo de las observadas durante episodios anteriores. En el otro extremo se ubica Chile, que en 2009 registra una salida neta de capital. Sin embargo, en términos generales las conclusiones respecto al uso de esos flujos y su composición son similares a los alcanzados a nivel agregado, es decir, los flujos de capital externo están financiando déficit moderados en cuenta corriente y

⁴ Ver Committee on the Global Financial System, *Capital Flows and Emerging Market Economies*, BIS, enero del 2009 (CGFS Papers, n° 33).

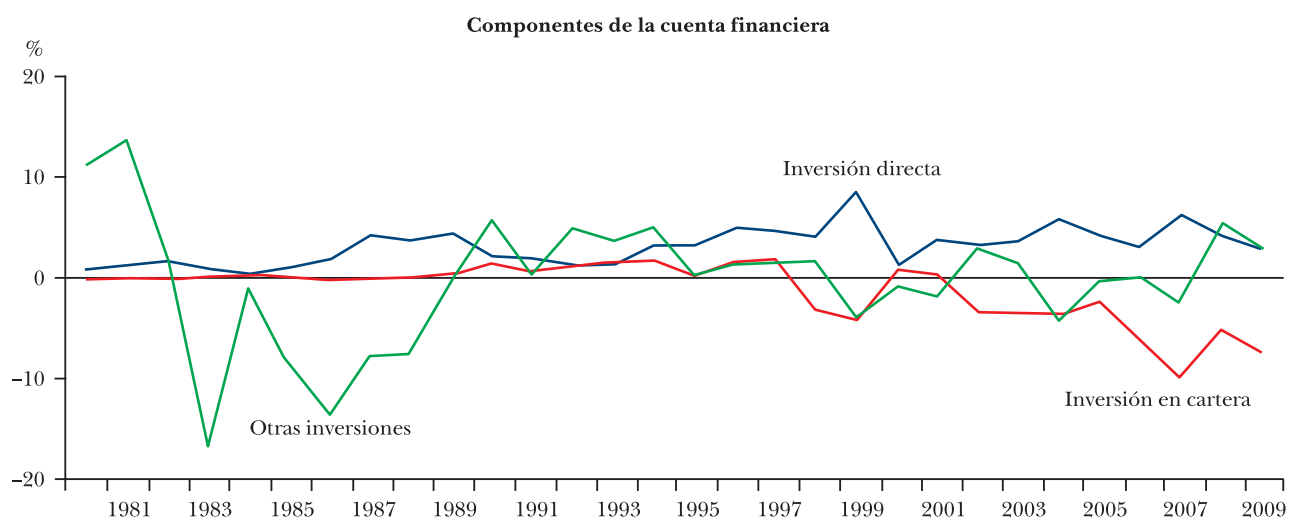
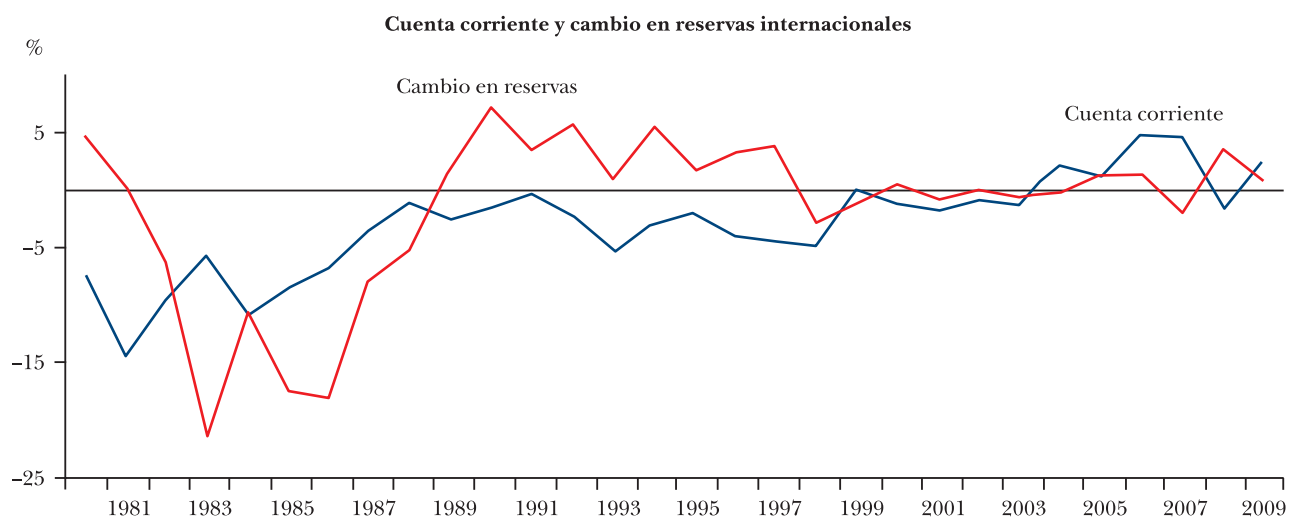
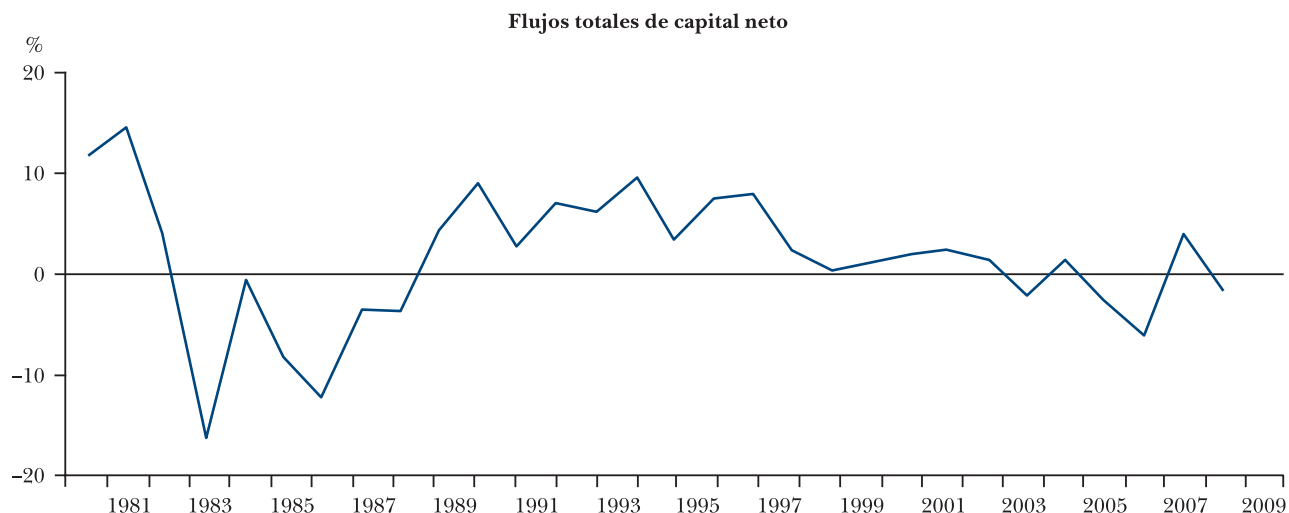
⁵ De hecho, en 2009 los flujos de capital a estos países fueron superiores a la cifra equivalente para el total de América Latina.

GRÁFICA IV. BRASIL, 1980-2009 (porcentaje del PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

GRÁFICA V. CHILE, 1980-2009 (porcentaje del PIB)



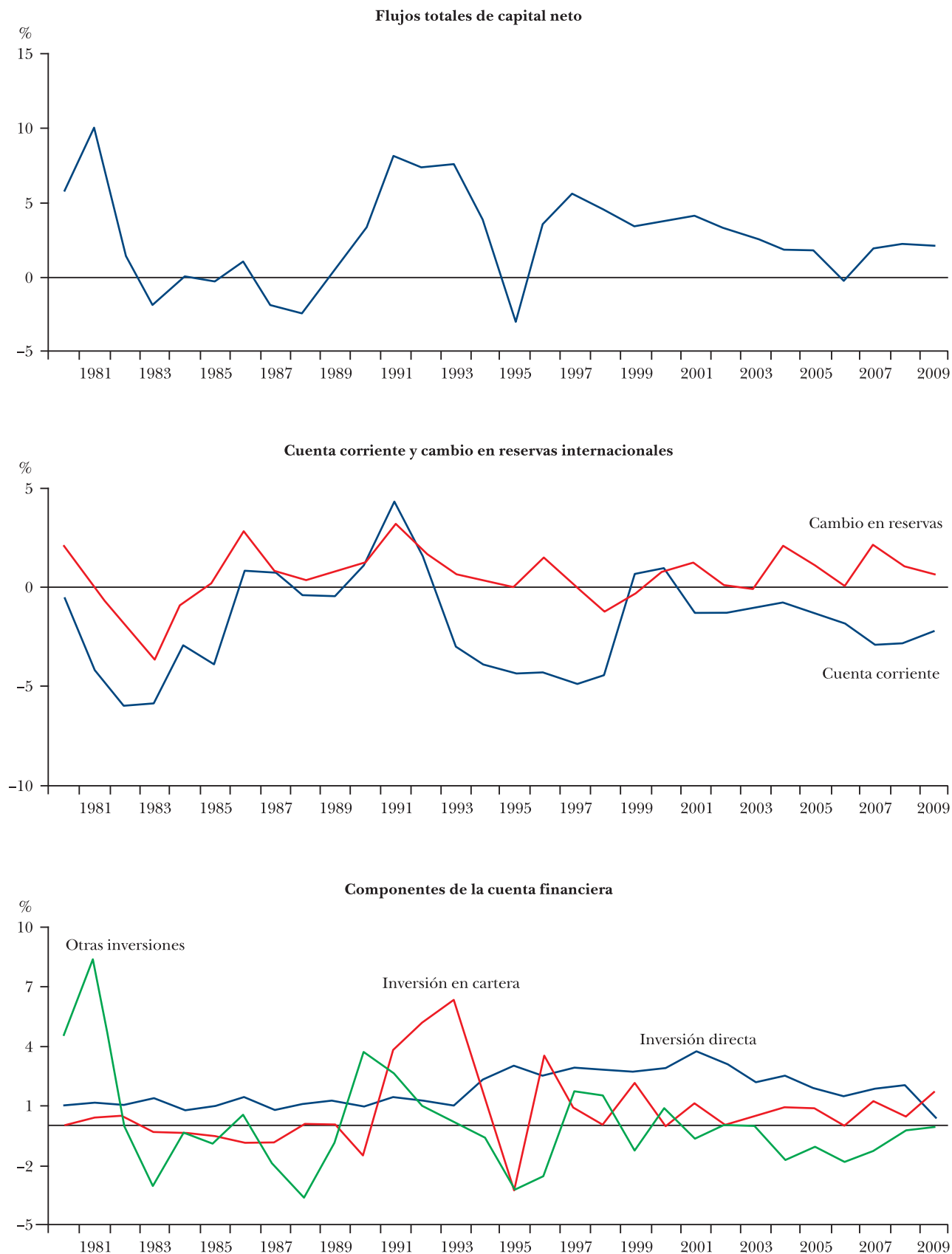
FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

GRÁFICA VI. COLOMBIA, 1980-2009 (porcentaje del PIB)



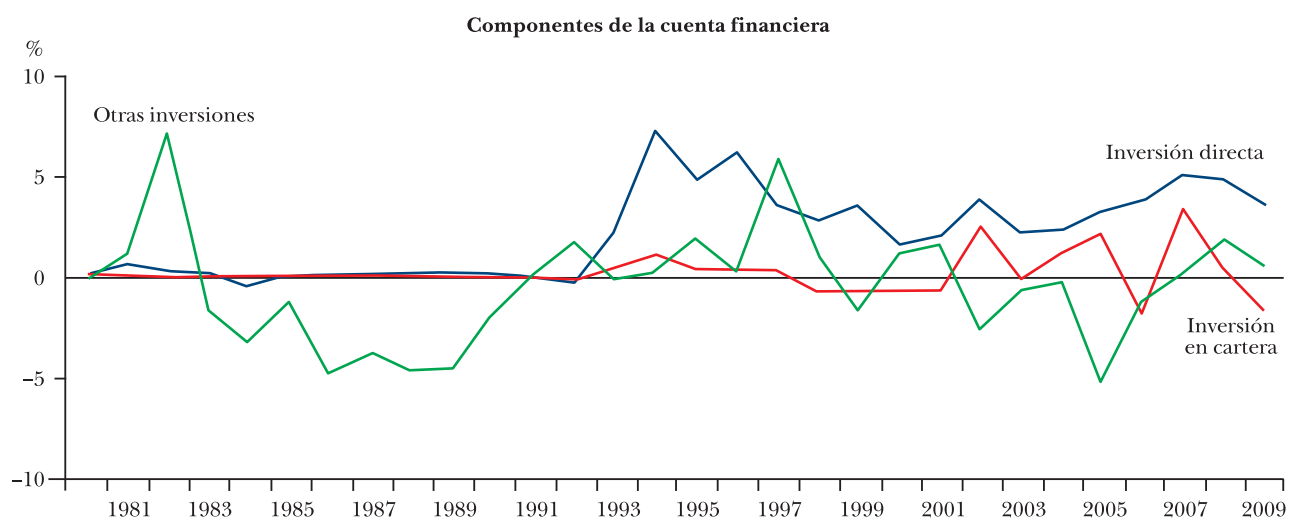
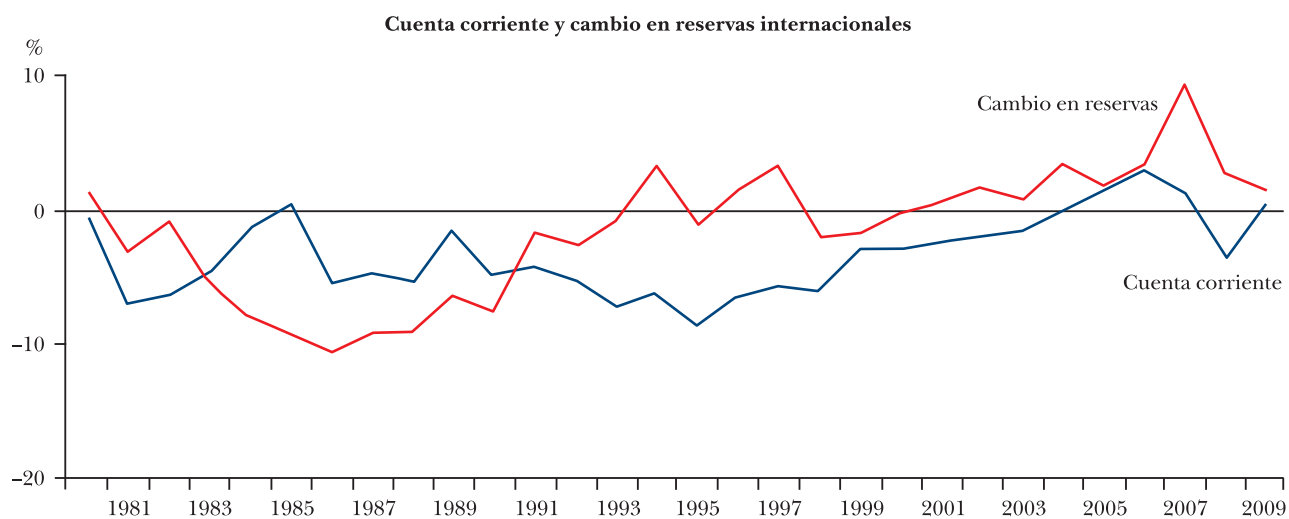
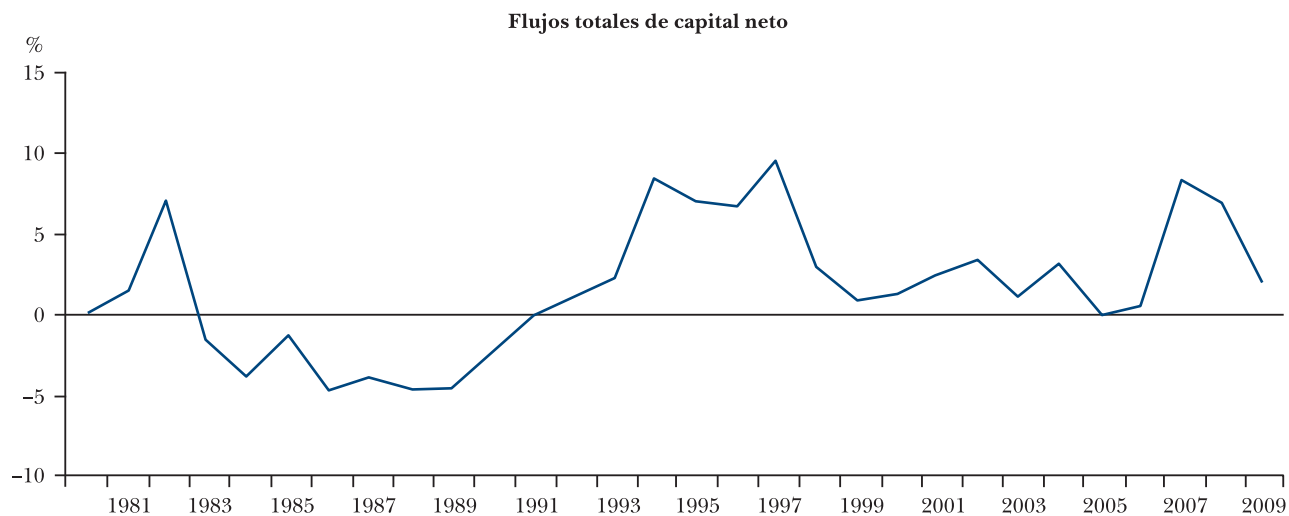
FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

GRÁFICA VII. MÉXICO, 1980-2009 (porcentaje del PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

GRÁFICA VIII. PERÚ, 1980-2009 (porcentaje del PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

la acumulación de reservas, y son dominados por corrientes de inversión extranjera directa, o bien la IED representa una porción sustancial de la afluencia total.

Independientemente de si el tamaño de la entrada de capitales a América Latina en esta ocasión es similar o no a las de episodios anteriores, es importante preguntarse: ¿Está América Latina mejor preparada actualmente para hacer frente a los desafíos generados por la volatilidad de los flujos de capital externo? La respuesta a esta pregunta es claramente positiva. A este respecto, cabe señalar lo siguiente:

- El FMI creó en marzo de 2009 la Línea de Crédito Flexible (LCF). Esta facilidad está diseñada para países con políticas y fundamentos económicos fuertes, y con un récord sólido de implementación de políticas. Los criterios pa-

ra evaluar las posibilidades de acceso a la LCF incluyen una posición externa sostenible, un nivel holgado de reservas internacionales, finanzas públicas sanas, la ausencia de problemas de solvencia bancaria y una efectiva supervisión del sector financiero, entre otros. Tanto a México como a Colombia se les ha otorgado la LCF, y existe la percepción generalizada de que Brasil, Chile y Perú la obtendrían si la solicitaran.

- Las principales agencias calificadoras han asignado grado de inversión a la deuda soberana de cuatro de los cinco países de América Latina antes señalados. En el año 2000, sólo una de estas economías había alcanzado ese nivel (ver cuadro 1).
- Es ampliamente aceptado que los tipos de

Cuadro 1

GRADO DE INVERSIÓN, 1995-2010

<i>País</i>	<i>1995</i>	<i>2000</i>	<i>2002</i>	<i>2008</i>	<i>2010</i>	<i>Perspectiva</i>
Brasil	-	-	-	√	√	Estable
Chile	√	√	√	√	√	Estable
Colombia	√	-	-	-	-	Positivo
México	-	-	√	√	√	Estable
Perú	-	-	-	√	√	Estable
Total	2	1	2	4	4	

FUENTE: Standard & Poor's.

^a Calificación de grado de inversión para la deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera. Información al 15 de julio del 2010.

Cuadro 2

PAÍSES CON RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO FLEXIBLE, 1980-2010

<i>País</i>	<i>1980</i>	<i>1985</i>	<i>1990</i>	<i>1995</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2005</i>	<i>2010</i>
Brasil	-	-	-	-	√	√	√	√
Chile	-	-	-	-	-	√	√	√
Colombia	-	-	-	-	-	√	√	√
México	-	-	-	√	√	√	√	√
Perú	-	-	√	√	√	√	√	√
Total	0	0	1	2	3	5	5	5

FUENTE: FMI, Exchange Arrangements & Exchange Restrictions, Annual Reports.

cambio flexibles reducen la probabilidad de crisis. Estos regímenes desalientan la entrada de capitales especulativos, la acumulación de desequilibrios externos, y los efectos adversos sobre la actividad económica de las alzas de las tasas de interés que suelen acompañar a la defensa de un tipo de cambio fijo cuando las condiciones financieras empeoran. Hoy en día, todos los países considerados cuentan con regímenes de tipo de cambio flexible. En 1990 sólo uno de ellos operaba bajo este régimen (ver cuadro 2).

Por otra parte, según el FMI, "... en general, los sistemas financieros latinoamericanos están mejor preparados y son más resistentes que en el pasado porque debilidades anteriores, tales como la exposición a depreciaciones de la moneda o la dependencia del financiamiento externo se han reducido mucho, y se han acumulado montos importantes de capital".⁶ Sobre la base de un análisis llevado a cabo a mediados de 2009, el Fondo concluye que la mayoría de los sistemas bancarios de la región tienen coeficientes de capitalización muy por encima de las normas internacionales (una mediana de alrededor del 15%), bajas tasas de cartera vencida (mediana de 2.5%), altos rendimientos sobre su capital (mediana de 2% al año), posiciones equilibradas o positivas de activos extranjeros netos, y cocientes adecuados de liquidez (mediana de 20% del total de activos). En este contexto, no es sorprendente que ningún sistema bancario latinoamericano haya enfrentado una crisis durante el reciente episodio de turbulencia financiera mundial.

El estar mejor preparados para hacer frente a las entradas de capital no garantiza, por supuesto, que se van a aplicar las medidas adecuadas. La pregunta obvia es, entonces, ¿ha sido la respuesta de las economías latinoamericanas al reciente repunte de los ingresos de capital la correcta? Evidentemente, es muy difícil dar una respuesta precisa a esta pregunta. Sin embargo, se pueden hacer algunas observaciones de carácter general.

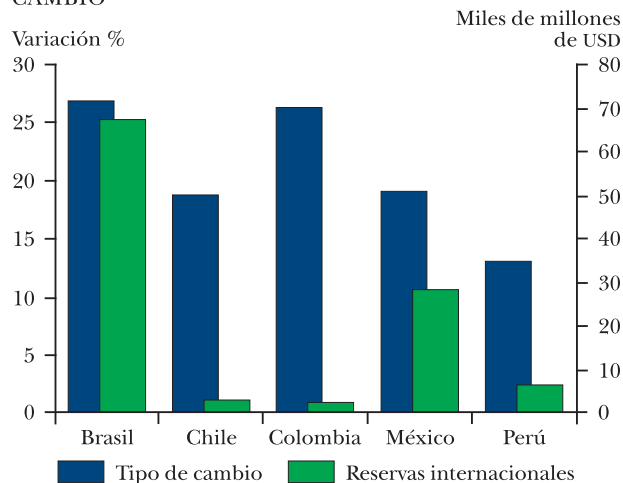
La mayoría de los analistas apoya la idea de que no existe una política *única* para hacer frente a entradas de capital elevadas y volátiles. Es ampliamente aceptado que, por lo general, los esfuerzos deben incluir una combinación de flexibilidad cambiaria, acumulación de reservas

⁶ Ver FMI, *Economic Outlook, Western Hemisphere*, mayo del 2009.

internacionales, ajustes en las políticas fiscal y monetaria, y medidas macroprudenciales.⁷ Además, la idea de que pueden haber circunstancias en las cuales los controles de capital formen parte de la respuesta política ha ganado aceptación. La mejor combinación de estos elementos dependerá de las características particulares de la economía (incluyendo elementos como la etapa del ciclo económico, el grado de sobre/subvaluación del tipo de cambio, el nivel de reservas internacionales, etc.) y la naturaleza de los flujos de capital, entre otros factores.

La respuesta de los países latinoamericanos con vínculos más estrechos con los mercados financieros internacionales al reciente aumento de las entradas de capital (o al impacto de superávit en la cuenta corriente en el caso de Chile) se ha basado en una combinación de medidas.

GRÁFICA IX. RESERVAS INTERNACIONALES^a Y TIPO DE CAMBIO^b



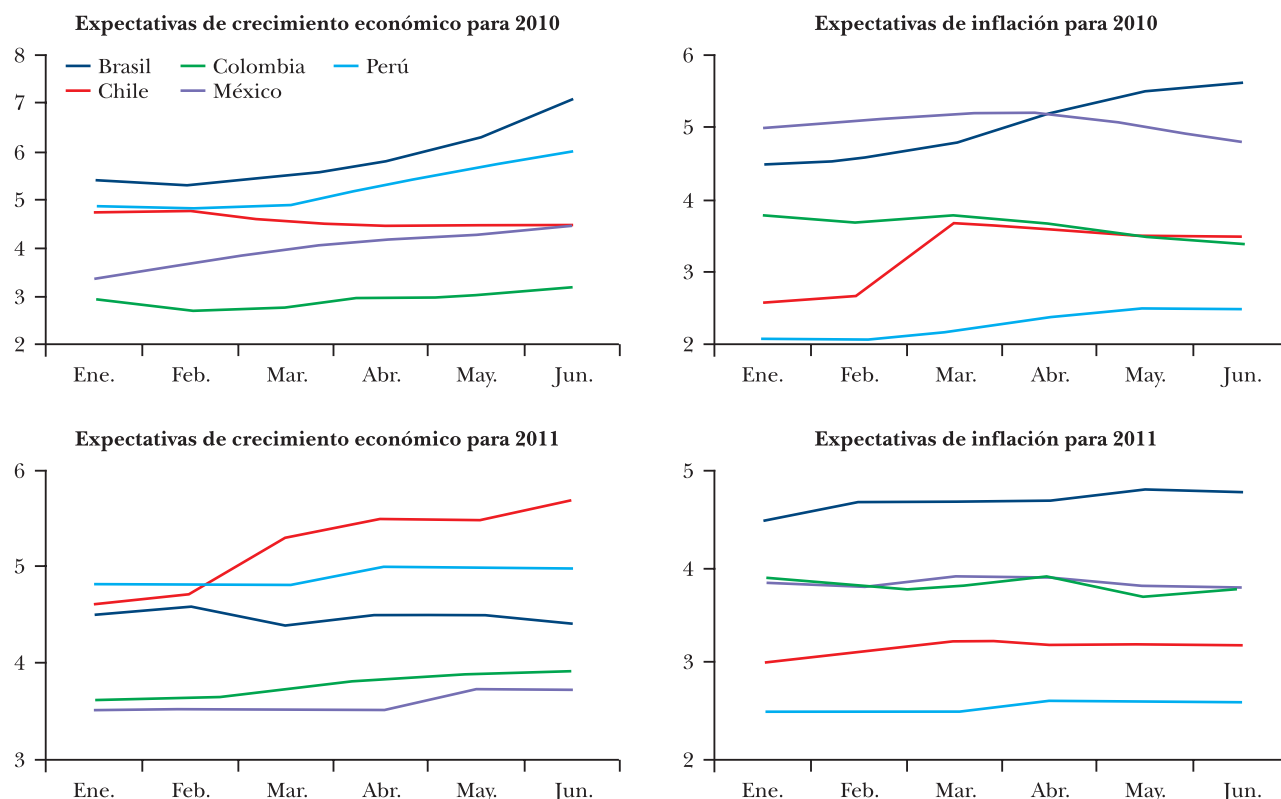
FUENTES: Bancos centrales nacionales.

^a Variación del punto más bajo en 2009 al más alto en 2010 (en miles de millones de dólares). ^b Variación porcentual del nivel más depreciado en 2009 al más apreciado en 2010. Información al 15 de julio de 2010.

La gráfica IX muestra la evolución del tipo de cambio nominal y las reservas internacionales para estos países, de su punto más bajo/depreciado en el año 2009 a julio de este año. Como puede verse, todos ellos han reaccionado con la combinación de una apreciación del tipo de cambio nominal y una acumulación de

⁷ Ver Jonathan D. Ostry *et al.*, *Capital Inflows: The Role of Controls*, 19 de febrero del 2010 (IMF Staff Position Note); versión en español "Entradas de capital: el papel de los controles", *Boletín del CEMLA*, vol. LVI, n.º 1, enero-marzo de 2010, pp. 38-57; y Committee on the Global Financial System, *op. cit.*, p. 132.

GRÁFICA X. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO



FUENTE: *Latin American Consensus Forecasts*.

reservas internacionales. Naturalmente, la respuesta de política en estas economías ha incluido otra serie de medidas, tales como el apretamiento de la política fiscal, la puesta en marcha de acciones macroprudenciales y en un caso la introducción de controles a los ingresos de capital.

A juzgar por las expectativas del mercado sobre el comportamiento de los principales agregados macroeconómicos, se puede argumentar que hasta el momento las medidas adoptadas han tenido éxito en el cumplimiento de los objetivos perseguidos. Como puede observarse en la gráfica X, las expectativas de crecimiento económico para 2010 para el grupo de cinco países en análisis se han venido ajustando al alza, al tiempo que las expectativas de inflación se han mantenido relativamente estables, con la excepción de Brasil. Para 2011, los analistas proyectan una continuada expansión económica, con tasas de inflación en general menores a las esperadas para este año y con una trayectoria que se ha mantenido estable en todos los casos.

III. Consideraciones finales

Aunque el tamaño de los flujos de capital hacia América Latina no ha alcanzado recientemente las magnitudes observadas en episodios anteriores, los países más expuestos de la región están mejor preparados para hacer frente a estos flujos, y las medidas adoptadas hasta el momento parecen estar funcionando bien, es evidente que sería un error bajar la guardia:

- La situación económica internacional sigue siendo muy compleja y las proyecciones están sujetas a un grado de incertidumbre superior a lo normal.
- Además, la sensibilidad de los flujos de capital a condiciones cambiantes es muy alta y es probable que aumente aún más.
- Como muestra la experiencia reciente de Brasil, México y otras economías emergentes, la

innovación financiera puede dar lugar a operaciones fuera del control de las autoridades, que tienen el potencial de conducir a sorpresas desagradables.

- Existe una amplia variedad de experiencias entre los países de la región.

Además, si América Latina recibiera una entrada considerable de capital en los próximos años, el desafío sería no sólo enfrentar sus consecuencias sobre la estabilidad macroeconómica y financiera, sino utilizarlos de forma productiva para incrementar el potencial de crecimiento de la región. La experiencia hasta ahora es desalentadora. En un estudio reciente del Banco Inter-

americano de Desarrollo sobre las ganancias y pérdidas de productividad con respecto a Estados Unidos para una muestra de 76 países, la mitad de los 20 peores resultados fueron para economías de América Latina y el Caribe.⁸ Según el estudio, un país típico de América Latina podría haber aumentado su ingreso per cápita en un 54% desde 1960, si su productividad hubiera crecido como la del resto del mundo durante el período. El documento concluye que más que inversiones adicionales, los países de la región deben hacer un mejor uso de sus acervos de capital físico y humano.

⁸ Ver Carmen Pagés-Serra (ed.), *La era de la productividad: cómo transformar a las economías desde sus cimientos*, Banco Interamericano de Desarrollo, junio del 2010.

La política cambiaria de Bolivia*

Gabriel Loza Tellería

I. Introducción

1) Crisis financiera y tipo de cambio

Una de las lecciones más relevantes de la crisis económica mundial y de sus efectos en las economías en desarrollo, se refiere a la reacción de los mercados cambiarios, antes y, especialmente, durante el estallido de la crisis en septiembre del 2008, con la quiebra del Banco Lehman Brothers.

Como la CEPAL (2009b) y el FMI (2010a) señalaron, esta crisis había encontrado a la región mucho mejor preparada que en el pasado. Antes de esta crisis, la mayoría de las economías latinoamericanas contaban con buenos fundamentos económicos expresados en niveles elevados de reservas internacionales, una situación fiscal y externa tendiente al equilibrio o superávit, adecuadas políticas macroeconómicas y bajo nivel de deuda externa pública.

Durante la crisis, los mercados cambiarios reaccionaron depreciando significativamente sus monedas hasta fines del 2008 y principios del 2009, para posteriormente empezar a apreciarlas en forma significativa. Este comportamiento, como señala Kohler (2010), contrasta con los movimientos cambiarios típicamente asociados a una crisis financiera, como los observados en las crisis asiática y rusa. En efecto, durante la reciente

crisis internacional, a diferencia de los episodios anteriores, uno de los aspectos más sorprendentes fue la rápida y fuerte reversión de las depreciaciones inicialmente realizadas. Según el estudio mencionado, si bien hubo algunas reversiones similares en crisis anteriores, estas fueron mucho menos pronunciadas a la efectuada en la crisis reciente.

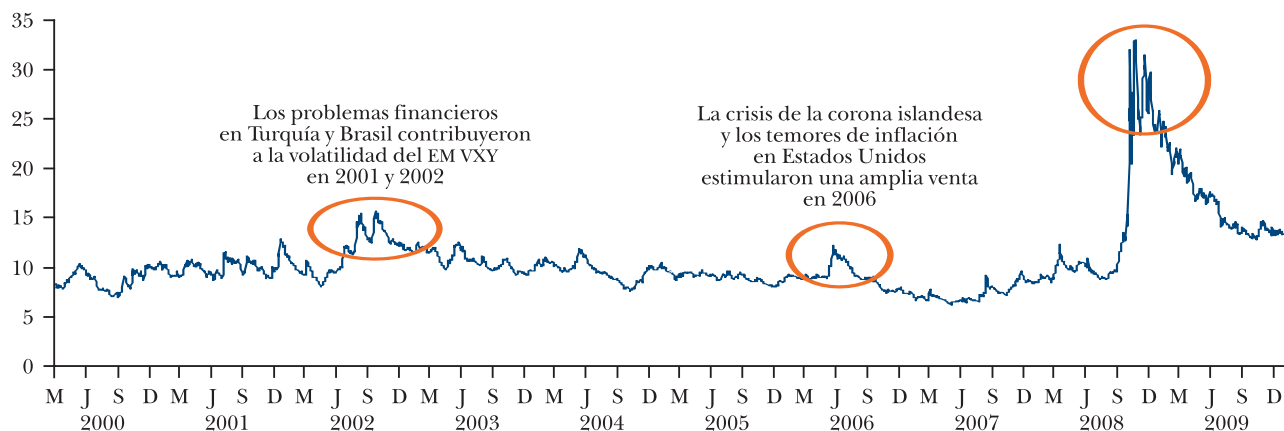
La alta volatilidad de los mercados de cambios de las economías emergentes durante el estallido de la crisis, medida por el índice de volatilidad de divisas (EM-VXY), fue similar a la de los mercados financieros, expresada a su vez en el índice de volatilidad de acciones (VIX), incrementándose ambos para luego tender a decrecer casi en forma simultánea. Aunque el inicio de la crisis reciente no sea atribuible a factores cambiarios ni pueda situarse su epicentro en las economías emergentes, llama la atención que la volatilidad de las divisas fuese mayor que la volatilidad de las acciones, que sí estuvieron directamente relacionadas con la crisis financiera, y que, asimismo, fuese mucho más alta que la volatilidad cambiaria observada durante las crisis de Turquía y Brasil en el 2002, en tanto, su nivel actual aún permanece en valores más altos que los alcanzados anteriormente (gráfica I).

En las economías de los países emergentes de América Latina los mercados cambiarios reaccionaron en mayor medida que sus pares de Asia y Europa al depreciar su moneda, hecho evidente al observar el notorio descenso de su índice cambiario de un valor de 120 a otro de 85, caída más pronunciada que la de los mercados emergentes de Europa (de 105 a 85) y bastante mayor que la de los emergentes de Asia (de 110 a 100).

Posteriormente, en las economías emergentes

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de G. Loza Tellería, presidente (*a. i.*), del Banco Central de Bolivia (BCB). El autor agradece la colaboración de Juan Carlos Heredia y Dennise Martin para la elaboración del presente documento. Su contenido es de responsabilidad del autor y no compromete la opinión del BCB. Correo electrónico: <gloza@bcb.gob.bo>.

GRÁFICA I. ÍNDICE DE VOLATILIDAD DE DIVISAS DE MERCADOS EMERGENTES (EM-VXY), 2000-2009

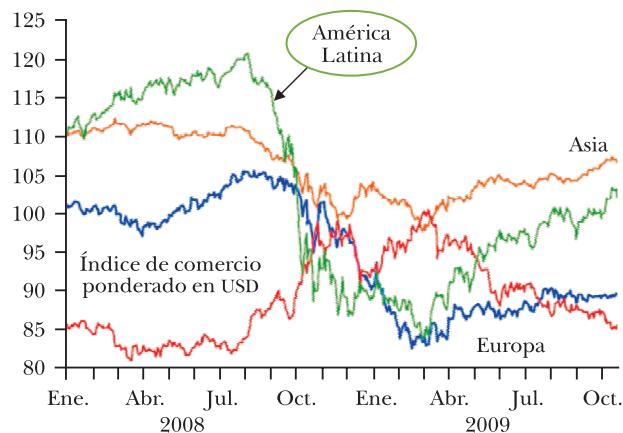


FUENTE: Bloomberg.

NOTA: Datos al 31 de diciembre del 2009.

de Asia y Latinoamérica fue revertida dicha tendencia mediante apreciaciones del tipo de cambio, retornando a niveles similares a los de antes del estallido de la crisis, a diferencia de los emergentes de Europa que continúan atravesando por problemas del sector externo y fiscal (gráfica II).

GRÁFICA II. ÍNDICE DE LAS MONEDAS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES, 2008-2009



FUENTE: *Global Markets Monitor*; Fondo Monetario Internacional, octubre del 2009.

NOTAS: Un descenso del índice corresponde a una depreciación de la moneda. Datos al 28 de octubre del 2009.

La flotación observada durante la crisis mostró diversos grados o formas directas o indirectas de intervención por parte de algunos bancos centrales. En un contexto de fuertes perturbaciones financieras, se tendió a distintas formas de intervención directa o indirecta. A manera de ejemplo, entre las medidas aplicadas por algunos bancos centrales (BC) se tienen las siguientes:

- Subastas de compra directa.
- Subasta de opciones put (opción de venta de dólares al BC), ejercida cuando el tipo de cambio representativo del mercado es inferior a su promedio móvil de los últimos 20 días hábiles. Se subastan estas opciones para fines de acumulación de reservas internacionales y para el control de la volatilidad (cuando la variación del tipo de cambio representativo está 5% por debajo del promedio móvil).
- Subasta de opciones call (opción de compra de dólares al BC).
- La venta de dólares (directa y por vencimiento de forwards) y la colocación de certificados de depósitos reajustables del BC.

Las intervenciones directas o indirectas parecen reflejar distintas motivaciones, entre las que se incluye la disminución de una excesiva volatilidad cambiaria. Así por ejemplo, un estudio realizado para el caso del Perú, concluye que la intervención oficial en su mercado cambiario es consistente con la meta de reducir la volatilidad excesiva en el tipo de cambio. (Humala y Rodríguez, 2009.)

Una encuesta a 250 especialistas a la que hace mención el Foreign Exchange Consensus Forecast en su edición de agosto del 2009, señalaba distintos factores a tomar en cuenta al evaluar las fluctuaciones cambiarias, entre ellos el crecimiento económico, el diferencial de tasas de interés, la inflación y el mercado de valores. En el caso de algunos países incluso se tomaba como

referencia el precio del producto básico principal.

Pareciera que en algunos países parte de la depreciación inicial se vio alimentada por las presiones de los exportadores, que obviamente fueron los más afectados con las reducciones de sus ingresos en moneda nacional. En el caso de los exportadores de productos básicos una fuerte depreciación podría compensar los ingresos nacionales de las empresas exportadoras, pero de ninguna manera contrarrestar el choque externo de la caída significativa de los precios de las materias primas. Las depreciaciones también se acompañaron en ciertos casos con algunas medidas arancelarias y no arancelarias, siendo, no obstante, el tipo de cambio el instrumento inmediato y sobre el que recayó el ajuste.

Una de las consecuencias del ajuste cambiario fue la contracción de las importaciones dando lugar en plena crisis a balanzas comerciales superavitarias. Según la OMC (2010), entre el último trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009, el comercio mundial cayó en torno a 20%, dándose también una sobrerreacción más allá de la caída generalizada de demanda, hecho que se denominó como el Gran Colapso del comercio mundial.

Otra explicación para las fluctuaciones observadas, estaría en que los mercados cambiarios respondieron a las modificaciones en la composición internacional de las carteras. Los inversionistas habrían inicialmente reaccionado cambiando sus carteras en moneda nacional por moneda extranjera y retirando sus capitales. En un trabajo elaborado para el caso de Tailandia (Gyntelberg *et al.*, 2009), la evidencia empírica encuentra que el tipo de cambio estuvo dirigido en parte por los inversionistas internacionales transfronterizos, basados en la decisión de reequilibrar sus carteras. Se estableció que las ventas netas de acciones por estos inversores estuvieron asociadas con las depreciaciones del bath de Tailandia.

En el documento del FMI (2010a), concerniente a las perspectivas económicas en el continente americano, se señala que:

“Los tipos de cambio nominales reaccionan sistemáticamente a la información contenida en los índices VIX (como un dato indicativo para la aversión global al riesgo) y los precios de las materias primas, después de controlar el valor del dólar de Estados Unidos”.

Parte de las presiones provino de la amplifica-

ción de las expectativas, mediante los medios de comunicación, los analistas y el enfoque económico prevaleciente. Las voces se orientaron a alimentar la reacción del mercado cambiario ante la crisis, al enfatizarse el papel del tipo de cambio como corrector de los efectos de una crisis, que no era cambiaria ni asociada a crisis de balanza de pagos, expresada en una caída de la demanda mundial, generada en los países adelantados y concentrada en las carteras financieras.

Esta reacción inicial de los mercados cambiarios durante fines del 2008, dio lugar posteriormente a principios del 2009 a una corrección en los mercados, siendo la tendencia hacia una apreciación importante de las monedas, resultando tipos de cambio nominales similares a los de antes del estallido de la crisis.

Para el FMI (2010b), una de las enseñanzas de la crisis tiene que ver con la elección del régimen cambiario:

“En resumen, nuestra investigación no parece corroborar la idea generalizada de que las economías de mercados emergentes con regímenes de tipo de cambio flotante registraron necesariamente una evolución mejor durante la crisis financiera mundial.”

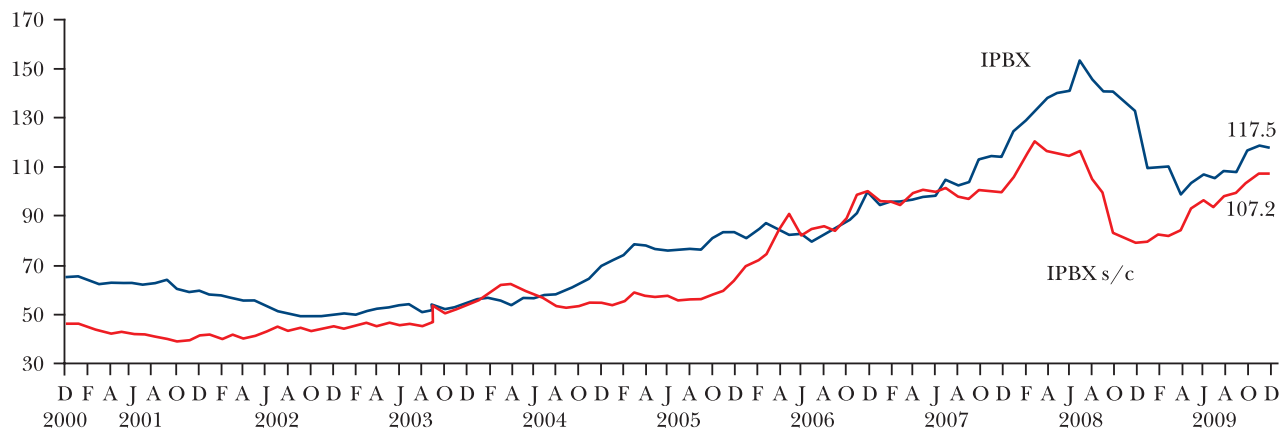
II. El caso de Bolivia

En este contexto general, se inserta el caso de Bolivia, una economía abierta, pequeña, exportadora de productos básicos, con bajo grado de inserción al mercado financiero internacional y todavía altamente dolarizada.

En lo concerniente a la economía boliviana, el principal mecanismo de transmisión de la crisis fue la fuerte caída en el nivel de precios de su canasta de productos de exportación, caída del orden de 33% en el índice de precios básicos de exportación (IPPBX) desde el máximo alcanzado en julio del 2008 al mínimo de marzo del 2009 (gráfica III). Una segunda fuente de transmisión fue la caída del nivel de remesas de un nivel máximo mensual de 104.8 millones de dólares estadounidenses, en septiembre del 2008, a un mínimo de 68.9 millones de dólares en febrero del 2009.

La política cambiaria aplicada durante la crisis no fue la de devaluar, sino más bien la de mantener estable el tipo de cambio nominal. Este comportamiento se criticó con argumentos económicos y no argumentos. En ese sentido, se arguyó que las exportaciones pierden competitividad y

GRÁFICA III. ÍNDICE DE PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN, 2000-2009 (Índice 2006=100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.

NOTAS: IPBX: Índice de precios de los productos básicos de exportación; IPBX s/c: Índice de precios de los productos básicos de exportación sin combustibles. Datos al 31 de diciembre del 2009.

que, ante la fuerte caída de los precios internacionales, eran recomendables devaluaciones de orden similar para preservar la competitividad. Se enfatizaba que el tipo de cambio real estaba desalineado y que el tipo de cambio nominal debería seguirlo o Bolivia perdería competitividad. Por último, se recurrieron a argumentos neomercantilistas, en los que se planteaba que la política cambiaria debe beneficiar a las exportaciones en desmedro de las importaciones.

1) *¿Qué no se consideraba para diferenciar las políticas de respuesta del Banco Central de Bolivia?*

Aquello que no había sido considerado, es decir la respuesta concreta a la anterior interrogante, era el conjunto de condiciones iniciales o previas antes de la crisis. En efecto, la economía boliviana antes del estallido de la crisis financiera contaba con una baja vulnerabilidad expresada en un nivel excepcional de reservas internacionales netas (RIN), superávits mellizos, bajo nivel de la deuda externa y una posición acreedora del sistema financiero (cuadro 1).

Estas condiciones eran completamente diferentes, por ejemplo, a las que el país presentaba durante las crisis financieras de Turquía y Brasil del 2002 y 2003, donde existía un alto grado de vulnerabilidad externa, fiscal y financiera. En ese sentido, es oportuno evaluar cada una de las condiciones anteriormente mencionadas:

a) *El nivel de las reservas internacionales del Banco Central de Bolivia*

La mayoría de los países de la región registraban

antes de la crisis un buen nivel de reservas. Sin embargo, en el caso boliviano, el banco central había administrado el tipo de cambio con apreciaciones muy graduales durante la época del auge de los precios internacionales, así, había comprado divisas a través del mecanismo del Bolsín por un total de 4,600 millones de dólares entre 2005 y agosto del 2008, como resultado, el tipo de cambio se había apreciado suavemente.

Si no se hubieran comprado divisas, el tipo de cambio nominal se habría apreciado bruscamente. Como resultado de las compras, al 14 de septiembre del 2008, el monto registrado de las RIN alcanzó 7,835.3 millones de dólares, equivalente a más de 40% del producto interno bruto (PIB), siendo uno de los niveles más elevados de la región y similar al de la economía China. En términos de meses de importaciones, Bolivia ocupaba el segundo lugar en Latinoamérica con 18.6 meses después de Brasil con 21 meses. Al 31 de diciembre del 2009 las RIN llegaron a 8,580.1 millones de dólares, equivalentes a 50% del PIB.

b) *La dolarización parcial de la economía*

Adicionalmente, las reservas internacionales tienen otro papel que cumplir dadas las características de una economía bimonetaria propias del caso boliviano, con dos monedas con circulación legal y que fungen simultáneamente como depósito de valor, merced al elevado grado de dolarización de la economía (gráfica IV).

En el pasado, en la crisis de Brasil del 2002, los depósitos en dólares representaban 93.3% de los depósitos totales y los créditos en dólares, 97.6%.

Cuadro 1

INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE LA ECONOMÍA BOLIVIANA (INFORMACIÓN AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2009)

	2002	2003	Sep. del 2008	2008	2009
<i>Cobertura de liquidez</i>					
Reservas internacionales netas (mill. de USD)	854	976	7,811	7,722	8,580
RIN en porcentajes de:	26.8	31.1	245.1	216.3	198.2
Depósitos en dólares	24.8	28.6	121.8	114.9	103.3
Depósitos totales	22.4	25.5	90.5	85.9	79.8
Dinero en sentido amplio (M'3)	137.5	145.7	265.5	241.4	202.3
Base monetaria					
RIN sin oro (mill. de USD)	537	596	6,985	6,928	7,583
RIN sin oro en porcentajes de:					
Depósitos en dólares	16.9	19.0	219.1	194.1	175.2
Depósitos totales	15.6	17.5	108.9	103.1	91.3
Dinero en sentido amplio (M'3)	14.1	15.6	80.9	77.1	70.5
Activos externos netos de corto plazo (AEN) del sistema financiero (mill. de USD)	573	591	671	918	1,494
Activos externos netos de corto plazo (AEN) consolidados del sistema financiero (mill. de USD)	1,427	1,567	8,482	8,640	10,075
AEN en porcentajes de:					
Depósitos en dólares	44.8	49.9	266.1	242.0	232.7
Depósitos totales	41.4	45.9	132.3	128.6	121.3
Dinero en sentido amplio (M'3)	37.5	41.0	98.3	96.1	93.6
<i>Coefficientes de deuda (% del PIB)</i>					
Deuda pública total					
Deuda interna:					
De la TGN	17.7	19.7	16.4	16.5	17.4
Del BCB	1.0	1.0	15.4	14.8	10.1
Deuda pública externa	55.6	63.5	13.6	14.6	14.8
Deuda externa privada mediano y largo plazos ^a	11.4	13.3	17.7	17.7	15.2 ^c
Saldo de la deuda externa pública en valor presente/exportaciones de ByS promedio móvil	157.1	162.3	39.2	39.9	39.2
Deuda externa de corto plazo/RIN ^b	195.6	155.2	6.3	6.7	6.4
<i>Dolarización financiera (en porcentajes)</i>					
Depósitos en dólares	93.3	92.4	51.4	53.1	52.1
Créditos en dólares	97.6	97.9	70.1	68.4	63.8
<i>Indicadores bancarios</i>					
Pesadez de cartera (%)	17.6	16.7	5.0	4.3	3.5
Coefficiente de adecuación patrimonial (CAP)	16.1	15.3	14.1	13.7	13.3 ^d
ROE	0.7	2.8	20.9	20.3	20.6 ^d
(Disponibilidades + inversiones temporales)/activos	25.9	25.8	40.8	43.3	48.0
<i>Items de memorándum</i>					
Balance fiscal (acumulado en % del PIB)	-8.8	-7.9	6.3	3.2	0.1
Balanza comercial (acumulada en mill. de USD)	-476	-18	1,223	1,467	470 ^c
Balanza de pagos en cuenta corriente ^b (en % del PIB)	-4.4	1.0	9.7	12.0	4.6 ^c
Depósitos totales del sistema financiero (mill. de USD)	3,449	3,417	6,412	6,718	8,308
Del cual depósitos a la vista	727	769	1,424	1,411	1,896

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

NOTA: Se utiliza el tipo de cambio de compra de fin de periodo.

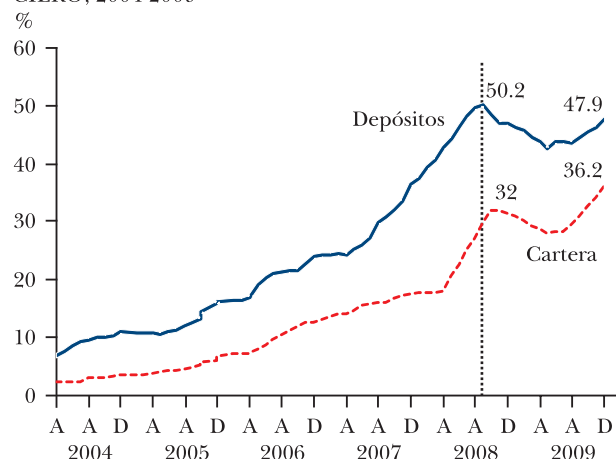
^a No incluye deuda intrafirma de mediano y largo plazo. ^b Se calcula trimestralmente. El dato de diciembre de cada año corresponde al acumulado de todo el año. ^c Datos al primer trimestre de 2010. ^d Datos a abril de 2010.

En esa oportunidad, las RIN del Banco Central de Bolivia solo cubrían una cuarta parte de los depósitos en dólares en el sistema financiero. En

cambio, durante el estallido de la crisis en septiembre del 2008, las RIN permitían cubrir dos veces y medio el nivel de los depósitos en dólares,

lo que mostraba una baja vulnerabilidad. El impacto de la crisis, y por supuesto la respuesta de la política cambiaria, hubiera sido distinta si se hubiera mantenido la situación de principios del 2002. El papel de las reservas internacionales en una economía todavía altamente dolarizada, no sólo es el de permitir cumplir la función de prestamista de última instancia al Banco Central de Bolivia sino proporcionar credibilidad al proceso de desdolarización.

GRÁFICA IV. BOLIVIA: GRADO DE BOLIVIANIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS Y DE LA CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO, 2004-2009



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
NOTA: Datos al 31 de diciembre del 2009.

Es necesario tomar en cuenta que Bolivia había logrado avances significativos al disminuir el grado de dolarización de los depósitos y de la cartera a tan solo 49.7% y 67.9% de los respectivos totales en septiembre del 2008. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), Bolivia representa el caso de una economía altamente dolarizada que no derivó en la dolarización completa como ocurrió en el Ecuador, y que tuvo un proceso de desdolarización con niveles similares a los de Perú y más bajos que los de Uruguay.

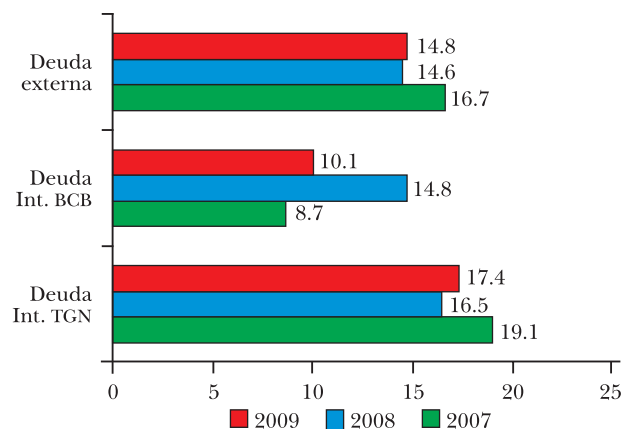
Como consecuencia de la crisis, la respuesta inmediata de los agentes económicos fue sustituir sus carteras de moneda nacional hacia moneda extranjera. Este cambio presionó el nivel de la demanda de divisas en el Bolsín del BCB, demanda que antes de agosto del 2008 era prácticamente igual a cero. Los depósitos en moneda extranjera, que habían llegado antes de la crisis a 49.8% de los depósitos totales, como consecuencia de la crisis se incrementaron hasta 57.1% al primer semestre del 2008, para estabilizarse en torno a 52% en diciembre del 2009. A su vez, la

cartera en moneda extranjera, luego de un incremento inicial, se estabilizó en torno a 63% del total.

c) Bajo nivel de la deuda pública externa e interna

Una de las condiciones iniciales o previas que permitió enfrentar el choque externo, de extrema virulencia, fue el bajo nivel de la deuda pública externa e interna de Bolivia.

GRÁFICA V. BOLIVIA: DEUDA PÚBLICA EXTERNA E INTERNA, 2007-2009 (en porcentaje del PIB)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
NOTA: Datos al 31 de diciembre del 2009.

La deuda externa pública en 2002 representaba 55.6% del PIB y en 2003, 63.5% del PIB, cuando alcanzó el nivel máximo de 5,045 millones de dólares. Las exportaciones de bienes y servicios representaban un tercio de dicha deuda, en tanto que el servicio de la deuda externa equivalía a 26.6% del total exportado. Si Bolivia hubiera presentado una situación como esta durante la crisis del 2008, el impacto hubiera sido mucho más significativo. En cambio, en septiembre del 2008 el nivel de la deuda externa pública era de solamente 2,444 millones de dólares, equivalente a 13.6% del PIB, y en diciembre del 2009 subió a 14.8% del PIB. En términos de valor presente, el saldo de la deuda pública externa en 2002 era 1.6 veces el valor de las exportaciones de bienes y servicios, mientras que a septiembre del 2008 representaba solamente 39% y a diciembre del 2009 dicha representación, luego de ligeras fluctuaciones, fue nuevamente de 39%.

A su vez, la deuda pública interna del Tesoro General de la Nación (TGN) se situó alrededor de 16.4 % del PIB en septiembre del 2008, mientras que la del BCB, que se había incrementado con fines de regulación monetaria para absorber

el exceso de liquidez existente en la economía en la fase del auge, era de 15.4% del PIB. A diciembre del 2009 las mismas llegaron a niveles de 17.4% y 10.1% del PIB, respectivamente.

d) *Los superávits mellizos*

La situación tradicional de Bolivia fue la de una economía con déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y déficits fiscales significativos. Esta situación, por ejemplo, era la existente en 2002 con un déficit fiscal equivalente a 8.8% del PIB y un déficit en cuenta corriente de 4.4%. En contraste, como producto de la política macroeconómica aplicada en un favorable contexto externo, desde el 2006 la economía registró superávit mellizos consecutivos durante el estallido de la crisis financiera e incluso a lo largo del primer semestre del 2009, en plena crisis. Así en 2008 el superávit fiscal era de 3.2% del PIB y el superávit en la cuenta corriente representaba 12% del PIB. Después de más de un año del estallido de la crisis, a diciembre del 2009 la economía boliviana sigue registrando superávits mellizos: 0.1% de superávit fiscal y 4.6% de superávit en cuenta corriente.

Esta favorable posición externa y situación fiscal dio un amplio margen de maniobra a la economía boliviana para enfrentar los efectos negativos de la crisis, expresada básicamente en la disminución de las exportaciones, de las remesas y de los ingresos fiscales asociados al sector exportador.

e) *Solidez del sistema financiero*

A diferencia de la situación prevaleciente durante la crisis del 2002, la crisis del 2008 encontró un sistema financiero mucho más sólido, condición expresada en una pesadez de cartera baja, un índice de rentabilidad patrimonial (ROE) elevado y una posición externa neta acreedora del sistema financiero, una de las más altas de América Latina y que contrasta con la posición deudora como la registrada en otros países vecinos (CEPAL, 2009b).

En contrapartida, en la crisis del 2002 el sistema financiero mostraba una alta pesadez de cartera (17.6%) y un ROE de 0.7%, coyuntura esta de mayor vulnerabilidad.

Debido a la baja integración del sistema financiero boliviano al mercado global, los pasivos externos en septiembre del 2008 representaban menos de 4% de los pasivos totales, las instituciones

financieras no habían invertido en derivados financieros. La liberalización financiera en el país había sido profunda pero pocos bancos extranjeros participaban en el sistema. El sistema financiero en conjunto presentaba en septiembre del 2008 un adecuado resguardo de la liquidez y grado de solvencia, hecho reflejado por el coeficiente de adecuación patrimonial superior al de Basilea (14.1%), así como al mínimo exigido por la normativa nacional. La pesadez de la cartera era de 5%. Las pruebas de tensión de riesgo de crédito mostraban además que el sistema financiero estaba preparado para resistir choques externos. La supervisión financiera había sido estricta y con adecuadas normas prudenciales (BCB, 2009). En diciembre del 2009 el sistema financiero continuó reflejando condiciones de solidez.

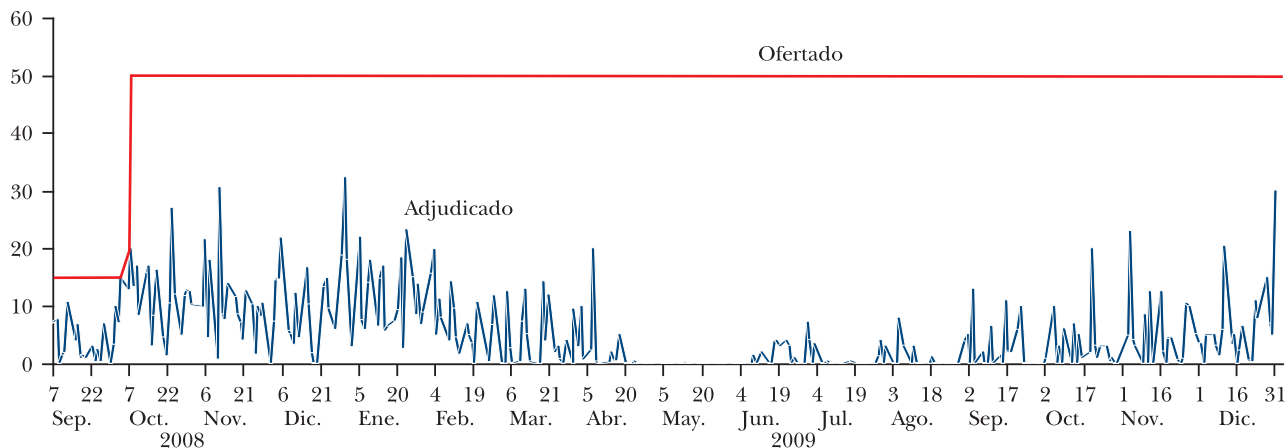
III. Las respuestas de política del BCB

La primera respuesta del Banco Central de Bolivia fue aumentar la oferta diaria de divisas de 15 a 50 millones de dólares. Pese a ello, la demanda distó mucho de alcanzar los niveles ofertados, siendo la demanda de divisas acumulada entre septiembre del 2008 y marzo del 2009 de solo 1,243 millones de dólares. Si el nivel de las RIN hubiera sido de 854 millones como en la crisis del real del 2002, se hubiera desatado una crisis cambiaria, sin embargo el *colchón* previo a la crisis fue más que suficiente (gráfica VI). El mercado cambiario posteriormente, a partir del segundo trimestre, tendió a presentar una baja demanda de divisas.

La segunda respuesta fue la de estabilizar el tipo de cambio nominal. El régimen de tipo de cambio administrado o *crawling peg* le había permitido a la autoridad monetaria realizar pequeñas depreciaciones y, entre el año 2006 y octubre del 2008, pequeñas apreciaciones. En un contexto de severas perturbaciones financieras, acompañadas de fuertes depreciaciones de las monedas de los países vecinos y una significativa caída de los precios de sus exportaciones, dada la baja vulnerabilidad externa, los sólidos fundamentos económicos y, en especial, el nivel excepcional de las RIN, la política cambiaria mantuvo estable el tipo de cambio nominal, pese a las presiones de los exportadores de devaluar como lo hacían los países vecinos (gráfica VII).

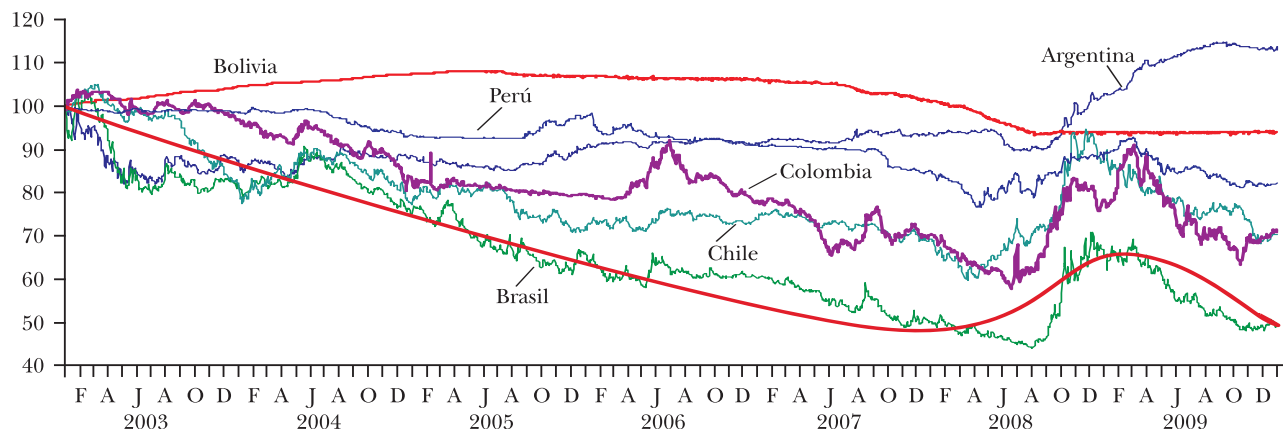
Así mismo, la inflación que en julio del 2008 había alcanzado una tasa anual de más del 17%,

GRÁFICA VI. BOLIVIA: OFERTA Y ADJUDICACIÓN DE DÓLARES EN EL BOLSÍN, SEPTIEMBRE DEL 2008 A DICIEMBRE DEL 2009
(en millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.

GRÁFICA VII. AMÉRICA LATINA: EL RODEO INNECESARIO DE LOS TIPOS DE CAMBIO REGIONALES, 2003-2009 (Índice de tipos de cambio enero del 2003 = 100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.

NOTA: Datos al 31 de diciembre del 2009.

tenía un alto componente importado y, si bien el *pass-through* había disminuido en los últimos años (de 0.60 a 0.11), de acuerdo a lo establecido por Escobar y Mendieta (2006), se tenía en el cuarto trimestre del 2008 y principios del 2009 el peligro de una transferencia inmediata a los precios, resultante de la devaluación cambiaria. La todavía alta dolarización de los depósitos y de la cartera implicaba que una política de devaluaciones iba a afectar las hojas de balance de las empresas y familias con posición neta deudora en dólares y que, ante movimientos del tipo de cambio, se iba a acelerar la dolarización, generándose además efectos en el equilibrio entre la oferta y demanda agregada y en el nivel de precios. Por tanto, prevalecieron los objetivos de preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional y la monetización alcanzada frente a posibles

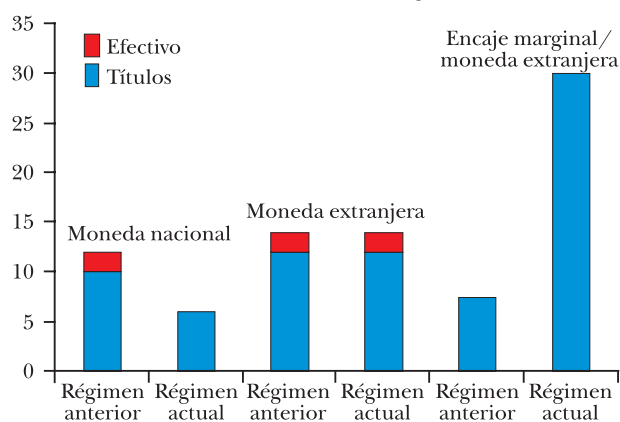
efectos negativos en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Adicionalmente, la estructura de las exportaciones presenta una alta concentración; las exportaciones de productos básicos representan cerca de 95% del total exportado. Las manufacturas, de acuerdo a la Clasificación Uniforme de Comercio Internacional (CUCI), representaban 5%. Por otra parte, las importaciones de bienes de capital y bienes intermedios representaban más de 75% de las importaciones. Trabajos anteriores señalaban que el impacto de la devaluación en el corto plazo sobre la balanza comercial era poco relevante dada la alta inelasticidad de la oferta de exportaciones y de la demanda de las importaciones (Loza, 2000).

La tercera respuesta, en un contexto de posible desaceleración de la economía, fue la de

aumentar la tasa de encaje marginal para los depósitos en moneda extranjera. Esta medida, fuera de lo usualmente sugerido en los manuales de macroeconomía, significaba que, además de velar por la estabilidad de la moneda nacional, la política cambiaria debía preservar el grado de la monetización alcanzado por la economía. La medida desincentivó la tendencia a la dolarización de los depósitos. Posteriormente, y una vez estabilizado el mercado cambiario, recién se disminuyó el encaje legal para los depósitos en moneda nacional, siempre y cuando ello se traduzca en un aumento de la cartera en moneda nacional (gráfica VIII).

GRÁFICA VIII. BOLIVIA: TASAS DE ENCAJE PARA DEPÓSITOS



FUENTE: Banco Central de Bolivia.

La cuarta medida fue subir la comisión por transferencias de divisas al exterior por parte del sistema financiero de 0.2% a 0.6% y bajar la comisión por las transferencias recibidas del exterior de 1% a 0.6%, esto generó un costo de transacción de 1.2%, orientado a desincentivar la realización de transferencias financieras. Esta medida no constituye, de acuerdo al FMI, una restricción cambiaria.

La quinta medida fue limitar el diferencial cambiario o acotarlo a un punto básico por encima y por debajo de los tipos de cambio oficial de venta y compra respectivamente, puesto que con el estallido de la crisis se había tendido a amplificar este diferencial en algunas instituciones financieras.

La medida de fondo para enfrentar los posibles efectos de la crisis en la actividad económica fue el cambio de orientación de una política contractiva a una política gradualmente expansiva, conforme se estabilizaba el mercado cambiario, colocando menos títulos en la economía y obteniendo una redención neta de modo que se otor-

gue la adecuada liquidez al sistema financiero a través de las operaciones de mercado abierto. En un régimen basado en agregados monetarios, la variable de cantidad, indirectamente permitía obtener bajas tasas de interés en el mercado monetario y lograr su transmisión al mercado financiero. La aplicación de esta política no sólo liberó recursos, sino que también propició caídas de las tasas de interés monetarias, interbancarias y de intermediación financiera.

El resultado de las política monetaria y cambiaria del BCB, después de más de un año de transcurrida la crisis internacional y cuando los indicadores parecen señalar que se habría tocado fondo y que empieza una recuperación gradual aunque no sostenida, nos muestra que la política cambiaria aplicada, dadas las características propias del caso boliviano, ha sido correcta.

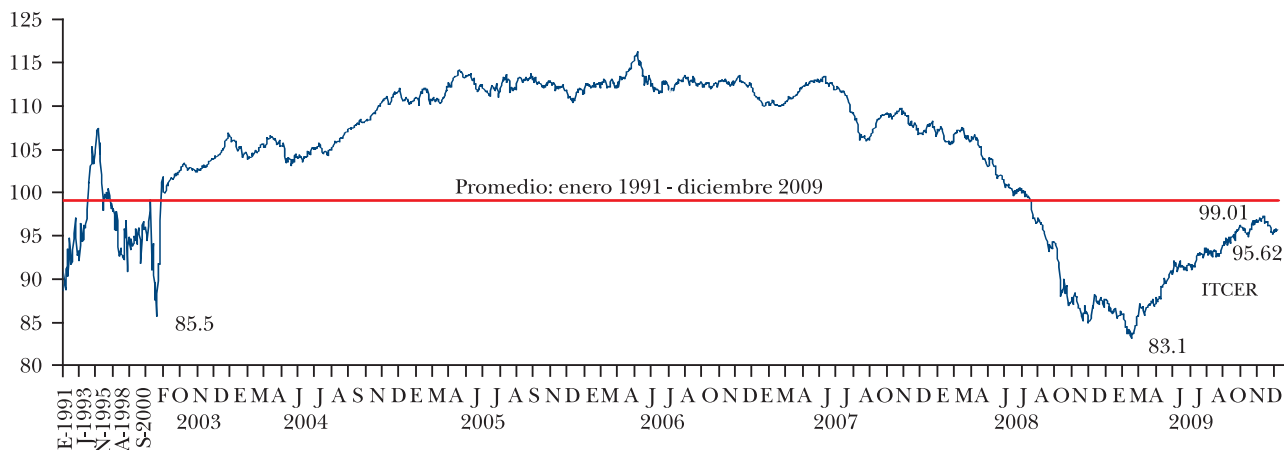
Parte de las reflexiones anteriores, son expresadas también en el trabajo de Blanchard *et al.* (2010), que resume las principales ideas de una nueva corriente orientada precisamente a repensar la política macroeconómica con base en las lecciones de la crisis financiera internacional.

En efecto, dicho documento reconoce que largas fluctuaciones del tipo de cambio, debido a pronunciados cambios en los flujos de capitales como los observados en la crisis, pueden crear perturbaciones en la actividad económica, en la estabilidad financiera y el producto. En ese sentido, los bancos centrales, en especial los de economías pequeñas y abiertas, podrían considerar a la estabilidad cambiaria como parte de su función objetivo, siendo esta una herramienta de control del sector externo, sin que esto necesariamente implique un abandono del régimen de metas de inflación. Instrumentos adicionales como la acumulación de reservas o las intervenciones esterilizadas permitirían controlar la meta externa, en tanto que la tasa de política se abocaría a la economía interna. Evidentemente, esta discusión debe situarse en un contexto en el que se consideren las características específicas inherentes a cada una de las economías.

1) ¿Qué pasó con el tipo de cambio real multilateral?

En un contexto en el que se mantuvo estable el tipo de cambio nominal y en el que los demás países devaluaron sus monedas y todavía permanecía alta la tasa de inflación a doce meses, obviamente también llegó a apreciarse el índice de tipo de cambio efectivo y real (ITCER). Fue en el

GRÁFICA IX. BOLIVIA: ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL, 1991-2009 (Índice agosto del 2003 = 100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.

NOTA: Datos al 31 de diciembre del 2009.

primer trimestre del 2009 que dicho índice (agosto del 2006=100) llegó a su nivel más bajo (83.6) desde los años noventa pero similar al alcanzado en septiembre del 2002, cuando llegó a 85.5, época en la que se decía que se aplicaba de forma estricta el *crawling peg* y no había atraso cambiario. Durante la crisis financiera del 2002 y 2003 el tipo de cambio registró una alta volatilidad. A partir del segundo trimestre del 2009, el ITCER empezó a depreciarse hasta aproximarse a lo que comúnmente se denomina el tipo de cambio de equilibrio de largo plazo (gráfica IX).

Por último, está el efecto del tipo de cambio en el sector real y su papel frente a los choques externos asociados a la crisis internacional. Las políticas monetaria y cambiaria aplicadas frente a los cambios en el contexto internacional han surtido efecto pues, según las estimaciones del FMI (2009), Bolivia fue el país de la región con el crecimiento económico más alto en 2009.

Tampoco se debe olvidar la amplia discusión teórica y empírica del efecto de una depreciación en la actividad económica misma que contiene, entre otros aspectos, la lenta reacción de las exportaciones frente a una depreciación real (la curva J), hasta la posibilidad de que una depreciación real genere menor actividad (la hipótesis de la devaluación contractiva) y otras disquisiciones.

En el caso de Bolivia, existe una alta asociación entre las importaciones y la actividad económica, debido al alto componente importado al interior de los insumos utilizados por los sectores productivos, ocurriendo algo similar en el caso de la inversión, la cual es intensiva en bienes de capital importados. Expertos internacionales en

crecimiento y competitividad, como el Foro Económico Mundial, destacan este aspecto en las economías emergentes y señalan que un tipo de cambio real alto no necesariamente beneficia a la actividad económica.

El resultado de la política aplicada por el Gobierno y de la contribución del BCB fue un crecimiento de 3.4% en el 2009 que, como se mencionara, fue el más alto de América Latina.

IV. Conclusiones

En el caso de Bolivia, dadas sus características específicas, la política cambiaria aplicada resultó estar en la dirección correcta, tomando en cuenta a sus condiciones iniciales o previas, con fundamentos económicos sólidos y una baja vulnerabilidad externa, fiscal y financiera y con bajo grado de integración al mercado financiero global. El FMI (2009) ratificó este mismo criterio. El BCB, por una parte, estabilizó el mercado cambiario y estableció señales claras para la contención de la dolarización inicial y las transferencias al exterior. Por otra parte, aplicó una política monetaria gradualmente expansiva conforme se estabilizaba el mercado cambiario y bajaba la inflación.

El resultado, después de que la crisis tocó fondo, fue una política cambiaria con baja volatilidad que evitó un rodeo innecesario de fuerte apreciación, abrupta depreciación y el retorno de nuevo a la apreciación para llegar a los niveles prevaletentes antes del estallido de la crisis. Asimismo, como señala Blanchard *et al.* (2010), la preservación de la estabilidad cambiaria, fue una lección importante generada por la crisis

financiera, que se constituye como para reflexionar y repensar las nuevas concepciones sobre política macroeconómica.

Referencias

- Banco Central de Bolivia (2009), *Informe de Estabilidad Financiera*, Banco Central de Bolivia, primer semestre.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, BBVA (2009), *Latinwatch*, Servicio de Estudios Económicos, segundo semestre.
- Blanchard, O., G. Dell’Ariccia y P. Mauro (2010), *Rethinking macroeconomic policy*, FMI, febrero (IMF Staff Position Note, SPN/10/03).
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2009a), *La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de septiembre del 2009*, publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile, octubre.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2009b), *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2008-2009*, publicación de las Naciones Unidas, Santiago de Chile, julio.
- Consensus Economics (2009), *Foreign exchange consensus forecasts*, octubre.
- Escobar, F., y P. Mendieta (2006), “Inflación y depreciación en una economía dolarizada: el caso de Bolivia”, *Monetaria*, vol. XXIX, n° 1, enero-marzo, pp. 1-39.
- Fondo Monetario Internacional (2009), *Perspectivas económicas. Las Américas. Se evitó la crisis ¿qué sigue ahora?*, Estudios Económicos y Financieros, Washington, D. C., octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2010a), *Perspectivas económicas. Las Américas. Aprovechando el viento a favor*, Estudios Económicos y Financieros, Washington, D. C., mayo.
- Fondo Monetario Internacional (2010b), *Perspectivas de la Economía Mundial. Reequilibrar el crecimiento*, Estudios Económicos y Financieros, Washington, D. C., abril.
- Gyntelberg, J., M. Loretanz, T. Subhanijx y E. Chan (2009), *International portfolio rebalancing and exchange rate fluctuations in Thailand*, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, agosto (BIS Working Papers, n° 87).
- Humala, A., y G. Rodríguez (2009), “Intervención en el mercado cambiario y volatilidad del tipo de cambio en el Perú”, *Monetaria*, vol. XXXII, n° 1, enero-marzo, pp. 47-61.
- Kohler, M. (2010), “Exchange rates during financial crises”, *BIS Quarterly Review*, marzo.
- Loza, G. (2000), “Tipo de cambio, exportaciones e importaciones: el caso de la economía boliviana”, *Revista de Análisis* (Banco Central de Bolivia), vol. 3, n° 1, junio.
- OMC (Organización Mundial del Comercio) (2010), *Estadísticas del Comercio Internacional*, Comunicado de Prensa, Ginebra, marzo (Press/598).
- Stone, M. et al. (2008), “Regímenes cambiarios: tipos fijos o flotantes”, *Finanzas y Desarrollo* (Fondo Monetario Internacional), vol. 45, n° 1, marzo.

Educación financiera ante las repercusiones de la crisis*

Ignazio Visco

I. Introducción

La crisis financiera y sus raíces han sido ampliamente analizadas. La crisis surgió de la interacción entre la innovación financiera, las asimetrías de información, los fracasos regulatorios y una supervisión laxa con condiciones macroeconómicas caracterizadas por bajas tasas de interés, desajustes de los precios de los activos y enormes desequilibrios entre inversión y ahorro. Estos factores indujeron al sector financiero a tomar grandes y poco entendidos riesgos, que llevaron el apalancamiento a niveles desproporcionados, y a confiar de manera creciente en el financiamiento de corto plazo al por mayor, con lo cual, además se crearon fuentes de contagio.

La crisis nos ha mostrado justamente cuan graves pueden ser las consecuencias no planeadas de la complejidad. También reveló que muchas familias e inversionistas no estaban conscientes o sólo tenían parcialmente claras las implicaciones de muchas de las decisiones financieras que tomaron. El auge crediticio que antecedió a la crisis, en particular en los Estados Unidos, estuvo motivado por un exceso de confianza en los siempre crecientes valores de las viviendas y de los precios de los activos y las persistentemente bajas tasas de interés. El exceso de confianza está por lo general presente en los auge crediticios y las burbujas de precios de los

activos. No obstante, en esta oportunidad el alcance y profundidad de la crisis fueron excepcionales debido a que el papel del sistema financiero en nuestras economías es ahora mucho mayor que en el pasado.

Como resultado de la crisis, la capacidad del sistema financiero de canalizar ahorros hacia inversiones más productivas y de ayudar en la asignación intertemporal de recursos resultó sustancialmente dañada. Al mismo tiempo, la confianza en el apoyo que brinda para la diversificación del riesgo y el manejo de cartera quedó rota. Restaurar la confianza y garantizar la sostenibilidad de los flujos financieros a largo plazo es ahora primordial.

En respuesta a la crisis, se endureció la regulación prudencial para los bancos por medio de mayores requerimientos de capital y se introdujeron nuevos estándares para contener los riesgos de liquidez. Se reforzó la consulta y la cooperación entre autoridades nacionales y se visualizaron nuevas formas de coordinación internacional para el manejo y la resolución de crisis. Estas medidas están dirigidas a aumentar la estabilidad del sistema financiero como un todo.

Asimismo, se puso atención a la estructura de incentivos en las empresas financieras y en la manera en que realizan los negocios. El riesgo se debe evaluar y presentar correctamente. Se necesita de un marco regulatorio diseñado para garantizar la protección del consumidor y relaciones justas entre intermediarios financieros y sus clientes para limitar así conflictos de interés y es, además, un prerequisite para la confianza del cliente. Sin embargo, en un sistema de incentivos y sanciones adecuado para regular la conducta de los intermediarios, la responsabilidad

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el discurso *Financial education in the aftermath of the financial crisis*, de I. Visco, subdirector general y miembro de la Junta Directiva, del Banco de Italia. El discurso fue presentado en el OECD-Bank of Italy Symposium on "Financial Literacy: Improving Financial Education Efficiency", realizado en Roma, el 9 de junio del 2010.

financiera está, al final de cuentas, en los individuos. Es por ello que, debemos invertir en educación financiera para mejorar la forma en que se toman las decisiones en este campo, y para hacer conciencia en cuanto a los riesgos inherentes de los pasivos y activos financieros.

En el pasado, las familias tenían que tomar menos decisiones financieras y las opciones de instrumentos de inversión y de deuda eran más limitadas. Los sistemas de pensión eran financiados sobre todo públicamente, los mercados hipotecarios eran menos desarrollados y el consumo estaba más asociado a los flujos de ingresos corrientes. A medida que el sistema financiero se tornó más diversificado y complejo, las familias disfrutaron de una mayor cantidad de oportunidades al mismo tiempo que potencialmente enfrentaban nuevos riesgos sustanciales. Además, debido a los cambios demográficos y a las restricciones más ajustadas de las finanzas públicas, nuestro bienestar y el de nuestros niños dependen con mayor probabilidad de las decisiones financieras a nivel individual. La educación, la atención de la salud y el nivel de vida tras la jubilación dependerán mucho de una sólida planificación financiera.

Al mismo tiempo, la educación financiera es un ingrediente clave de los mercados financieros competitivos. La competencia en la industria financiera requiere no sólo de una multiplicidad de oferentes entre los cuales escoger, sino también, de que los consumidores estén informados de manera adecuada al momento de hacer elecciones. Los obstáculos y dificultades para recabar y procesar información aumentan los costos de reestructuración o reorientación. Los consumidores informados y financieramente educados son esenciales para la efectividad de la competencia de precios y calidad.

II. Educación financiera y protección del cliente

La protección del consumidor se persigue por medio de regulaciones en relación con la transparencia y la forma en que se realizan los negocios. Esto es vital en una relación entre clientes e intermediarios cuando las inevitables asimetrías de información hacen imposible que el inversionista dé seguimiento de forma independiente al trabajo del intermediario. Adicionalmente, la desregulación de los mercados financieros y la reducción de costos ocasionada por los desarrollos

de la tecnología de información tuvieron como resultado la proliferación de nuevos productos; el ritmo de la innovación financiera es tan rápido que los inversionistas se enfrentan a productos con muy poca historia como para realizar estimaciones fiables de la probabilidad de los rendimientos. Ellos tienen que tener esto claro.

La protección al consumidor promueve la confianza en la aplicabilidad de los contratos, un ingrediente esencial en la intermediación financiera. Aplicada correctamente la protección del consumidor evita que los intermediarios adopten prácticas censurables y mejora la competencia con base en los precios, la calidad de servicios y la innovación de productos. La regulación adecuada sobre la forma de realizar negocios hace más sencillo que los clientes reaccionen de forma temprana a malas prácticas e independientemente de las sanciones impuestas por las autoridades de supervisión.

Si bien las normas sobre la transparencia y el ejercicio de la actividad de negocios tienen generalmente un diseño de arriba hacia abajo, la educación financiera se hace para proteger la confianza, la estabilidad y la competencia desde una perspectiva de abajo hacia arriba. En efecto, las autoridades de supervisión están abordando el tema de la educación financiera como un elemento importante en un contexto más amplio de sus responsabilidades. Tal y como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) incluyó en su informe *Improving Financial Literacy* (2005, sobre mejoramiento de la educación financiera), “la educación financiera brinda a los formuladores de políticas otra herramienta para promover el crecimiento económico, la confianza y la estabilidad”.

La educación financiera ayuda a los inversionistas a dar seguimiento a los intermediarios. Las familias con más conocimiento acerca de nociones de riesgo y rendimiento, interés compuesto e inflación pueden identificar mejor el abuso y el fraude, así como entender los verdaderos términos de lo que se les ofrece. Existen muchos ejemplos recientes en los cuales la colocación de instrumentos financieros se ha basado ampliamente en una comprensión deficiente del hecho de que las ganancias inusuales sólo pueden ser ofrecidas contra riesgos inusuales y de formas que no son necesariamente consistentes con la aversión al riesgo, la situación financiera y los objetivos de inversión de muchos inversionistas.

Debido a consideraciones de reputación para desempeñar un papel en el control de la conducta

de los intermediarios financieros, los inversionistas deben ser capaces de comparar diferentes productos financieros y evaluar la calidad de los servicios brindados por diferentes instituciones. Por lo tanto, la educación financiera puede complementar la acción supervisora de las autoridades en favor de una competencia mejorada.

Finalmente, las familias educadas financieramente tienen menos posibilidades de creer que se les ha engañado cuando no es el caso. Por ende, la educación financiera ayuda a mantener la confianza en el sistema financiero y puede tener un efecto beneficioso en la estabilidad de los intermediarios cuando reduce sus riesgos legales y de reputación. En efecto, es probable que la industria financiera se beneficie al tener clientes más educados.

Sin embargo, pese a todos sus méritos, ninguna de las partes interesadas (consumidores, reguladores, industria) debe considerar la educación financiera como una solución mágica. En primer lugar, se requiere tiempo para desarrollar el conocimiento. En segundo lugar, la evidencia sobre la efectividad de la educación financiera para mejorar el comportamiento financiero es combinada, y claramente depende del tipo de programas suministrados. En tercer lugar, no debemos esperar que los consumidores financieramente educados no se equivoquen nunca: la sofisticación financiera de las personas engañadas por Bernie Madoff, y sus números, son un sobrio recordatorio de que la educación financiera no brinda protección infalible contra fraudes. Ciertamente, podría incluso, inducir en alguna medida, a un exceso de confianza.

Pero dicho todo esto, invertir en educación financiera aún parece ser la mejor apuesta si queremos mejorar la capacidad de las personas para aprovechar las oportunidades que ofrece el sistema financiero.

III. Promover la educación financiera

La deuda pública italiana, que actualmente gira alrededor del 115% del producto interno bruto (PIB), es considerada alta según los estándares internacionales. Es bien sabido que la mayoría del crecimiento de la deuda pública ocurrió durante la década de los años ochenta, cuando los grandes déficits presupuestarios se acumularon y la desinflación era lenta e incompleta; esto, eventualmente dio lugar a la crisis financiera de 1992-1993. Posteriormente, en el

período previo a la unión económica y monetaria (UEM), se restauró una estabilidad sustancial a medida que la deuda pública se fue reduciendo progresivamente de un pico de más de 125% del PIB en 1995 hasta llegar a 105% en el 2007. Esto fue, en gran medida, el resultado de dos factores: la reducción de los pagos de interés y el aumento de los ingresos de los programas de privatización. La caída en las tasas de interés reflejó no sólo el control de la inflación sino también la reducción del *riesgo soberano*.

Aunque es bien conocido que las familias italianas acostumbraban tener altas tasas de ahorro, es menos conocido que al mismo tiempo sus niveles de endeudamiento y, en general, todos los del sector privado siempre han sido relativamente bajos según los estándares internacionales. El alto monto de ahorro se tradujo en la importancia de los intereses ganados entre los componentes del ingreso disponible de las familias. Sin embargo, cuando las tasas de interés se redujeron en la segunda mitad de la década de los noventa, la participación en el ingreso nacional de los flujos netos de interés cayó de un promedio cercano a 12% entre 1992 y 1996 a 8% entre 1999 y 2001. La tendencia negativa continuó durante los primeros años de la UEM, hasta llegar en el 2005 a un mínimo de 6%.

Dos factores principales estuvieron en juego: la reducción gradual de los rendimientos de los bonos de gobierno y la reasignación por parte de las familias de sus carteras, de activos relativamente *seguros* a otros más riesgosos. Este proceso se hizo particularmente evidente en la segunda mitad de los noventa, a medida que los bonos de gobierno en poder de las familias se contrajeron en aproximadamente 21% de la riqueza financiera bruta total en 1995 a 12% en 1999. Luego de una recuperación parcial a principios de la nueva década (en conexión con la caída bursátil del 2001), la participación de bonos de gobierno sobre los activos financieros totales cayó por debajo de 10%.

De conformidad con la encuesta de hogares del Banco de Italia sobre renta y riqueza en Italia, la desviación de la cartera de los bonos de gobierno se extendió entre diferentes grupos de inversionistas. La proporción de familias con baja educación (con educación secundaria o inferior) que tenían bonos de gobierno cayó de 49% en 1995 a 23% en el 2000 y a 15% en el 2004; aumentó ligeramente en los años siguientes (hasta 20% en la encuesta del 2008). Al mismo tiempo, la participación de las familias con baja

educación que invirtieron en activos riesgosos aumentó de 15% a mediados de la década de los noventa a 32% con el cambio de siglo, con promedios cercanos a 25% desde entonces. Esto probablemente refleja el intento por compensar la caída de los rendimientos de los bonos de gobierno provocada por la reducción de la inflación y las tasas reales sin tener plena conciencia de los altos riesgos involucrados; un ejemplo sorprendente de ello fue la inversión masiva en bonos argentinos por parte de familias italianas.

En la medida en que la educación (en general) sustituye a la educación financiera, estas tendencias pueden generar inquietudes con respecto a la capacidad de las familias para manejar el riesgo más alto en sus carteras financieras, especialmente a medida que la innovación financiera se profundiza y que las herramientas financieras, cada vez más complejas, están disponibles. En efecto, en Italia, los niveles de educación financiera siguen siendo bajos. Tal y como lo muestra la encuesta de hogares mencionada, cerca de un tercio de la población no es capaz de leer un estado de cuenta bancario ni de calcular cambios en el poder adquisitivo, o de distinguir entre diferentes tipos de hipoteca ni de evaluar el riesgo asociado a la tasa de interés. Más de la mitad de las familias italianas no entienden la importancia de la diversificación de inversiones y dos tercios no conocen la diferencia entre acciones y bonos en términos de riesgo. Menos de una familia de cada tres, conoce las características principales de los esquemas de pensión complementaria.

Aunque parezca difícil generalizar en cuanto a educación financiera a nivel internacional, hallazgos como éstos parecen ser comunes en varios países. Muestran que existe poco conocimiento de los conceptos financieros básicos y poca aptitud estadística e informática. Un par de ejemplos son suficientes.

De conformidad con encuestas realizadas en el Reino Unido, la capacidad de las familias para planificar con tiempo parece ser bastante escasa. Más del 80% de los prejubilados piensan que una pensión estatal no les brindará el nivel de vida que esperan para su jubilación. Sin embargo, sólo un poco más de la mitad de ellos ha tomado alguna medida adicional para la pensión. Además, 70% de la población no ha tomado ninguna medida personal para cubrir una caída inesperada del ingreso. Asimismo, las familias hacen muy pocos esfuerzos para escoger productos. Por ejemplo, uno de cada dos titulares de

cuentas de ahorros, no sabe cuál es la tasa de interés actual. Uno de diez tarjetahabientes utiliza las tarjetas de crédito simplemente porque vienen con su cuenta bancaria, y sólo la mitad de los tarjetahabientes escoge su tarjeta de crédito con base en el interés que se cobra. Uno de cada tres de los que tienen solamente un seguro general adquirió su póliza sin compararla al menos con otro producto.

La encuesta más reciente realizada por la coalición Jump\$start en secundarias y universidades de los Estados Unidos señala que, más de 50% de los estudiantes de secundaria no entienden de forma correcta cómo manejar sus deudas de tarjeta de crédito ni cómo escoger las tasas de reembolso; sólo 17% es capaz de apreciar los diferentes rendimientos de acciones, bonos de ahorros, cuentas de ahorros y cuentas de cheques; 60% no está familiarizado con su cobertura de seguro de salud; y, 36% no está al tanto del impacto de la inflación en los ahorros.

Escaso conocimiento y pocas habilidades podrían tener serias consecuencias de mediano a largo plazo para el bienestar de las familias. Los programas de educación financiera podrían ayudar. Sin embargo, dado que las competencias que se requieren dependen de las necesidades de las personas en un cierto momento de su vida, un solo enfoque que se adapte a todos para mejorar las habilidades de toda la población, desde estudiantes hasta personas jubiladas, no es factible.

Esto significa que es necesario establecer claramente las prioridades, en términos de objetivos y metas. Los programas de educación financiera podrían orientarse a familias apalancadas y a las muy pobres, que son las que tienen más que perder si toman malas decisiones; y, a estudiantes, quienes serán los consumidores del futuro. La OCDE identificó dos prioridades. Primero, educación en instituciones educativas: las generaciones más jóvenes son susceptibles de tolerar riesgos financieros crecientes; las escuelas lucen como una manera justa y eficiente de llegar a una generación completa en toda la nación y de poner a todos los jóvenes en el mismo grupo etéreo en igualdad de condiciones. Los programas educativos de ahorro para jubilación dirigidos a la fuerza laboral son igualmente una prioridad. De hecho, algunos países están cambiando hacia un sistema más o menos obligatorio de cuentas privadas de ahorros. Por ende, tal y como se indicó en un informe del G10 del 2005 sobre *Ageing and Pension System Reform* (reforma del sistema de

pensiones y envejecimiento), también publicado por la OCDE, uno de los retos políticos para esos países es desarrollar programas de educación financiera que “puedan ayudar a los consumidores a evitar el abuso y el fraude, a mejorar sus opciones de inversión y a aumentar sus contribuciones a los planes privados de pensión”.

Una vez que se ha determinado el objetivo, es necesario identificar las habilidades que se podrían adquirir con el programa. Al respecto, es importante reconocer que tanto los niveles de educación financiera como la percepción sobre la necesidad de los mismos, son generalmente bajos.

Aún se requiere de una investigación más estrecha en cuanto a las conexiones causales entre diferentes programas de educación financiera y decisiones de inversión y se deben hacer mayores esfuerzos para identificar aquellas formas de educación financiera que sirvan para mejorar la conducta financiera de forma más efectiva. Como una advertencia adicional, es necesario recordar que la industria financiera evoluciona rápidamente. Por lo tanto, es mejor enfocarse en los principios generales y no en la información detallada de productos específicos.

Si bien el suministro de información es importante, no necesariamente protegerá en todos los casos y por completo a los consumidores no sofisticados. Incluso cuando, tal y como de forma correcta lo requieren los reguladores, la información revelada al público no es fraudulenta ni manipuladora, un sobreflujo de información podría generar confusión y finalmente obstaculizar la toma de decisiones de los clientes. En efecto, los programas de educación financiera desarrollados como una simple entrega de información podrían no lograr alcanzar la meta esperada. La poca evidencia disponible parece sugerir que las estrategias de educación son más efectivas si quienes están siendo capacitados participan activamente y experimentan ganancias y pérdidas efectivas a partir de decisiones simuladas.

Vale la pena enfatizar una vez más que, el éxito de los programas de educación financiera depende ampliamente de la percepción de las personas acerca de su nivel de educación financiera y del enorme impacto que esto tendrá en su bienestar de mediano y largo plazo. Las personas que están concientes de que su nivel de educación financiera es bajo pueden ser más receptivas a los programas educativos y luchar proactivamente por adquirir la información y el conocimiento que necesitan. Los educadores financieros

deberían de utilizar los medios de comunicación masiva y estrategias de comunicación efectivas para desarrollar tal conciencia.

El conocimiento de los costos asociados con decisiones financieras miopes es también muy importante. Los consumidores están acostumbrados a comparar precios de bienes relativamente sofisticados o de inversiones importantes (como en bienes raíces). De hecho, el costo de no hacerlo así es evidente para ellos. Los clientes necesitan ser motivados para comparar precios incluso cuando se trate de productos y servicios bancarios y financieros.

IV. Iniciativas de educación financiera del Banco de Italia

En Italia, es hasta hace poco que la educación financiera pasó a ser el centro de atención pública. Como una de las primeras instituciones en señalar la importancia de este asunto para el país, el Banco de Italia enfatizó en varias ocasiones la necesidad de que los inversionistas adquirieran una educación financiera actualizada como uno de los componentes claves de la acción global para promover el crecimiento comercial y económico. Desde entonces se han lanzado varias iniciativas.

En las últimas dos ediciones de la Encuesta de Hogares sobre Renta y Riqueza del Banco (2006 y 2008) se incluyeron preguntas específicas para medir la educación financiera de la población italiana (capacidad de leer un estado de cuenta bancario, calcular las variaciones del poder adquisitivo, medir el rendimiento de los bonos, calcular el interés devengado, entender las relaciones entre los diferentes títulos valores y distinguir entre los diversos tipos de préstamos hipotecarios). Tal y como se mencionó anteriormente, los hallazgos estuvieron en línea con los de los países desarrollados y confirman la necesidad de programas de educación financiera: cerca de 50% de las familias italianas no poseen el conocimiento básico necesario para tomar decisiones informadas acerca de las transacciones financieras más comunes.

Desde el 2007, el sitio web del Banco de Italia cuenta con una sección dedicada a educación financiera. La intención es brindar información fácilmente entendible de los principales productos bancarios así como explicaciones claras de asuntos de banca, económicos y financieros. En el futuro cercano el sitio se hará más interactivo y atractivo para el público.

Los jóvenes, en particular, los estudiantes, son un objetivo prioritario de los programas de educación financiera del Banco de Italia. Con base en un Memorando de Entendimiento con el Ministerio de Educación, de noviembre del 2007, en el 2008 se lanzó un proyecto experimental para incorporar la educación financiera en el currículo escolar. Esta iniciativa, inspirada en principios internacionales y mejores prácticas, es el primer proyecto que las autoridades públicas lanzaron en Italia en este campo y que está específicamente dirigido a estudiantes. Expertos del Ministerio de Educación y del Banco de Italia prepararon conjuntamente lecciones sobre dinero e instrumentos de pago para ser enseñados en las escuelas.

La primera ola del programa se llevó a cabo en el año escolar 2008-2009 e involucró a un número limitado de escuelas primarias y secundarias en el norte, centro y sur de Italia. La efectividad del programa educativo se midió mediante pruebas administradas a estudiantes antes y después de que se impartieran las lecciones. Los estudiantes que no recibieron ninguna capacitación financiera hicieron también las pruebas para éstas sirvieran como muestra de referencia. Las pruebas se desarrollaron en cooperación con INVALSI, el Instituto Nacional para Evaluación de la Eficiencia del Sistema Educativo. Los resultados mostraron que el programa educativo fue efectivo para mejorar la familiaridad de los estudiantes con el dinero y con los sistemas alternativos de pago (el porcentaje de respuestas correctas aumentó de 81% a 89% en las escuelas primarias, de 70% a 76% en primer ciclo de educación secundaria y de 60% a 69% en el ciclo superior de educación secundaria).

Dichos resultados llevaron al Banco de Italia y al Ministerio de Educación a extender el proyecto al año escolar actual y a incluir hasta 250 escuelas y 8.500 estudiantes a escala nacional. Los resultados de la prueba confirman, de manera general, la eficacia del programa educativo.

No obstante, medir el impacto de los programas de educación financiera no es tarea fácil. Existen retos técnicos dado que la adopción de un riguroso protocolo experimental puede ser difícil en un ambiente escolar, en donde la normalización de tratamiento entra en conflicto con la discreción que los maestros requieren mantener, los riesgos de contaminación son altos y los problemas éticos pueden ser fuertes. De manera más práctica, el impacto en la conducta financiera, que es la meta final, no se puede medir de

forma directa puesto que los estudiantes pueden estar a años de distancia en lo que respecta a decisiones financieras importantes.

Para abordar algunas de estas dificultades, el próximo año se lanzará un nuevo programa, diseñado específicamente para verificar si la educación financiera mejora o no la habilidad de aprovechar las oportunidades que ofrece el sistema financiero (préstamos, ahorros para jubilación, tomar una póliza de seguros, inversión de ahorros). El programa adopta un protocolo experimental para *tratar* a estudiantes de secundaria: se les darán algunas nociones, normalizadas, en cuanto al papel del sistema financiero, sobre toma de decisiones sólidas, sobre la identificación, impacto y evaluación de riesgos y rendimientos. Antes y después del tratamiento, tanto los estudiantes tratados como una muestra de control participarán en problemas simulados, imitando las principales características de decisiones financieras reales. El objetivo es medir la efectividad de la educación financiera por medio de los cambios en la calidad de las decisiones observadas.

Al mismo tiempo que se brindan iniciativas de educación financiera, los formuladores de políticas podrán y deberán cooperar con otras partes, en particular con asociaciones de consumidores y de la industria. El Banco de Italia está cooperando con los otros supervisores y reguladores, tales como Consob, Isvap, Covip, AGCM –todos representados aquí hoy–, para definir una estrategia nacional coordinada. Se desarrollará un único portal web de educación financiera para agrupar todo el material y herramientas educativas ya presentes en los sitios web de las autoridades de supervisión individuales.

V. Conclusiones

Es poco probable que un mayor grado de educación financiera a nivel mundial hubiera ayudado de forma significativa a contener la crisis financiera. Es, asimismo, poco probable que cada persona hubiera podido tomar decisiones financieras complejas y convertirse en su propio asesor financiero. Debemos hacer uso de la regulación y la supervisión para lograr que el sistema financiero sea más resiliente a los choques y mejorar la eficiencia en un entorno más competitivo y también más estable. Se necesitan cambios sustanciales y es necesario introducirlos mediante un proceso internacional de cooperación y

coordinación. Muy probablemente, tales cambios implicarían menor toma de riesgos y quizás rendimientos más bajos para la industria financiera, pero también para sus clientes. No obstante, esto último es en efecto una razón significativa del porqué es necesario invertir en educación financiera. Algunos de los efectos, nada despreciables, de la crisis pudieron ser de hecho: una pérdida sustancial de confianza en la industria financiera; una reticencia a tomar decisiones fundamentales y concientes relacionadas con el ahorro para la jubilación; para algunas personas, desmotivación para explotar incluso las oportunidades más seguras, aunque no libres de riesgo; mientras que para otras, una búsqueda renovada de altos rendimientos en un mundo de rendimientos disminuidos sin entender que, riesgos más altos van adjuntos; para la mayoría, una precaución con respecto al uso de la deuda.

Por lo tanto, aunque no sea una panacea,

invertir en educación financiera es un medio importante para ejecutar nuestros deberes institucionales: proteger los ahorros, así como, garantizar estabilidad y promover la competencia. En Italia, el hecho de que los programas de educación financiera estén empezando a ver la luz puede ofrecer la oportunidad de crear futuras iniciativas sólidas sobre la base de las mejores prácticas internacionales. Tenemos que identificar las necesidades de educación financiera de la población, desarrollar el marco necesario y compartir responsabilidades entre las diferentes partes interesadas.

Se deberán identificar los requerimientos de educación financiera con una perspectiva nacional. Sin embargo, tal y como muestra el presente Simposio, el desarrollo de estrategias comunes y el intercambio de información y experiencia a nivel internacional son esenciales para obtener logros satisfactorios.

Reminiscencias: recordar es vivir otra vez*

Eduardo Lizano

I. Introducción

Costa Rica experimentó dos acontecimientos de gran magnitud en la década de los años ochenta del siglo pasado. En primer lugar, en 1981-1982, sufrió la crisis económica más grave después de la Segunda Guerra Mundial. En segundo lugar, en 1985-1986, el país tomó la decisión de cambiar el modelo de desarrollo económico basado en la sustitución de importaciones, vigente desde la década de los años sesenta, por el de liberalización económica (LE). Ambos hechos plantearon retos importantes y han dejado huellas profundas. De hecho, marcaron, de manera considerable, el proceso de cambio social y económico del país –ritmo de crecimiento económico, nivel de vida de la población, inserción en la economía internacional– en los años subsiguientes. Esta exposición tiene el propósito de examinar cómo ambos acontecimientos incidieron en el Banco Central de Costa Rica (BCCR). Concretamente, en sus decisiones acerca de los objetivos que se fijaron y en los instrumentos utilizados para tratar de alcanzarlos.

A continuación se examina, en primer término, la herencia de la crisis de 1981-1982. Luego se analizan los rasgos más sobresalientes del entorno económico en el cual el BCCR llevó a cabo

sus tareas. Posteriormente, se mencionan las acciones del BCCR, relacionadas, tanto con sus objetivos como con el uso de sus instrumentos. Después, se hace referencia a algunos de los resultados más significativos de la labor del BCCR y por último se incluyen las principales conclusiones.

II. Herencia de la crisis 1981-1982

Como se indicó, la crisis de principios de la década de los años ochenta del siglo pasado fue la más seria después de la Segunda Guerra Mundial. Para mediados de 1982, cuando se dio un cambio de gobierno, la herencia para el país, en general, y específicamente para el Banco Central, era evidente. A continuación se mencionan los rasgos más sobresalientes:

- La inestabilidad de precios y del tipo de cambio, había alcanzado niveles desconocidos para el país. La inflación de dos dígitos llegó a más de 80% al año y la devaluación del colón fue muy grave, al pasar el tipo de cambio del colón costarricense, con respecto al dólar estadounidense, de CRC 8.60 a CRC 45.00. Esta situación condujo a los agentes económicos a una amplia dolarización de sus transacciones y de sus tenencias monetarias.
- El déficit de las finanzas públicas llegó a representar alrededor de 15% del PIB, focalizado no sólo en el gobierno central, sino también en las instituciones y empresas públicas. Además, no tomaba en cuenta el considerable déficit cuasifiscal del BCCR, originado en el otorgamiento de garantías cambiarias. A raíz

* Publica el CEMLA, con la debida autorización la presentación de E. Lizano, presidente del Banco Central de Costa Rica durante los periodos de 1984-1990 y 1998-2002, presidente honorario de la Academia de Centroamérica, Costa Rica, presentada en la serie de conferencias realizadas en ocasión de los sesenta años de la fundación del Banco Central de Costa Rica, el 20 de abril del 2010. El autor desea agradecer a Gerardo Corrales, Félix Delgado y Norberto Zúñiga por su participación en la redacción final de este trabajo. La responsabilidad recae solo en el autor.

de esta evolución el patrimonio del BCCR llegó a ser negativo.

- Las reservas monetarias internacionales llegaron a montos muy exigüos; prácticamente desaparecieron.
- La deuda pública externa creció muy rápidamente, hasta llegar a alcanzar, en 1982, el 167% del PIB. En la actualidad representaría el enorme monto de USD 50.000 millones. A todas luces, dicha deuda externa era inmanejable para el país y por ello, no es de sorprender que Costa Rica entrara en una cesación de pagos externos con los bancos comerciales y con los países del Club de París, desde agosto-setiembre de 1981; es decir, un año antes de la grave crisis de la deuda externa de México. En consecuencia, todas las fuentes de financiación externa del país se cerraron.
- Como resultado de un sector público en crisis y un sector privado descapitalizado, debido a la inflación y a la devaluación monetaria, en 1982 el PIB se contrajo en 10%, los salarios reales disminuyeron 30% y, a la vez, el desempleo llegó a 10%.

Como puede apreciarse, la crisis económica era generalizada y profunda.

III. Entorno del Banco Central de Costa Rica

Desde el punto de vista institucional y sobre todo de sus políticas, el BCCR actuaba en un entorno con características y rasgos *sui generis*.

En cuanto a la organización institucional cabe señalar los siguientes puntos:

- El sector financiero privado no existía; sólo operaban cuatro bancos comerciales de propiedad estatal. Ellos disfrutaban, por ley, del monopolio de las cuentas corrientes. El poder político de los funcionarios de alto rango de estos bancos era considerable, como cabía esperar en estas circunstancias. En la práctica, tenían acceso directo a la Presidencia de la República.
- De los siete miembros que integraban la Junta Directiva del BCCR, tres eran ministros de estado y otro era el presidente de la Institución. El nombramiento de estas cuatro personas

que constituían mayoría en el seno de la Junta Directiva, estaba en manos del presidente de la República.

- Dos empresas públicas, el Consejo Nacional de Producción (CNP), a cargo de la estabilización de precios de productos básicos de alimentación, y la Corporación Costarricense de Desarrollo (CODESA),¹ encargada de promover, por parte del Estado, la creación de industrias *estratégicas*, tenían acceso directo a los recursos del BCCR. La primera, para la financiación en colones de sus operaciones y la segunda, para obtener divisas, destinadas a sus proyectos. Así, el BCCR tenía, en buena medida, sus manos atadas, en vista de las posibilidades de injerencias de carácter político y de las presiones, de naturaleza financiera, que podían ejercer los bancos comerciales estatales y las empresas públicas.

En cuanto a la política del BCCR, debe mencionarse que ésta se centraba en medidas crediticias, más que en disposiciones monetarias. El instrumento principal de la política del BCCR era el programa crediticio anual. Este se formulaba mediante la fijación de *topes de cartera* (límites cuantitativos de crédito), tanto para las diversas actividades productoras (se llegaron a establecer topes de cartera para más de cincuenta rubros), como para cada banco comercial. Así, la función de los bancos comerciales consistía, básicamente, en ejecutar el programa crediticio elaborado por el BCCR.

Como parte de esa política el BCCR: *i*) había creado un departamento de fomento a la producción, con un elenco de técnicos especialistas, sobre todo en actividades agropecuarias; y *ii*) determinaba, por hectárea, los costos de producción para varios productos y el límite de crédito que los bancos comerciales podían otorgar a sus clientes, así como las tasas de interés que se podía cobrar a los beneficiarios de préstamos bancarios. Más que un banco central, funcionaba como una especie de institución pública encargada de la planificación del crédito bancario.

De tal forma, el BCCR debía enfrentarse, por así decir, en dos campos de batalla. En uno de ellos, con los gremios de productores que desfilaban ante la Institución, a fin de asegurarse de

¹ CODESA era la contrapartida de Nacional Financiera (NAFIN) en México y la Corporación de Fomento (CORFO) en Chile.

que el programa crediticio anual incluía los fondos suficientes para cubrir sus requerimientos de crédito y de que las condiciones del financiamiento, tales como las tasas de interés activas y los límites de crédito por hectárea, fueran satisfactorias.

En el segundo campo, con los cuatro bancos comerciales estatales que presionaban para lograr la ampliación de los topes de cartera o bien, obtener redescuentos, cuando disponían de topes de cartera, pero la disponibilidad de recursos para otorgar crédito no eran suficientes.

De hecho existía una bien coordinada red, formada por los representantes de los gremios productivos, los gerentes de los bancos comerciales estatales, los ministros de estado y la Presidencia de la República, para ejercer influencia en las decisiones del BCCR.

IV. Escenario de la economía nacional

Desde principios de los años sesenta hasta mediados de los ochenta, en Costa Rica se impulsó el modelo de desarrollo basado en la sustitución de importaciones.

El principal instrumento utilizado para promover este modelo fue el proteccionismo arancelario, tanto industrial y agrícola, así como también en el área de los servicios (transporte). Además, se incluía una amplia gama de monopolios estatales, no sólo en el ámbito de la banca comercial, como ya se indicó, sino en los campos de: seguros, pensiones, electricidad, telecomunicaciones, importación y refinación de hidrocarburos y producción de alcohol.

Ahora bien, para finales de los setenta y comienzos de los ochenta, el modelo que habían adoptado de forma conjunta los cinco países centroamericanos, al poner en marcha el proceso de integración económica regional (Mercado Común Centroamericano, MCCA), ya hacía agua. En efecto, la etapa fácil de la sustitución de importaciones se había agotado. El mercado, aun el regional, era demasiado pequeño para ofrecer oportunidades de inversión, que sirvieran de base para alcanzar un crecimiento económico sostenido y elevado en Costa Rica y en los demás países del Istmo. De hecho, el MCCA llegó a representar una camisa de fuerza para los empresarios. Las exportaciones hacia el exterior de Centroamérica se veían seriamente obstaculizadas, porque los impuestos de importación representaban, en última instancia, un impuesto a las

exportaciones, con lo cual los bienes centroamericanos resultaban muy poco competitivos en los mercados internacionales.

Así, el país y el BCCR se encontraban ante dos crisis simultáneas: la de los años 1981-1982 y la del modelo de sustitución de importaciones. Abocarse a enfrentar ambas requirió un esfuerzo significativo por parte del BCCR.

V. Áreas prioritarias de la acción del BCCR ante la herencia y el entorno

1) Las tareas inmediatas

Ante la conflagración que ocasionaba la crisis económica de 1981-1982, el BCCR se abocó de inmediato –cual cuerpo de bomberos– a apagar el incendio de la inflación y de la devaluación del colón. Hubo necesidad de atacar las raíces del problema. En relación con el déficit fiscal, se ajustaron las tarifas de los servicios públicos, a fin de reducir drásticamente las pérdidas de las empresas públicas. Asimismo, se aumentaron los impuestos y se redujeron los gastos públicos. En cuanto a la inflación, el BCCR tomó el control del mercado cambiario y organizó la utilización de las divisas disponibles de acuerdo con las prioridades establecidas por la propia Institución; además, eliminó el otorgamiento de garantías cambiarias de cualquier tipo. Después de dos años –para mediados de 1984– la crisis había amainado y el BCCR pudo entonces enfrentar los problemas de mediano y largo plazo.

2) Las tareas de mediano plazo

El BCCR se impuso varias tareas específicas: evitar la repetición de otra crisis económica semejante a la de 1981-1982; restablecer las relaciones financieras externas (renegociar la deuda externa); transformar a los bancos comerciales en verdaderos bancos; crear un sistema financiero privado; lograr la apertura de la cuenta de capital; asegurar la autonomía del BCCR; fortalecer el sistema de regulación y supervisión financiera, y por último, participar activamente en el proceso de sustituir el modelo de sustitución de importaciones por el modelo de liberalización económica.

Alcanzar estos objetivos exigió del BCCR un esfuerzo ingente durante más de una década. Fue necesario: *i)* mantener los objetivos claros; *ii)* echar mano de todos los instrumentos disponibles; *iii)* explicar las políticas al público; *iv)* llevar

a cabo una labor didáctica para políticos y agentes económicos; y *v*) promover la coordinación con el gobierno central y otras entidades públicas.

Como los yerros eran inevitables, se optó por avanzar paso a paso –construir colocando los ladrillos uno a uno– sin pretender cambios globales o integrales. Así, los errores serían *pequeños* y se evitarían las equivocaciones *grandes*. La credibilidad y la confianza en el BCCR se recobraron poco a poco. Pequeños resultados en la dirección deseada sirvieron de base para lograr el apoyo de políticos y de agentes económicos, tan necesario para poder tomar decisiones y medidas adicionales que permitieran proseguir el avance. La prudencia y la iniciativa conformaron un círculo virtuoso.

A continuación se analizan las principales tareas de mediano plazo.

a) Evitar otra crisis semejante a la de 1981-1982

Esta fue la preocupación principal del BCCR y, por ello, debía hacer sus mejores esfuerzos para prevenir ataques especulativos contra el colón. Era evidente que el BCCR no disponía de reservas monetarias internacionales en cuantía suficiente, ni tampoco acceso a fuentes de financiamiento externo para hacerle frente a una eventualidad de esta naturaleza.

En cuanto a las políticas del BCCR, los agentes económicos debían entender que:

- Los ajustes del tipo de cambio nominal no se pospondrían, ni se acumularían en el tiempo, sino que se realizarían periódicamente. Con tal propósito, el BCCR adoptó el régimen cambiario de *minidevaluaciones* (crawling peg), mediante el cual el tipo de cambio nominal se ajusta de acuerdo con la diferencia entre la inflación nacional y la internacional.
- El nivel de reservas monetarias internacionales en poder del BCCR era insuficiente para hacerle frente a las necesidades *normales* del país. Por ello, el BCCR renegoció la deuda externa y restableció las relaciones financieras externas.
- El acceso del gobierno, las instituciones públicas y las empresas públicas al financiamiento directo del BCCR dejaría de ser una práctica normal.

La otra causa de posibles ataques especulativos

contra el colón surgió del riesgo de crisis bancarias generalizadas, originadas en quebrantos, e incluso la quiebra, de algún intermediario financiero. Al respecto el BCCR decidió:

- Frenar la concesión *exagerada* de crédito por parte de los bancos comerciales; de hecho, se consideró que un crecimiento demasiado rápido, indudablemente desmejoraba la calidad de la cartera de los bancos y aumentaba el peligro de crisis bancarias.
- Aumentar paulatinamente, pero de manera persistente, la capitalización de las entidades bancarias.
- Mejorar sustancialmente la regulación y la supervisión de los intermediarios financieros.

b) Restablecer las relaciones financieras externas

A raíz de la crisis de 1981-1982 y sobre todo a consecuencia de la cesación de pagos de la deuda externa, el acceso del país a las fuentes tradicionales de financiamiento externo se interrumpió. Este hecho significó un duro golpe para Costa Rica, pues necesitaba ahorro externo para complementar su ahorro interno y así financiar las inversiones necesarias, a fin de alcanzar una tasa de crecimiento económico sostenible.

Ante esta situación el BCCR se preocupó por restablecer las relaciones financieras externas y, muy especialmente, de nuevo lograr acceso a las fuentes de financiamiento externo.

Para avanzar en esta dirección, el BCCR centró su acción en dos áreas: primera, renegociar la deuda pública externa, la mayor parte de ella en sus propias manos porque se endeudó en la crisis debido, principalmente, al otorgamiento de garantías cambiarias, y segunda, modificar la importancia relativa de las diferentes fuentes externas de financiación.

La renegociación de la deuda con los bancos comerciales del exterior y con el Club de París (préstamos intergubernamentales), fue un proceso lento y penoso. Lento, por cuanto se requirieron ocho años –mayo de 1982 a mayo de 1990– para poder concluirla. Penoso, porque el conjunto de acreedores consideraba que Costa Rica no atendía su deuda por falta de voluntad y, además, porque algunos de los principales acreedores no mostraban, en realidad, gran premura ni interés en concluir la renegociación. Primero, por el temor de los bancos comerciales

de establecer precedentes con un país pequeño, como Costa Rica, y que luego otros países deudores invocaran el mismo trato en sus negociaciones con los bancos extranjeros. Segundo, el monto relativamente reducido de la deuda de Costa Rica representaba una suma poco significativa en sus estados financieros.

Era necesario entonces poner en claro que el desarrollo económico de Costa Rica no era viable, en tanto se pretendiera atender su deuda externa de acuerdo con los términos contractuales originales. Tampoco sería posible ese desarrollo, si se procedía con sucesivas renegociaciones *tradicionales* de la deuda externa, las cuales consistían en el otorgamiento de nuevos créditos al país por parte de los bancos comerciales, a fin de pagarles los intereses atrasados.

La idea más bien era que la recuperación del ritmo de crecimiento económico, una vez superada la crisis de los años 1981-1982, permitiera al país salir adelante, atendiendo la deuda externa, pero sin necesidad de nuevos préstamos de los bancos comerciales. Como esta posición resultó inviable, entonces la estrategia de los bancos comerciales consistió en ejercer presión ante el FMI y la Agencia Internacional para el Desarrollo (AID), del gobierno de EUA, para otorgar recursos financieros a Costa Rica, a condición de ser utilizados para pagarle a ellos los intereses de sus préstamos al país.

Para convencer al FMI de la imposibilidad de Costa Rica de pagar su deuda externa, Otto Kikut y Hermógenes Arguedas (ver Lizano *et al.*, 1989), en ese entonces funcionarios del BCCR, prepararon un documento relativamente sencillo, pero muy importante, para explicar este punto de vista. Posteriormente, en una reunión con Paul Volcker, a la sazón presidente de la Reserva Federal de EUA, se logró avanzar en ese mismo propósito. Él se convenció de la necesidad de buscar otro camino para resolver el problema que enfrentaba Costa Rica. El FMI, por su parte, envió un claro mensaje, cuando después de convocar una reunión de acreedores, aprobó un acuerdo de contingencia (Stand-by Arrangement) con Costa Rica, en el cual se contemplaba –medida del todo inusitada– un aumento de los intereses atrasados de la deuda externa con los bancos comerciales y los países del Club de París. Volcker, por su parte, intercedió ante el Departamento del Tesoro de EUA. Así, la marea comenzó a cambiar de dirección a favor de Costa Rica. La crítica que se hacía al gobierno de EUA, de interesarse sólo en ayudar a resolver el problema

de la deuda externa de países *grandes* (México) y *medianos* (Filipinas), pero no de los *pequeños* (Costa Rica), aunado al hecho de la visita del presidente George H. Bush a Costa Rica, precipitó la conclusión de la negociación de la deuda externa.

Al restablecerse el acceso a las fuentes externas de financiación, se modificó la importancia relativa de ellas. El país dejó de lado el financiamiento proveniente de los bancos comerciales y de los gobiernos, en especial de la AID, de los EUA, así como del FMI, al no solicitarse el giro de los recursos contemplados en diversos acuerdos de contingencia suscritos con ese organismo. Más bien, se puso énfasis en la obtención de recursos de los mercados internacionales de capitales (emisión de bonos); de instituciones financieras internacionales como el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Centroamericano de Integración Económica y, de manera creciente, de los recursos provenientes de la inversión extranjera directa.

c) Transformar a los bancos comerciales en verdaderos bancos

Como se indicó anteriormente, antes de la crisis la política del BCCR se centraba principalmente en la elaboración del programa crediticio para cada banco comercial, basado en un conjunto de *topes de cartera* y en la determinación de las tasas de interés activas para las diferentes actividades. La función de los bancos comerciales consistía, en lo fundamental, en ejecutar el programa crediticio. Esta situación debía modificarse. En esencia el cambio consistía en pasar, paulatinamente, del programa crediticio a la política monetaria. En esos años, consistía en alcanzar las metas para determinados agregados monetarios, mantener el tipo de cambio real lo más estable posible y lograr un nivel satisfactorio de reservas monetarias internacionales.

Ahora bien, este cambio de enfoque del BCCR –pasar del programa crediticio al programa monetario– representó una modificación muy significativa en cuanto al funcionamiento de los bancos comerciales. De hecho, en ese entonces el BCCR decidió:

- Desmantelar el sistema de *topes de cartera*. De esta manera los bancos comerciales asignarían el crédito de producción entre diferentes actividades y el crédito de consumo, según sus propios criterios.

- Liberalizar las decisiones acerca de las tasas de interés, tanto las activas (que le cobraban a sus clientes) como las pasivas (que los bancos pagaban por sus captaciones).
- Dejar de aprobar previamente la concesión de ciertos servicios por los bancos a sus clientes, incluyendo la posibilidad de establecer sucursales y agencias bancarias sin la previa autorización del BCCR.

Como puede verse, se trataba de otorgar a los bancos comerciales libertad para llevar a cabo operaciones activas y pasivas según su leal saber y entender. Ellos debían asumir riesgos, tomar decisiones acerca de sus costos, definir la orientación y estrategia de su institución. Así, se optó por el adagio popular *zapatero a tus zapatos*; es decir, cada quien tenía sus funciones específicas y también asumía sus responsabilidades propias. Los representantes de los gremios no desfilarían más ante el BCCR, sino que acudirían a los bancos comerciales. Eso sí, el BCCR vigilaría el ritmo de crecimiento del crédito en general, pues una expansión demasiado acelerada engendraría peligros sistémicos, que podrían desembocar en crisis bancarias generalizadas. De ahí el énfasis del BCCR en propiciar un sistema remozado de regulación y supervisión bancaria.

d) Crear el sistema financiero privado

El monopolio de la banca comercial, en manos de cuatro entidades estatales, había llegado a representar un grave obstáculo para el crecimiento económico del país. La falta de competencia incidía en poca eficiencia y escasa innovación. Además, se prestaba para una injerencia peligrosa de los políticos y una influencia inconveniente de los empresarios en los bancos estatales. Era necesario ponerle coto a esta situación.

Así las cosas, crear un sistema financiero privado era condición necesaria para el desarrollo económico del país, en general, y específicamente, para la adopción del modelo de la liberalización económica.

El camino fue lento, en vista de la oposición férrea de quienes defendían la nacionalización bancaria y veían la creación de un sector financiero privado como el principio del fin de la banca estatal.

El BCCR tomó una serie de medidas en el transcurso del tiempo. Comenzó por autorizar a los bancos privados a captar recursos en el mer-

cado financiero, a menos de ciento ochenta días; la obtención de líneas de crédito de la AID para promover las exportaciones; y el financiamiento de la banca off-shore. El proceso culminó con la derogatoria, bajo ciertas limitaciones, del monopolio de las cuentas corrientes de los bancos estatales, en 1995. (Ver República de Costa Rica, 1995.)

Después de cierto crujir de dientes inicial, la banca privada creció de manera pujante, codo a codo, con la banca estatal. Así, los vaticinios de las aves agoreras no se cumplieron: en la actualidad, la banca estatal florece y progresa a la par de la banca privada, para bien del desarrollo general del país con mejores servicios y más innovación.

e) Lograr la apertura de la cuenta de capital

El paso del modelo del ISI al de la LE implicó la eliminación de los impuestos y trabas a las importaciones y exportaciones de bienes y servicios. Ahora bien, se consideró que esta mayor inserción comercial de Costa Rica en la economía internacional, debería ir acompañada de una mayor apertura financiera, a fin de permitir el flujo y reflujo de movimientos de capital en el país.

De la apertura de la cuenta de capital, la economía nacional ha derivado beneficios importantes:

- Permite a los deudores nacionales –productores y consumidores– diversificar su cartera de pasivos y a los ahorrantes e inversionistas diversificar su cartera de activos.
- Obliga a los intermediarios financieros nacionales a competir con los del extranjero, para beneficio de los agentes económicos del país.
- Facilita la convergencia de las tasas de interés, pasivas y activas, de los intermediarios financieros internacionales y los costarricenses.
- Promueve la inversión en Costa Rica tanto de extranjeros como de nacionales. De hecho la mayoría de inversionistas prefieren llevar a cabo sus actividades en países de los cuales pueden sacar sus recursos sin obstáculos, cuando consideren que es el caso hacerlo; de lo contrario simplemente no invierten.

Dentro de esa perspectiva, el BCCR permitió sucesivamente:

- i) Abrir cuentas bancarias en moneda extranjera y la libre tenencia de divisas.
- ii) Otorgar divisas, no sólo para las transacciones comerciales, sino también para remitir dividendos e intereses al extranjero, así como para los estudiantes costarricenses en el exterior.
- iii) Retener las divisas provenientes de exportaciones.
- iv) Finalmente, liberar los movimientos de capitales; es decir, se abrió la posibilidad de transferir libremente capitales desde o hacia el país.

Sin duda, se tomó en cuenta el riesgo adicional de la apertura de la cuenta de capital para la estabilidad macroeconómica del país. Esto debido a los efectos perjudiciales de posibles movimientos especulativos de capital –los llamados *capitales golondrina*– hacia el país, o bien movimientos especulativos contra el colón; es decir, la salida de capitales del país. Sin embargo, si bien se consideraron estos peligros, se llegó a la conclusión de que la apertura de la cuenta de capitales, dados sus objetivos y las circunstancias existentes, aparejaba más beneficios que riesgos para el país. (Ver Lizano, 1993.)

f) Afianzar la autonomía del BCCR

El BCCR debía afianzar su autonomía y defenderla celosamente frente al Gobierno Central, las instituciones públicas y empresas estatales (CNP y CODESA), los bancos comerciales estatales y los grupos de interés. Tal propósito no significaba, evidentemente, pretender su independencia, pues, al fin y al cabo, el BCCR forma parte de Costa Rica. Por ello se acuñó el lema autonomía sí, independencia no.

El proceso para afianzar la autonomía del BCCR requirió de varias decisiones:

- Modificar la integración de su junta directiva, de manera que en vez de tres ministros (Hacienda, Planificación y Economía) sólo uno de ellos –el de Hacienda– formara parte de ella.
- Alargar el período de nombramiento de cinco miembros de la junta directiva: en vez de cuatro años, se amplió a siete años y medio. Los otros dos miembros –el ministro de Hacienda

y el presidente del BCCR– son designaciones discrecionales del presidente de la República y del Consejo de Gobierno, respectivamente.

- Escalonar el período para el cual son nombrados los miembros de la junta directiva, de manera que sus correspondientes vencimientos dificulten al gobierno de turno asegurar el control de la mayoría del directorio.
- Someter a ratificación de la Asamblea Legislativa el nombramiento hecho por el Consejo de Gobierno de cada uno de los citados cinco miembros de la junta directiva.

De esta manera se logró, paulatinamente, reafirmar la autonomía del BCCR. Por otra parte, el BCCR participó activamente en la coordinación con otras entidades públicas, en especial con el Ministerio de Hacienda y el Consejo Económico, lo atinente al cambio del modelo económico.

g) Crear el sistema de regulación y supervisión financiera

Elemento esencial para lograr el objetivo del BCCR, de evitar una crisis semejante a la ocurrida en los años 1981-1982, fue la creación de un sistema moderno de regulación y supervisión del sector financiero. Era indispensable impedir cualesquiera crisis de origen interno, debido a dificultades de intermediarios financieros que contagiaran a todo el sistema y, por ende, a los sectores reales de la economía nacional.

El mejoramiento sistemático del sistema de regulación y supervisión fue uno de los objetivos importantes del BCCR. Para ello se buscó:

- Modernizar dicho sistema, y con tal propósito la función original de auditoría (Auditoría General de Bancos) fue sustituida por la supervisión prudencial de los riesgos en que incurrieran los intermediarios financieros (Superintendencia General de Entidades Financieras, SUGEF).
- Ampliar el ámbito de la supervisión y regulación financiera al área de pensiones (Superintendencia de Pensiones, SUPEN) y de valores (Superintendencia General de Valores, SUGEVAL).
- Lograr la coordinación de las tres superintendencias. Para ello se creó el Consejo Nacional

de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF). Su función, en última instancia, consiste en *supervisar a los supervisores*.

- Asegurar la coordinación de las labores del CONASSIF con las políticas del BCCR. Debe recordarse que el BCCR tiene la responsabilidad de nombrar a los miembros del CONASSIF, así como de aprobar y financiar 80% del presupuesto de ese Consejo y de las superintendencias.

h) Participar activamente en el proceso de sustitución del modelo de desarrollo

Ante decisiones de mucha trascendencia para el país, como el cambio de modelo económico, el BCCR no podía dejar de participar, y en ese sentido tomó varias resoluciones entre las cuales cabe mencionar:

- Mantener la estabilidad del tipo de cambio real, de manera que no representara, ni un impuesto ni un subsidio a las exportaciones o a las importaciones.
- Lograr la apertura de la cuenta capital, como elemento para fomentar las inversiones extranjeras directas.
- Asegurar la renegociación de la deuda pública externa y así restablecer el acceso a las fuentes de financiamiento externo.
- Fortalecer el sector financiero, mediante medidas tales como: la transformación de los bancos en verdaderos bancos y la creación del sector financiero privado.
- Evitar las crisis financieras de origen interno.

Todo lo anterior representó pasos importantes para ayudar en el proceso del cambio de modelo de desarrollo económico, al facilitar una mayor inserción de la economía costarricense en los mercados internacionales.

VI. Resultados

Los resultados de las diferentes decisiones del BCCR fueron diversos y bien conocidos. Los más significativos se mencionan a continuación:

1. El BCCR ha logrado durante 25 años, que el

país no experimente crisis financieras de origen interno. Sobre este hecho, cabe mencionar lo siguiente:

- Los desequilibrios de las finanzas públicas – déficit del Gobierno Central y pérdidas del BCCR– fueron persistentes, casi podría afirmarse que crónicos. Sin embargo, se mantuvieron dentro de márgenes que si bien incidían negativamente en el ritmo del crecimiento económico (tasas de interés y *crowding out*), no alcanzaron niveles capaces de generar desequilibrios macroeconómicos graves, que causaron una inestabilidad marcada.
- El BCCR no tuvo como uno de sus objetivos disminuir la inflación a los niveles internacionales; sin embargo, tampoco permitió que la inflación se saliera de cauce y alcanzara niveles tales que obligara a los agentes económicos a tomar medidas defensivas; es decir, huir del colón. Si bien el proceso de dolarización de la economía avanzó significativamente, se llevó a cabo sin generar perturbaciones cambiarias importantes.
- La mayor libertad de que disfrutaron las instituciones bancarias fue acompañada de un mejor sistema de regulación y supervisión bancaria. Así, el cierre de siete bancos comerciales privados y uno estatal se llevó a cabo sin crear pánicos financieros en el público, ni contagios que afectaran a otros bancos. Algo similar sucedió con las varias fusiones y consolidaciones entre bancos que ocurrieron en esos años.

En síntesis, durante esos 25 años no hubo corridas bancarias, ni tampoco ataques especulativos en contra del colón. Los desequilibrios macroeconómicos persistieron, pero no hubo crisis financieras.

2. El BCCR logró sortear, durante 25 años, los efectos negativos de las crisis financieras y económicas de origen externo. Esto a pesar de:

- El impacto de los términos de intercambio (disminución del precio del café y aumento del precio del petróleo).
- La creciente apertura comercial de la economía nacional (desmantelamiento del proteccionismo arancelario).

- La apertura de la cuenta de capital.
- El efecto de las crisis financieras externas en las tasas de interés vigentes en los mercados financieros internacionales y las dificultades de acceso a fuentes de financiación externa.

Así, durante dos décadas y media, el BCCR logró sortear el impacto de las crisis internacionales –económicas y financieras– de manera que no tuvieron consecuencias adversas para la economía costarricense.

3. El BCCR desempeñó un papel importante en el proceso mediante el cual se pasó del modelo de desarrollo de sustitución de importaciones al de liberalización económica. Su participación activa ayudó al país a lograr una mayor inserción, comercial y financiera, en la economía internacional, de manera ordenada, sin elevados costos sociales.

4. El BCCR modificó, de manera sustancial, su forma de operar. Dejó de poner énfasis en el uso de instrumentos de intervención directa, como los *topes de cartera*, fijación de las tasas de interés y el encaje mínimo legal. Más bien se inclinó por recurrir a instrumentos de tipo indirecto, tales como las operaciones de mercado abierto y un amplio uso de la persuasión moral.

5. El BCCR logró la renegociación de la deuda pública externa con los bancos comerciales y con el Club de París. Los términos de la renegociación fueron muy satisfactorios para el país, no sólo porque se disminuyeron los pasivos externos del BCCR en un monto apreciable, sino también porque se abrió la puerta para acceder de nuevo a las fuentes de financiamiento externo.

6. El BCCR promovió el fortalecimiento del sistema financiero, mediante la transformación de los bancos comerciales en verdaderos bancos y la creación del sistema bancario privado.

7. El BCCR recuperó la credibilidad y confianza que había perdido, a raíz de su comportamiento durante los últimos años de la década de los setenta del siglo pasado y el cual culminó en la severa crisis de 1981-1982. A raíz de esas circunstancias, los agentes económicos no tenían confianza en el BCCR. Tanto es así que durante los años de la crisis financiera se acuñó el apodo de *la casa de los sustos*, para referirse al BCCR. Esto

debido a sus decisiones imprevisibles e imprecisas y a sus frecuentes ocurrencias. Esta situación debía cambiar cuanto antes. Sin duda, la política del BCCR no puede alcanzar sus objetivos si los agentes económicos no le tienen confianza. Para efectos prácticos, la credibilidad representa el principal activo de un banco central. El camino fue largo. Fue necesario avanzar lentamente, paso a paso. Al final se pudo restablecer, interna y externamente, la credibilidad y la confianza en el BCCR. En adelante, se podía discrepar del BCCR, pero no se podía dejar de prestarle atención.

VII. Conclusiones

- El BCCR debe aceptar que sus iniciativas, acciones y decisiones siempre son objeto de discusión y materia de controversias. Las discrepancias siempre afloran con respecto, primero, a los objetivos del BCCR. Concretamente, si en determinadas circunstancias estos fueron los acertados o si, por el contrario, deberían haber sido otros. La discusión también se refiere, en segundo término, a los instrumentos utilizados por el BCCR para alcanzar sus objetivos: si fueron los más adecuados, si se utilizaron de manera correcta y oportuna, o si a disposición había otros cuyo uso hubiera rendido mejores resultados.

Como consecuencia, surgen preguntas y preocupaciones a granel: ¿por qué se mantuvo el régimen cambiario de las *minidevaluaciones* por tantos años, en vez de liberalizar el tipo de cambio real y el nominal mucho tiempo antes?, ¿por qué el BCCR se preocupó sólo de las inflaciones muy elevadas (crisis 1981-1982) y no puso suficiente empeño para lograr la convergencia de la inflación nacional con la internacional?, ¿por qué se dio tanta importancia a las operaciones de mercado abierto y menos al uso del encaje mínimo legal?, ¿por qué insistir en la apertura de la cuenta de capital, cuando ello aumentaba la vulnerabilidad de la economía nacional?

La lista de inquietudes y discrepancias puede ampliarse a discreción. Así queda claro, que si bien existen diversos caminos para llegar a Roma, también hay varias maneras de preparar el *gallo pinto* (plato típico costarricense): más arroz o más frijoles, más o menos chile picante, más o menos salsa lizano.

- El BCCR se equivocó varias veces. Esto es inevitable. En algunos casos se le fue la mano, en otros se quedó corto. En ciertas ocasiones no fue

suficientemente prudente, en otras fue demasiado tímido. Esto es así porque el BCCR está manejado por seres humanos sujetos a errores frecuentes dada la información y la capacidad predictiva limitada.

- El BCCR cuidó celosamente su autonomía, recuperada tras no pocas dificultades. Sin embargo, reconoció que no debía pretender ser una institución independiente. Al fin y al cabo, el BCCR forma parte de Costa Rica.

Así, el BCCR, al tomar sus decisiones, no podía fijarse solamente en los beneficios que derivaba de ellas; es más, tampoco podía centrarse sólo en los beneficios para el país. El BCCR debía considerar los costos y las consecuencias negativas de sus medidas tanto para sí mismo, como para el país. No hay almuerzo gratis y no todo lo que es bueno para el BCCR, lo es también para el país. La humildad es igualmente una virtud necesaria para el BCCR.

- El BCCR no podía desligar sus medidas de las decisiones económicas fundamentales que el país tomaba en esos años. Tal fue el caso del cambio de modelo económico. El BCCR podía discrepar, pero no podía pretender establecer su política sin tomar en cuenta el cambio de modelo. El BCCR no podía cerrar ojos y oídos y considerar que su único objetivo consistía en alcanzar determinada meta de inflación, cierto nivel de agregados monetarios o mantener la estabilidad del tipo de cambio real. Y que todo lo demás no era de su incumbencia.

- Al respecto, dos temas ameritan un comentario por aparte, dada su importancia: el PIB potencial y la creación del sector financiero privado. En este aparte se considera el primero de ellos. Posteriormente, se hará referencia al segundo.

El BCCR partió de una realidad: la política monetaria, es decir, las decisiones sobre la emisión monetaria, puede reducir la brecha entre el PIB efectivo y el potencial, pero no puede aumentar este último (ver Svenson, 2002; y Bergo, 2007). Si lo pudiera hacer todos los países serían ricos.

Sin embargo, es importante reconocer que la emisión monetaria no es el único instrumento a disposición del BCCR. Así, cuando el BCCR decidió colaborar de lleno en el proceso de cambio del modelo, influyó, precisamente, en el PIB potencial, con medidas tales como: *i*) apertura de cuenta capital; *ii*) mantener el tipo de cambio

real estable; *iii*) crear el sector financiero privado; y *iv*) mejorar el sistema de regulación y supervisión bancaria.

Este conjunto de medidas incidía sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos y, por consiguiente, sobre el PIB potencial.²

- Para el BCCR era evidente la necesidad de mejorar el sistema financiero nacional: los bancos comerciales debían funcionar como verdaderos bancos, el sistema financiero privado necesitaba crecer, la regulación y la supervisión bancaria requería ser fortalecida. El mejoramiento del sistema financiero era así una tarea indispensable por, al menos, dos razones: primera, para lograr que las políticas del BCCR dieran mejores resultados y segunda, porque el desarrollo económico del país no podía avanzar muy lejos sin un sector financiero dinámico y solvente; en otras palabras, se trataba de una condición *sine qua non* para el cambio de modelo.

Cada uno de los modelos adoptados por el país ha puesto énfasis en el desarrollo de ciertos sectores o actividades específicas. En el caso del modelo agroexportador, la importancia residía en la actividad del café y en la del banano (incentivos a la producción de ambos productos). Cuando le tocó el turno al modelo de sustitución de importaciones, se buscó el crecimiento de los sectores manufacturero y agrícola para abastecer el mercado nacional y el centroamericano (proteccionismo arancelario). La adopción del modelo de liberalización económica implicaba la expansión de las actividades de exportación a mercados internacionales, así como el fortalecimiento del sector financiero (incentivos a las exportaciones y al dicho sector).

Ahora bien, para poder desarrollar los sectores específicos, es necesario canalizar a ellos factores de la producción y capacidad empresarial; de no ser así, no podrían crecer. Y para lograr ese desplazamiento de factores, la rentabilidad en esos sectores debe superar a la de los demás, si no los factores de la producción y la capacidad empresarial no se desplazarían. En el transcurso de esos procesos algunos empresarios han tenido éxito –han hecho *clavos de oro*–, otros no lo tuvieron –fracasaron y sus empresas quebraron.

- El BCCR continuó el proceso de mejorar la

² Claro está que el PIB potencial dependía de otros factores, fuera del control del BCCR.

capacidad analítica de sus funcionarios. Sin embargo, a la par de la labor técnica y científica, la actividad del BCCR tiene una alta dosis de arte. Lo que no puede medirse es más importante, con frecuencia, que lo que sí se puede. Por eso si bien las decisiones del BCCR deben echar mano cada día más a la ciencia, también han de basarse en el arte. Y, en este campo, los instrumentos tradicionales no han cambiado: el *ojímetro* y el *tanteómetro*; es decir, el *ojo clínico* de un buen médico y la *cuchara* de un buen cocinero, son de uso cotidiano.

Referencias

- Bergo, Jarle (2007), *Interest rate projections in theory and practice*, Foreign Exchange Seminar of the Association of Norwegian Economists, enero.
- Lizano, Eduardo (1993), “Las entradas de capital: un punto de vista cándido”, cap. 5, en *La reforma financiera en América Latina*, CEMLA, México, pp. 107-30 (Serie Estudios).
- Lizano, Eduardo, Otto Kikut y Hermógenes Arguedas (1989), *Crecimiento económico y desarrollo económico, consideraciones sobre el caso de Costa Rica*, Banco Central de Costa Rica, San José (Serie Comentarios sobre Asuntos Económicos, núm. 85).
- República de Costa Rica (1995), *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica: Ley núm. 7558*, publicada en el Alcance núm. 55 a *La Gaceta* núm. 255, 27 noviembre.
- Svenson, Lars E. O. (2002), *Monetary Policy and Real Stabilization, Rethinking Stabilization Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, pp. 261-312.

Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA

ASOCIADOS

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Presidenta: Mercedes Marcó del Pont. *Vicepresidente:* Miguel-Ángel Pesce. *Directores:* Waldo-José-María Farías, Carlos Sánchez, Sergio Chodos, Gabriela Ciganotto y Carlos Pérez. *Síndico:* Hugo-Carlos Álvarez; *Adjunto:* Jorge-Alfonso Donadío. *Secretario del Directorio:* Roberto T. Miranda. *Gerente General:* Benigno Vélez. *Subgerentes Generales:* Silvia Traverso (Administración y Servicios Generales), Cecilia Todesca Bocco (Relaciones Institucionales), Edgardo Arregui (Medios de Pago), Juan I. Basco (Operaciones), Jorge Carrera (Investigaciones Económicas), Alfredo Besio (Normas), Marcos Moiseeff (Jurídica), Pablo Carbajo (Análisis y Auditoría), Myriam Fernández (Planeamiento y Control), Daniel Mira Castets (Cumplimiento y Control), Guillermo Zucolo (Reg. Inf., y Ctral. de Balances) y Héctor Domínguez (Supervisión y Seguimiento). *Gerentes Principales:* Eduardo de Simone (Comunicaciones y Relaciones Institucionales), María-Cristina Pasín (Acuerdos Internacionales), Norberto Paganí (Relaciones Internacionales), Horacio Rodríguez (Administración de Servicios), Mara Misto Macías (Seguridad de la Información), Diego-José Blua (Infraestructura Informática), César-Rubén Riccardi (Operaciones Informáticas), Marta Rizzo (Organización), Juan-Carlos Barboza (Administración de Reservas), Jorge L. Rodríguez (Exterior y Cambios), Julio-César Siri (Control y Liquidación de Operaciones), Laura D'Amato, Gastón Repetto, Carlos Castellano, Horacio Aguirre, Verónica Balzarotti y Sebastián

Katz (Investigaciones Económicas), María-Fernanda Martijena (Análisis Econ. y Financiero), vacante (Estudios y Dictámenes de la SEFYC), María del Carmen Urquiza (Estudio y Dictámenes Jurídicos), Ricardo-Augusto Mazzarone (Liquidación y Recuperos), Adriana Fischberg (Contaduría), Germán Carranza (Desarrollo de Sistema), Ricardo Mare Peruzzotti (Operaciones de Mercado), Hilda-Beatriz Biasone (Programación Monetaria), Roberto Miranda (Secretaría del Directorio) y Jorge Viviani (Asuntos Legales). *Gerentes:* Jesica Giacone (Relaciones Públicas), Fernando Meaños (Prensa), Omar Arce (Seguridad en Entidades Financieras), Horacio Rodríguez (Administración de Servicios), Ricardo Trillo (Servicios Generales), María del Carmen Bernini (Relaciones Laborales), Jorge de Maio (Administración de Recursos Humanos), Oscar Le Roux (Servicios Informáticos), Roberto Carretero (Tecnología), Eduardo Barbazán (Seguridad Informática), Julio Pando (Sistema de Pagos), Ana-María Rozados (Cuentas Corrientes), Luis Fiore (Tesoro), Fernando J. Expósito (Créditos), Marina Ongaro (Investigación y Planificación de Exterior y Cambios), Eladio González Blanco (Liquidación y Soporte de Operaciones Externas), vacante (Análisis Macroeconómico), Gerardo Joffe (Coyuntura Análisis Monetaria), Mirta González (Desarrollos Monetarios y Financieros), Marcelo Raffín (Análisis del Sistema Financiero y Mercado de Capitales), Silvia Gavilán (Consultas Normativas), Darío Stefanelli (Emisión de Normas), Cristina Pailhé (Investigación y Planificación Normativa), Amelia González (Auditoría de Sistemas) y Osvaldo Néstor Torchia (Auditoría de SEFYC).

(Información oficial, septiembre del 2010)

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

Presidente del Directorio: Diego Borja Cornejo. *Gerente General:* Christian Ruiz Hinojosa. *Subgerente General:* Verónica Legarda León. *Gerentes de Sucursal:* Daniel Peñaherrera Patiño (Mayor Guayaquil) y Fernando Andrade Amaya (Cuenca). *Secretario General del Directorio:* Manuel Castro Murillo. *Directores Generales:* Andrés Arauz Galarza (Bancario) y Francis Gaona Reyes (Servicios Corporativos). *Directores:* Eugenio Paladines Camacho (Estadística Económica), Gabriela García Guananga (Recursos Humanos), Patricio Torres Torres (Inversiones) y Kléver Mejía Caguasango (Riesgos). *Auditor General:* Wilson Landázuri Mora. *Asesor Legal (a. i.):* Raúl Torres Fernández. *Secretario General:* Carlos Landázuri Camacho.

(Información oficial, septiembre del 2010)

BANCO CENTRAL DE HONDURAS

Presidente: Edwin Araque Bonilla. *Vicepresidente:* Roy Pineda Castro. *Directores:* Armando Aguilar Cruz, Ramón Villeda Bermúdez y Belinda Carías de Martínez. *Secretario:* José-María Reina. *Gerente:* Jorge Oviedo Imboden. *Subgerentes:* Renán Vásquez Gabrie (Operaciones), Ángel A. Arita (Estudios Económicos), Matilde Maradiaga de Franco (Administración) y Claudio Salgado (Técnico). *Jefes de Departamento:* Gerardo Casco (Internacional), Claudia Matute de Banegas (Recursos Humanos), César-Antonio García Madrid (Tecnología y Comunicaciones), Justo-Ernesto Murillo (Jurídico), Margarita A. Lagos Paredes (Servicios Generales), Carlos-Enrique Quiroz (Emisión y Tesorería), Soveida Barrientos de Barahona (Contaduría), Amhed Harum Nazar (Operaciones Monetarias), Mario Rico (Organización y Planeamiento), Santos-Emilio Flores (Previsión Social), Hirán Juárez (Seguridad e Investigaciones Especiales) y Jorge A. Contreras (Auditoría Interna). *Jefes de Unidad:* vacante (Servicios Fiscales), Victoria-Rosalinda Vargas de Reyes (Servicios Bibliotecarios), Ela-Dinorah Soto (Cumplimiento), Érica Urtecho (Comunicaciones y Relaciones Internas), Érica Narvárez (Programación Financiera/Estudios Económicos), Manuel Rodríguez (Agregados Económicos/Estudios Económicos), Carlos Espinoza

(Agregados Financieros/Estudios Económicos) y Geovanni Bulnes (Presupuesto). *Gerentes de Sucursales:* Marco A. Martínez (San Pedro Sula), Zaida Lozano (La Ceiba) y María-Victoria Fúnez (Choluteca).

(Información oficial septiembre del 2010)

COLABORADORES

SUPERINTENDENCIA DE BANCOS (PANAMÁ)

JUNTA DIRECTIVA. Presidente: Antonio Dudley Armstrong, *Secretario:* Arturo Gerbaud de la Guardia, *Directores:* Jorge W. Altamirano-Duque, Félix B. Maduro y Nicolás Ardito Barleta Vallarino. *PERSONAL DIRECTIVO. Superintendente:* Alberto Diamond; *Secretario General:* Amauri A. Castillo; *Directores:* Pedro Chaluja (Asuntos y Proyectos Internacionales), Yanella Yanissely (Jurídica Bancaria), Liliana Pinilla (Supervisión Bancaria), Corina Guardia (Estudios Financieros), Alberto de León (Tecnología de Información), Raquel Sandra Anaya (Administración y Finanzas), Evans Rivera (Relaciones Públicas), Martín Salazar (Integridad Institucional), René Menéndez, (Regulación Bancaria) e Ileana Chen (Recursos Humanos).

(Información oficial, septiembre del 2010)

BANCO LATINOAMERICANO DE COMERCIO EXTERIOR, S. A.

Presidente Ejecutivo: Jaime Rivera; *Asistente Ejecutiva:* Isbeth Chang. *Primeros Vicepresidentes Ejecutivos:* Rubens Amaral (Comercial), Miguel Moreno (Servicios de Soporte), Gregory D. Testerman (Tesorería y Mercados de Capitales) y Ana-María de Arias (Recursos Humanos y Operaciones Corporativas). *Primeros Vicepresidentes:* Miguel A. Kerbes (Administración de Riesgos), Gustavo Díaz (Contraloría) y Christopher Schech (Finanzas). *Asesora Legal:* Tatiana Calzada. *Vicepresidentes:* Roger Córdoba (Ingeniería de Procesos y Tecnología) y Carmen Murillo (Operaciones). *Gerente de Estudios Económicos:* Carlos Moreno.

(Información oficial, septiembre del 2010)

Actividades del CEMLA durante junio-agosto del 2010

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras</i> <i>Lugar y fecha</i>
<i>Cursos y talleres</i>	
Instrumentos Financieros y Normas Internacionales de Información Financiera	Banco de España y ASBA Madrid, 14 – 18 de junio
Derivados de Crédito	México, D. F., 21 – 25 de junio
Finanzas Internacionales: Desarrollo y Crecimiento Económico	Universidade Corporativa do Banco Central do Brasil (Unibacen) Brasilia, 21 – 25 de junio
Sistema Financiero y Banca Central	México, D. F., 5 – 9 de julio
Advanced Macro Finance	Unibacen Brasilia, 26 – 30 de julio
Control y Presupuestación en los Bancos Centrales	Deutsche Bundesbank y Bank van de Nederlandse Antillen Willemstad, 10 – 12 de agosto
Finance and Development	Unibacen Brasilia, 16 – 20 de agosto
Macroeconometría para la Política Monetaria	Banco Central del Uruguay Montevideo, 16 – 20 de agosto
Aspectos Macroprudenciales para Bancos Centrales	Deutsche Bundesbank México, D. F., 31 de agosto – 2 de septiembre

Seminario

Flujo de Fondos

Banco Central de Venezuela

Caracas, 12 – 15 de julio

Reunión

III Reunión del Grupo de Trabajo para el
Marco Interamericano de Pagos

México, D. F., 29 de junio – 1º de julio

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	De Nederlandsche Bank (Países Bajos)
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	European Central Bank

Otras instituciones

Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Superintendencia de Bancos (Guatemala)	Banco Latinoamericano de Comercio Exterior, S. A.
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas)
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
Asociación Regional de Bancos Centrales

www.cemla.org

