

**COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE  
SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO**

**35**

**FLUJOS FINANCIEROS INTERNACIONALES  
PRIVADOS DE CAPITAL A COSTA RICA**

**Juan Rafael Vargas**



**NACIONES UNIDAS**

**PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD  
POLÍTICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

**SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO**

**FLUJOS FINANCIEROS INTERNACIONALES  
PRIVADOS DE CAPITAL A COSTA RICA**

**Juan Rafael Vargas**



**NACIONES UNIDAS**

**COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE  
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD  
POLÍTICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

**Santiago de Chile, octubre de 1995**

LC/L.914  
Octubre de 1995

Este trabajo fue preparado por el señor Juan Rafael Vargas, consultor de la Unidad de Financiamiento de la División de Comercio Internacional, Transporte y Financiamiento de la CEPAL. Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

El autor agradece las ideas y sugerencias de Günther Held y Raquel Szalachman, al igual que la eficiente colaboración de Rodolfo Chévez.

## ÍNDICE

	<i>Página</i>
RESUMEN .....	5
I. ASPECTOS RELEVANTES DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE .....	7
II. BALANZA DE PAGOS Y MOVIMIENTOS DE CAPITAL .....	9
III. FACTORES QUE PROPICIARON EL INGRESO DE CAPITALES .....	17
IV. CONSECUENCIAS DE LAS AFLUENCIAS DE CAPITAL EXTRANJERO ...	21
V. LOS CAPITALES EN EL CORTO Y LARGO PLAZO .....	29
VI. POLÍTICA ECONÓMICA EN EL CONTEXTO DE LA AFLUENCIA DE CAPITALES .....	35
VII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....	37
Notas .....	38
BIBLIOGRAFÍA .....	43
Anexo .....	45
 <b>CUADROS Y GRÁFICOS</b>	
Cuadro 1: Saldos de la balanza de pagos .....	9
Cuadro 2: Movimientos de capital privado .....	12
Cuadro 3: Movimientos de capital privado .....	13
Cuadro 4: Depósitos en dólares y reservas monetarias netas .....	14
Cuadro 5: Inversión extranjera por sector de destino .....	15
Cuadro 6: Deuda externa del sector privado .....	20
Cuadro 7: Deuda pública externa y servicio efectivo .....	20
Cuadro 8: Costa Rica: Indicadores económicos .....	22
Cuadro 9: Volumen negociado por título y sector institucional .....	24
Cuadro 10: Volumen de operación bursátil por plazo .....	26
Cuadro 11: Ecuaciones de cointegración y corrección errores .....	33
Gráfico 1: Movimiento de capital .....	10
Gráfico 2: Movimiento de capital oficial .....	11
Gráfico 3: Saldo cuenta renta de la inversión .....	11
Gráfico 4: Reservas monetarias internacionales netas .....	14
Gráfico 5: Tasas de interés moneda extranjera .....	18
Gráfico 6: Diferencial tasas de interés nominal .....	19
Gráfico 7: Margen financiero de bancos estatales .....	19
Gráfico 8: Base monetaria .....	23
Gráfico 9: Tasas de interés .....	23

	<i><b>Página</b></i>
Gráfico 10: Rendimiento general en Bolsa .....	25
Gráfico 11: Tipo de cambio real y saldo en balanza comercial .....	26
Gráfico 12: Precios relativos .....	27
Gráfico 13: Ahorro, inversión y cuenta corriente .....	28
Gráfico 14: Tasa de cambio real y flujos privados de capital .....	30
Gráfico 15: Coeficientes recursivos .....	31
Gráfico 16: Estimación recursivo .....	32

## RESUMEN

Con el objeto de visualizar el contexto en el cual se dio el influjo de capitales, el estudio se inicia con una breve descripción de las características de la economía costarricense y las restricciones impuestas por el marco institucional. Se examinan aspectos relacionados con la crisis de la deuda, las cicatrices de la década perdida y la estrategia del ajuste estructural con apoyo externo.

La segunda sección mira con detenimiento la balanza de pagos costarricense y su interacción con los movimientos de capital. Las líneas causales entre los flujos comerciales y su financiamiento son elemento central para explicar el proceso. La reacción de las autoridades para acomodar o enfrentar el choque financiero están en el centro de la discusión. Ese análisis se presenta en la sección tres, donde los factores que llevaron a la bonanza interna y los parámetros de política son analizados cuidadosamente. La sección cuatro se centra en las consecuencias de las afluencias de capital extranjero para el proceso de estabilización; los límites de las autoridades monetarias en un país pequeño de economía abierta; la liberalización cambiaria y la apertura comercial, que entraron en vigor recién en 1992; y las consecuencias para lograr una tasa de crecimiento sostenible.

El capítulo cinco toma el marco analítico de Elbadawi y Soto para distinguir entre los efectos coyunturales y los de largo plazo a partir de un marco de análisis de equilibrio. En él se emplea una versión rudimentaria del análisis de cointegración y corrección de errores. Su validación de los equilibrios interno y externo respecto al tipo de cambio real esperado está en el centro del análisis. Las repercusiones de política son centrales en el momento en que América Latina examina con preocupación el "efecto tequila".

En cuanto a la política macroeconómica, cuatro enseñanzas sobresalen. En primer término, la importancia de aspectos tales como las consecuencias de los choques externos, su duración y la sensibilidad que muestra el sistema económico según diferentes niveles de apertura. En segundo lugar los movimientos de capitales se iniciaron y fueron canalizados bajo ciertas condiciones previas de transparencia y equilibrio en el sistema financiero, y alguna holgura fiscal, que fueron importantes para recorrer el camino que se dio (en este sentido, hay que aprender de los sucesos de México). Las medidas de política y las oportunidades que generaron son la tercera lección relevante: la decisión de adelantar la liberación comercial y enfriar de esa forma la economía nacional fue un ejemplo de libro de texto de oportunidades aprovechadas. La cuarta enseñanza es que los sectores de la economía están interconectados y aunque hablar de categorías independientes es útil para entender mejor lo que pasa, no puede olvidarse que al final la interrelación de mercados y escenarios está presente.

## I. ASPECTOS RELEVANTES DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE

Costa Rica es un país con un base productiva relativamente pequeña. Se encuentra mayormente sustentada en la agricultura, y recién en la segunda mitad de la década de los años sesenta el sector industrial adquirió una participación significativa dentro de la economía. En el período, 1985-1990, el sector de los servicios contribuyó en forma conjunta —y en promedio— con un 23% del valor agregado de la producción de la economía.<sup>1</sup> En promedio, el sector agropecuario concurre con un 60% del valor de las exportaciones, dio empleo a poco más de una cuarta parte de los ocupados y sus dos principales productos de exportación —café y banano— generaron el 10% de los ingresos fiscales. Por su parte, la industria participó con un 40% del valor de las exportaciones, las cuales se destinan mayoritariamente a la región centroamericana, absorbió el 17% de los ocupados, y aportó una parte importante de los ingresos fiscales.

El modelo histórico de desarrollo significó alta dependencia de las exportaciones en productos tradicionales dirigidos al mercado mundial en bienes manufacturados hacia el Mercado Común Centroamericano.

Un rango de inflación moderada se observa en la segunda mitad de los años ochenta,<sup>2</sup> la que se ubica en valores que oscilan entre 7.6% en 1985 y alrededor del 25% en 1990.<sup>3</sup>

El mercado de valores de Costa Rica, pese a su relativa antigüedad, es muy rudimentario. Básicamente consiste en un mercado de dinero para pasivos del sector público, aunque existen dos bolsas de valores. La deuda externa dejó de ser un problema desde que en 1990 fue acordado un arreglo de reconversión, *a la Brady*.

Costa Rica fue el primer país de la subregión en declarar suspensión de pagos a su deuda externa (1981), lo que evidenció el conjunto de debilidades en su esquema de desarrollo. La profundidad de la crisis se debió a la percepción incorrecta de que el aumento del precio de la energía era un fenómeno coyuntural y reversible. Se buscó financiar el déficit comercial, sin ajustar la absorción al nuevo nivel (más bajo) de riqueza de la nación y no se anticipó al hecho de que las tasas de interés se iban a incrementar de manera inusitada cobrando los excesos de gasto de la década de los años setenta.<sup>4</sup>

Costa Rica también se adelantó a América Latina en la adopción en 1985 de un Programa de Ajuste Estructural (PAE) y en la firma en 1990 de la reconversión de su deuda externa dentro de la opción Brady. Dentro del conjunto de reformas prevista en los PAE (I y II), la reconversión del sector externo fue la más exitosa y relevante. En el período 1986-1992 se llevó a cabo la transformación. El financiamiento externo jugó un papel protagónico. Con menos éxito se buscó reducir el tamaño del sector público. El propósito fue minimizar las distorsiones al reducir su impacto en el financiamiento del déficit fiscal y el consecuente efecto sobre las tasas de interés, el tipo de cambio y la inflación.<sup>5</sup> El tercer aspecto importante de las reformas fueron los cambios en el sector financiero, donde la liberalización interna y la apertura de la cuenta de capitales figuran como principales eslabones en ese proceso.

## II. BALANZA DE PAGOS Y MOVIMIENTOS DE CAPITAL

El problema de la balanza de pagos<sup>6</sup> es prevaletiente en el tiempo y en tan diversas situaciones económicas que prácticamente ha llegado a ser parte del modo de vida del costarricense (cuadro 1).

Cuadro 1  
SALDOS DE LA BALANZA DE PAGOS  
(Porcentaje del PIB)

	Cuenta corriente	Cuenta capital	Capital oficial	Capital privado
1960-64	-4.0	5.0	2.7	2.3
1965-69	-7.5	6.6	2.0	4.6
1970-74	-10.5	8.1	2.9	5.2
1975-79	-10.2	10.8	6.7	4.1
1980-84	-15.0	12.6	14.8	-2.1
1985-89	-4.8	4.0	2.7	1.3
1990-93	-5.6	5.7	1.1	4.6

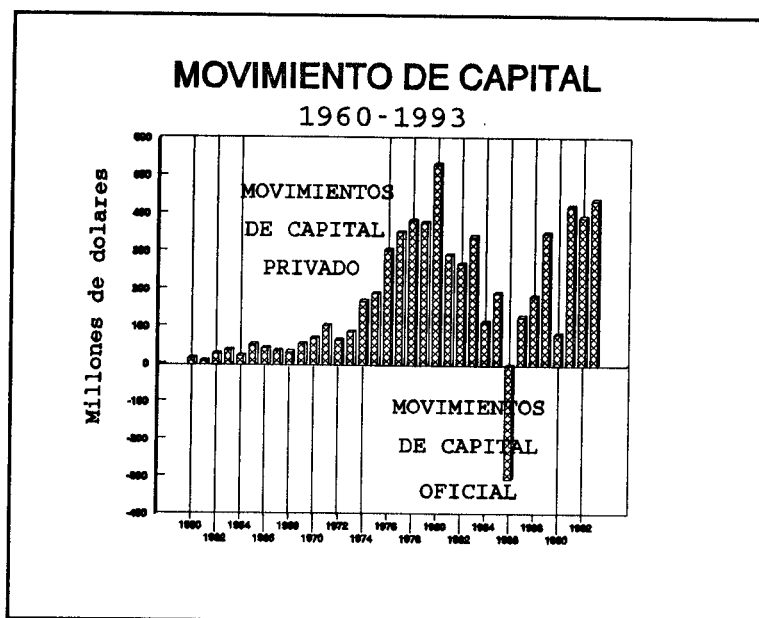
Fuente: Los antecedentes se basan en cifras oficiales.

Como norma, la cuenta corriente ha sido deficitaria y la de capital ha mostrado signo algebraico inverso, lo que significó una tasa neta de adquisición de pasivos externos. Su financiamiento ha recaído de manera alterna entre las fuentes oficial y los movimientos de capital privado. En tres de los siete períodos (1965-1970, 1971-1974 y 1990-1993) el saldo deficitario de la cuenta corriente se financió mayoritariamente por movimientos de capital privado.

Bajo el imperativo contable del recurso alterno a las dos fuentes de capital externo subyacen cambios en los objetivos de política de las autoridades, la relativa liquidez del mercado mundial de capitales y la percepción de riesgo del país. En el período 1975-1989 (auge de los petrodólares y crisis de la deuda externa), el país sustituye la inversión directa externa por el crédito bancario. Operó un cambio de financiamiento de capital de largo plazo respecto de la deuda y, esta última, la absorbió la banca privada sustituyéndola en deuda oficial.

Dos implicaciones pueden derivarse de ese cambio en el financiamiento externo. Primero: el cambio de la inversión directa a deuda varió la composición de los flujos de la renta de inversión. Con anterioridad el principal componente de la renta de la inversión lo constituía el rubro de inversión directa, que incluían los pagos por concepto de dividendos en acciones que se generaban como parte de la distribución de utilidades, derivados de la participación del capital de la empresa.<sup>7</sup>

Gráfico 1



En la década de los años ochenta, el principal componente de la cuenta de renta de la inversión lo constituyó el pago de intereses de la deuda pública externa (gráfico 1), lo que puede estar relacionado con el control de divisas impuesto durante el período 1982-1992. Es concebible que la crisis de la deuda externa, así como los fuertes requerimientos de divisas para el pago de intereses hayan afectado las remesas de utilidades y la repatriación de capitales mediante la imposición del control de cambios. También es probable que, en períodos de lento crecimiento, la repatriación de beneficios tienda a reducirse<sup>9</sup> (gráfico 2).

Hubo efectos nocivos para el manejo de la política cambiaria, que se originaron en el cambio en la composición de las fuentes de financiamiento. En el período 1975-1979 la principal fuente de desajustes de la cuenta corriente provenía de la balanza comercial. En este sentido, los cambios en la producción y los gastos internos se conjugaban con los desequilibrios monetarios para explicar los desajustes en la balanza comercial. Por el contrario, en la década de los años ochenta, la principal fuente de desequilibrios en la cuenta corriente lo conformó la renta de la inversión como consecuencia del fuerte pago de intereses de la deuda externa. Había un agravante: la elasticidad a corto plazo de la renta de la inversión al tipo de interés era relativamente alta, contribuyendo a desbalancear fuertemente la balanza de pagos ante las variaciones de las tasas de interés externas.<sup>9</sup>

Gráfico 2

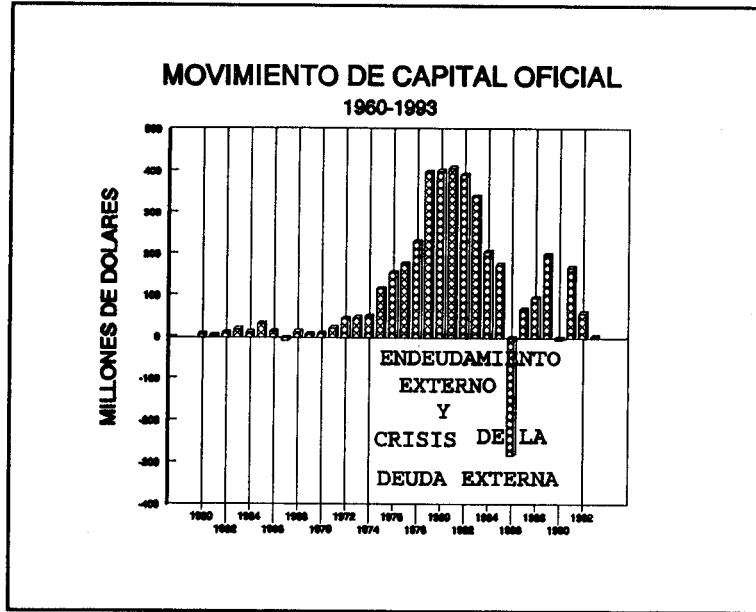
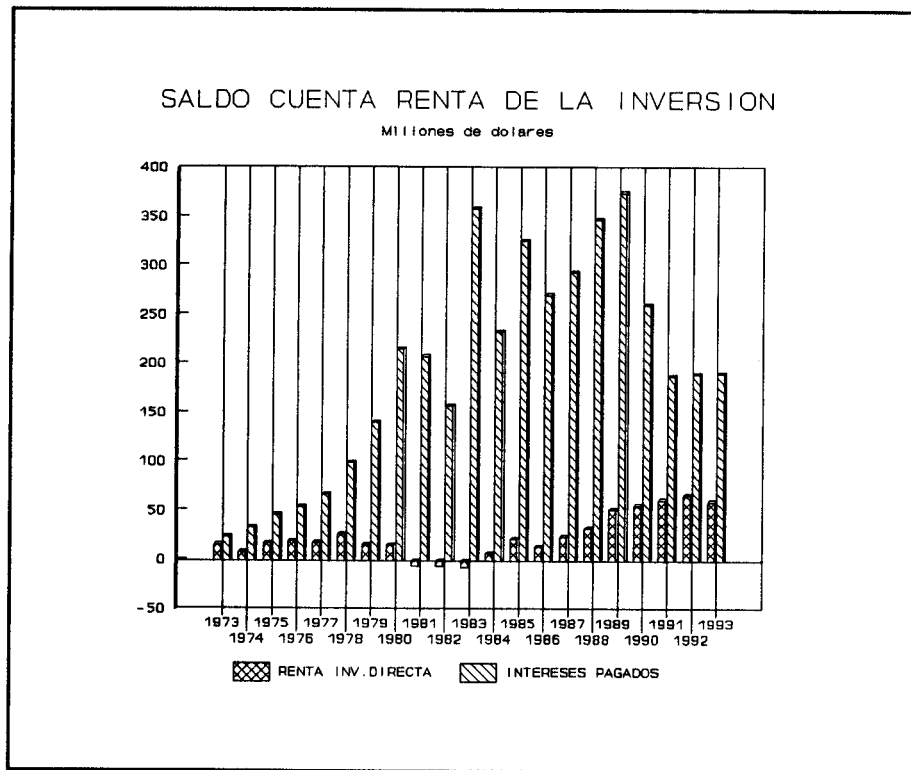


Gráfico 3



El capital privado, principalmente en préstamos bancarios e inversión a largo plazo, fue la fuente esencial de financiamiento externo entre 1965 y 1974, que, en el período 1990-1993, estuvo compuesto por la inversión directa y la reducción de los depósitos en el exterior. El período 1963-1974 corresponde al auge del Mercado Común Centroamericano. Actividades como la agroindustria y la industria exhibieron una fuerte expansión y Costa Rica fue favorecida por la inversión extranjera en comparación con los otros del área centroamericana.<sup>10</sup>

Entre 1981 y 1987 aumentaron los depósitos en el exterior, y se presentan, la crisis de la deuda, el aumento del costo de su servicio, la desaceleración del crecimiento de la producción, y el cese de nuevos préstamos. Esto explica la reducción del capital privado y la fuga de capitales durante estos años. Uno de los instrumentos utilizados para moderar la disponibilidad de divisas fueron los controles de cambio.<sup>11</sup> Entre 1982 y enero de 1992, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) estuvo facultado por ley para monopolizar las operaciones con divisas, obligando a los agentes económicos a venderle el 100% de éstas.<sup>12</sup>

Cuadro 2  
MOVIMIENTOS DE CAPITAL PRIVADO  
(Promedio en millones de dólares)

	Largo Plazo		Corto Plazo		Otros	Total
	Inversión directa	Préstamos	Depósitos comerciales	Créditos		
1960-64	10.2	1.3	-1.2	1.2	0.0	11.5
1965-69	11.9	8.2	-3.9	16.1	0.2	32.5
1970-74	31.6	16.1	-10.2	26.7	-0.2	64.0
1975-79	56.4	44.2	7.8	7.4	0.3	116.0
1980-84	49.5	-16.4	-85.4	12.8	-0.3	-39.8
1985-89	86.6	4.3	-45.2	8.4	4.1	58.1
1990-93	206.6	18.0	31.3	12.7	8.9	277.4

Fuente: Construido con base en cifras oficiales.

A partir del segundo semestre de 1991, Costa Rica experimentó un ingreso importante de capitales del exterior. Es discutible el orden causal de esos movimientos.<sup>13</sup> Un elemento de tipo coyuntural y externo al sistema económico fue el deterioro de los términos de intercambio. En el segundo semestre de 1990 y primer semestre del año siguiente, los precios de los hidrocarburos habían aumentado fuertemente como consecuencia del conflicto del Golfo Pérsico, al tiempo que los precios del café se deterioraron. Como el deterioro se presentó luego de que las autoridades económicas efectuaron una exitosa reconversión de su deuda externa en mayo de 1990, las erogaciones de divisas que tuvieron que realizarse en un plazo muy corto fueron muy elevadas. Al no contar el país con suficientes recursos externos,<sup>14</sup> fue necesaria la reducción de reservas monetarias.<sup>15</sup>

Los capitales ingresados, en la segunda mitad de 1991, constituyen el mayor flujo de recursos privados desde 1950. El ingreso conjunto en estos tres años (1991-1993) pudo ser suficiente para cancelar un 30% de la deuda pública externa,<sup>16</sup> pero además representaba en conjunto un monto equivalente a los saldos conjuntos de la cuenta de

capital entre 1985 y 1990. La inversión directa figura como la partida más importante de los recursos de largo plazo y también del total de flujos de capital privado observado durante este período.<sup>17</sup>

El capital privado a corto plazo en forma de reducción de depósitos en el exterior constituye el mayor monto observado en la historia económica del país en su categoría<sup>18</sup> (cuadro 3).

También es significativo el claro ascenso de las reservas monetarias internacionales que se manifiesta a partir de julio de 1991, que no está conformado únicamente por los movimientos de capital privado, ya que el capital oficial también desempeñó un papel importante. En 1991 se suscribió un convenio con el Fondo Monetario Internacional, que permitió la renegociación de la deuda con el Club de París, y, a su vez, condicionaba desembolsos importantes del Banco Mundial (BIRF) y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). En la misma línea, en junio, se inició la venta de títulos valores denominados en moneda extranjera y pagaderos en colones. A diciembre de ese año, las reservas habían ascendido a cerca de 903 millones de dólares que con respecto a la posición de diciembre de 1990 esto era un incremento de 432 millones de dólares.

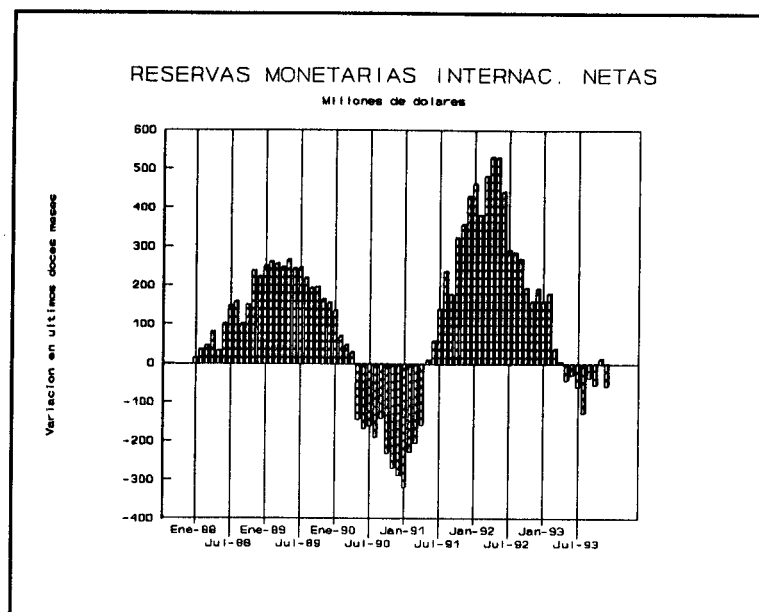
A diciembre de 1991, los depósitos en moneda extranjera habían experimentado una expansión de 171 millones de dólares, de los cuales 137 millones de dólares correspondían a los depósitos a plazo, comportamiento que prevaleció durante 1992, pero declinó en 1993. El cuadro 4 muestra una recomposición de cartera, desde depósitos valorados en moneda extranjera a nacional, por los importantes diferenciales en las tasas de interés.

Cuadro 3  
MOVIMIENTOS DE CAPITAL PRIVADO  
(Millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993
Privado a Largo Plazo	164	186	242	310
Partic.relativa %	186	74	73	71
Inversión directa	159	175	217	275
Préstamos	4	8	25	35
Otros	1	3	1	0
Privado a Corto Plazo	-76	66	91	125
Partic.relativa %	-86	26	27	29
Depósitos en el exterior	-125	100	75	75
Créditos comerciales	60	-47	7	30
Otros	-11	13	9	20
Total Capital Privado	88	253	334	435

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 4



Cuadro 4  
DEPÓSITOS EN DÓLARES Y RESERVAS MONETARIAS NETAS  
(Millones de dólares)

	Dic.90	Jun.91	Dic.91	Jun.92	Dic.92	Jun.93	Dic.93
Moneda Extranjera	512	555	683	697	768	732	750
Variac. desde diciembre	24	43	171	14	85	-36	-18
Dep. Cta. Corriente	54	59	65	85	76	83	89
Variación diciembre	6	5	11	20	11	7	13
Dep. de Ahorro	70	81	93	105	116	127	136
Variación diciembre	13	11	23	12	23	11	20
Dep. a plazo	388	415	525	507	576	522	525
Variación diciembre	5	27	137	-18	51	-54	-51
Reservas Monetarias Netas	471	605	903	1.049	1.096	1.021	
1.041							
Variación diciembre	-286	134	432	146	193	-75	-55

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El grueso de la inversión privada directa en 1992 se canalizó hacia el sector agrícola, lo que podría parecer paradójico considerando que el PIB agropecuario ha mostrado un débil desempeño durante el período estudiado. Pero algunos productos de agricultura —como la actividad bananera— y un número elevado de pequeñas empresas ubicadas en la agricultura no tradicional y el agroturismo han mostrado un importante crecimiento, con lo cual es concebible que existan actividades de punta en un sector problemático.<sup>19</sup>

El sector comercial hacia donde se dirigieron alrededor de 12 millones de dólares, en 1992, fue otro de los sectores dinámicos. El crecimiento de los agregados monetarios, en un contexto de retraso cambiario, es posible que haya contribuido al aumento de la rentabilidad del comercio, a raíz de la baja de los aranceles y la reducción de otras limitaciones a las importaciones de artículos a partir de 1992.<sup>20</sup>

Cuadro 5  
INVERSIÓN EXTRANJERA POR SECTOR DE DESTINO  
(Millones de dólares)

	Agricultura	Industria Millones de dólares	Comercio	Otros	Total
1985	43.6	19.0	0.8	1.8	65.2
1986	50.9	5.7	0.5	0.2	57.3
1987	35.2	35.3	18.2	0.9	89.5
1988	40.4	51.1	7.6	23.2	122.3
1989	40.4	55.2	4.9	-2.0	98.5
1990	87.2	47.7	-0.5	24.7	159.1
1991	96.1	52.6	-0.5	27.2	175.3
1992	131.8	38.8	11.7	34.5	216.8

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

### III. FACTORES QUE PROPICIARON EL INGRESO DE CAPITALES

Se analizarán cinco fuentes causales, cuya contribución es aditiva y no excluyente: a) caída de la tasa de interés externa, b) la estructura de la deuda privada externa, c) la renegociación de la deuda externa de Costa Rica, dentro del marco *Brady*, d) otras condiciones macroeconómicas en el Primer Mundo, y e) las reformas financieras internas.

Las reducciones concomitantes en las tasas de interés externas<sup>21</sup> estimularon, tanto a prestamistas como a prestatarios (gráfico 5).

En el gráfico 6 se puede apreciar el comportamiento del diferencial entre la tasa básica pasiva con la LIBOR *expost*, expresada en moneda nacional. Las diferencias fueron notoriamente elevadas en 1992, no sólo en virtud de la caída de las tasas de interés internacionales, sino porque operó el clásico patrón de comportamiento de la esterilización; conforme el BCCR interviene, la tasa de interés se eleva, y ello incentiva mayores flujos de capital de corto plazo. A su vez, los ingresos de capitales favorecieron apreciar el tipo de cambio de manera notable.

Las autoridades, mediante una estrategia *a priori* o en un camino de "aprender haciendo" optaron por dejar que el tipo de cambio se revalorizara primero, en un escenario de no intervención, para luego interponerse mediante una "flotación sucia". Se dispararon algunas dudas y nerviosismos, y así se contribuyó a minimizar expectativas de devaluación y a estimular, sostener y fomentar los altos rendimientos.

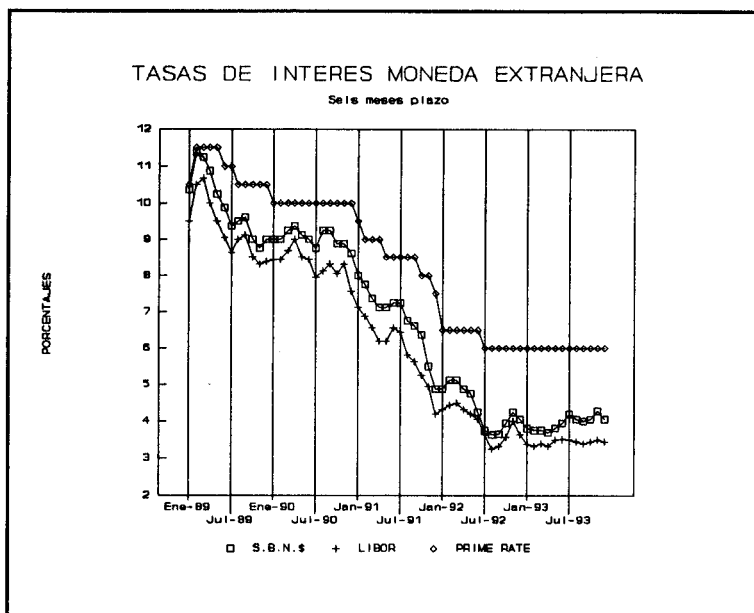
La demanda de financiamiento por parte de los agentes económicos residentes (especialmente empresas de tamaño medio y grande) pudo haberse estimulado con la reducción de las tasas de interés a nivel internacional. Como se aprecia en el gráfico 7, el margen financiero en Costa Rica está alejado del nivel internacional, en un monto mayor que el que justifica el riesgo país y la devaluación esperada (la que disminuía conforme se acumulaban más y más reservas). La afluencia de capitales no lo redujo. Adicionalmente, en noviembre de 1992, se restableció la seguridad jurídica para los contratos denominados en moneda extranjera, que estaba ausente desde 1983.<sup>22</sup> Por lo tanto, aunque no se pueda documentar, el comportamiento racional de los empresarios que tenían préstamos en moneda nacional y acceso a crédito en dólares, era pagar su préstamo, y luego contraer uno nuevo en la moneda foránea.

En cuanto a la deuda privada externa, en el cuadro 6 se pueden apreciar dos características importantes: a) la deuda privada aumentó moderadamente en el transcurso de los tres años, pero su aumento fue más acentuado entre 1992 y 1993; b) el endeudamiento de mediano y largo plazo tuvo más importancia entre 1981-1983, con posterioridad a ese período, ha sido el endeudamiento de corto plazo el que ha tenido más aceptación.

Ante ese influjo de capitales, el gobierno incorporó una desgravación arancelaria en abril de 1992 y tomó la decisión unilateral de acelerar los calendarios de reducción de tasas a la importación de bienes acordados con el Banco Mundial y el GATT. Ello posiblemente dio lugar a un mayor endeudamiento, tanto para importar a niveles mayores (demanda) como por la mayor credibilidad de la política (oferta).

La negociación con la banca privada internacional fue otro factor que provocó el aumento del flujo de capitales. Los términos fueron excelentes: el acuerdo con la banca comercial fue por cerca de 1 600 millones de dólares, de los cuales el país se comprometió a adquirir un 40% (640 millones de dólares) por medio de recompra de deuda, y el resto fue reprogramado. Con este arreglo se lograron eliminar atrasos acumulados hasta 1989 por un monto de 1 170 millones de dólares.

Gráfico 5



Usualmente, la magnitud de la deuda externa y su administración son factores que asociados a los sistemas cambiarios y el servicio de la deuda externa, sirven como indicadores de mejoría financiera en materia de divisas.<sup>23</sup> Budnevich y Cifuentes (1994) definen la última columna del cuadro 9 como el índice de solvencia, y no hay duda de que (emulando a Alejandro Díaz) "no estamos en Kansas", pero "el hombre de hojalata puede empezar a sonreír".

Es comprensible que los cambios en las condiciones externas hayan propiciado importantes ingresos de capital. Dos de los intentos más cuidadosos (Calvo, *et al.* y Chuhan, *et al.*) de establecer qué tan importantes fueron éstas para el ingreso de los capitales, no incluyen a Costa Rica. Para sus respectivas muestras, ambos estudios determinan que los factores externos —países industrializados— explican al menos el 50% de los movimientos de capitales. Para Estados Unidos se generó una pérdida de importancia del cuasidinero en relación con el producto bruto, al tiempo que se produjo la caída en las tasas de interés de corto plazo.

Las reformas financieras se iniciaron a partir de 1985, y buscaron reducir el margen de intermediación financiera. No hay duda de que muchas medidas se han tomado, pero queda mucho por hacer.<sup>24</sup> La modernización del sistema financiero interno,<sup>25</sup> involucra la implementación de medidas importantes para corregir estos problemas y reducir ese margen, dentro de ellas están la liberalización de las tasas de interés internas, la eliminación de los subsidios implícitos, y la legislación respecto a limitaciones al acceso

de instituciones públicas al financiamiento del Banco Central. Se presume que ha mejorado el control y la supervisión de los intermediarios financieros.

Gráfico 6

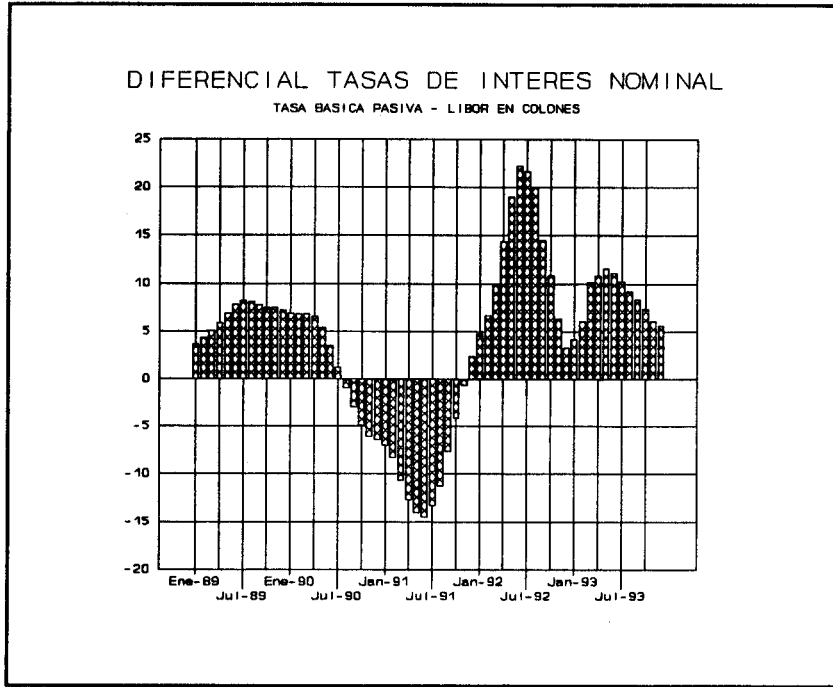
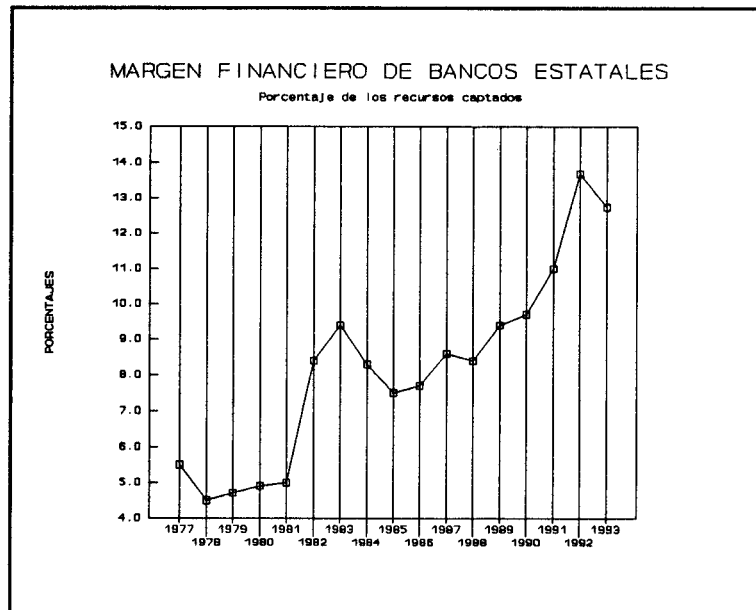


Gráfico 7



La afluencia de capitales contribuyó a acelerar la liberalización cambiaria y la apertura de la cuenta de capitales. Las medidas que se adoptaron a partir de la apertura generaron un clima de mayor confianza para los inversionistas extranjeros.<sup>26</sup>

Cuadro 6  
DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PRIVADO  
(Millones de dólares)

	Mediano largo plazo	Corto plazo <sup>a</sup>	Total	Estructura porcentual	
				Mediano plazo	Corto plazo
1981	371.4	368.7	740.1	50.2	49.8
1982	381.1	336.5	717.6	53.1	46.9
1983	348.1	320.1	668.2	52.1	47.9
1984	316.5	340.6	657.1	48.2	51.8
1985	301.0	315.2	616.2	48.8	51.2
1986	288.0	307.0	595.0	48.4	51.6
1987	301.6	317.4	619.0	48.7	51.3
1988	310.9	326.3	637.2	48.8	51.2
1989	338.2	348.8	687.0	49.2	50.8
1990	341.8	409.1	750.9	45.5	54.5
1991	350.2	375.4	725.6	48.3	51.7
1992	375.2	391.8	767.0	48.9	51.1
1993	410.2	441.8	852.0	48.1	51.9

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>a</sup> Créditos comerciales.

Cuadro 7  
DEUDA PÚBLICA EXTERNA Y SERVICIO EFECTIVO

	Servicio <sup>a</sup>	Servicio export. %	Saldo deuda <sup>a</sup>	Saldo deuda export. %
1985	452	46	3.397	348
1986	345	31	3.484	311
1987	273	24	3.765	325
1988	266	21	3.834	308
1989	259	18	3.800	269
1990	252	19	3.173	234
1991	276	18	3.267	218
1992	335	20	3.264	190
1993 <sup>b</sup>	302	16	3.397	175

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>a</sup> Millones de dólares.

<sup>b</sup> Estimación.

#### IV. CONSECUENCIAS DE LAS AFLUENCIAS DE CAPITAL EXTRANJERO

Los ingresos de capital dieron lugar a dos tipos de fenómenos, tanto de orden coyuntural como estructural. Entre los primeros se pueden identificar seis: el aumento de las reservas monetarias, la monetización y reducción en las tasas de interés, la revaluación del tipo de cambio, el ensanchamiento del déficit comercial y el aumento de la producción. Simultáneamente se aceleraron algunas medidas de orden estructural que estaban pendientes, como la última etapa de la desgravación arancelaria, la liberalización cambiaria y la apertura de la cuenta de capitales.<sup>27</sup>

Aunque las autoridades hicieron referencia a sus intenciones de liberalizar la cuenta de capitales, cuando éstas, en junio de 1991, iniciaron la venta de valores denominados en dólares (y pagaderos en moneda nacional, como los Tesobonos mexicanos), el Banco Central esperó hasta aprovisionarse de una importante cantidad de reservas para actuar, por esta razón, la liberalización cambiaria y la apertura de la cuenta de capitales entraron recientemente, en vigor en marzo de 1992.<sup>28</sup>

Con anterioridad, mecanismos administrativos y legales conferían al Banco Central potestad para intervenir en el mercado cambiario; así, podía permitir la existencia de un mercado libre pero con un precio controlado por él; centralizar las divisas del mercado libre, y prohibir a los tenedores de divisas cambiarlas por colones o viceversa. Por su parte, existían una serie de restricciones, no sólo a la intermediación bancaria de fondos externos en particular, sino también a la mayoría de aquellas transacciones que intervinieran en el mercado cambiario. Así, por ejemplo:<sup>29</sup> el Banco Central debía autorizar los créditos externos de los intermediarios bancarios y financieros del sistema formal, vendiendo divisas solamente para el servicio de deuda externa que hubiera sido previamente registrada; los exportadores estaban obligados a vender al Banco Central las divisas obtenidas de la venta de sus productos en el exterior, mientras que los importadores debían obtener la autorización para la compra de divisas; tampoco existía respaldo legal a nivel nacional para la libre contratación en moneda extranjera (anteriormente la libertad de adquirir derechos y contraer obligaciones denominados en moneda extranjera estaba vedada).

La liberalización cambiaria y de la cuenta de capitales tenía como propósito remover estas limitaciones y además era el último obstáculo para la firma del Tratado Bilateral de Inversiones, que garantiza la libertad de movimientos de capital. Se sustentaba la hipótesis de que los movimientos de capital contribuirían a complementar el ahorro interno y brindar un mayor financiamiento a la inversión. Se esperaba, por tanto, que el aumento de la oferta de fondos prestables, forzarían las tasas de interés nacionales a la baja, combatiéndose el elevado margen de intermediación que caracteriza al sistema financiero nacional.

La afluencia de divisas coadyuvó entonces al notable crecimiento de las reservas monetarias y al crédito bancario, lo que provocó una baja notoria de las tasas de interés activas desde el 42% hasta niveles cercanos al 27% entre diciembre de 1991 y junio de 1993. Las facilidades crediticias favorecieron a que la producción exhibiera uno de sus mejores desempeños al crecer a tasas cercanas al 7% anual, contribuyendo con la reducción del desempleo abierto, con los naturales rezagos.

También hubo una repentina reducción del tipo de cambio, tanto real como nominal. El déficit comercial se expandió, azuzado además por la reducción de los aranceles y la eliminación de otras limitaciones a las importaciones, llegando a situarse en 600 millones de dólares en 1992 y 850 millones de dólares en 1993.

Cuadro 8  
COSTA RICA: INDICADORES ECONOMICOS  
(Diciembre 1991-diciembre 1993)

	Dic-91	Jun-92	Dic-92	Jun-93	Dic-93
Crecimiento PIB <sup>a</sup>	2.3	4.2	7.3	4.7	6.5
Inflación <sup>a</sup>	25.3	12.0	17.0	9.3	9.0
Crec. crédito <sup>a</sup>	-0.5	3.3	39.9	50.5	31.2
Déficit público <sup>b</sup>	-2.1		-1.2		-0.9
Saldo comercial <sup>c</sup>	-280.0	-323.0	-609.0	-856.3	-839.1
Reser. monetarias <sup>d</sup>	902.9	1 048.7	1 096.0	1 021.3	1 041.2
Intereses activos <sup>e</sup>	42.2	27.1	30.3	26.9	37.6
Intereses pasivos <sup>f</sup>	30.5	12.5	19.0	16.5	25.0
Devaluación <sup>a</sup>	31.7	3.6	1.2	9.6	9.9
Salario real <sup>a</sup>	-2.8	-2.8	7.7	9.3	1.4

Fuente: Banco Central de Costa Rica y Ministerio de Hacienda.

<sup>a</sup> Tasa de crecimiento anual.

<sup>b</sup> Porcentaje del PIB.

<sup>c</sup> Acumulado últimos doce meses, millones de dólares.

<sup>d</sup> Millones de dólares.

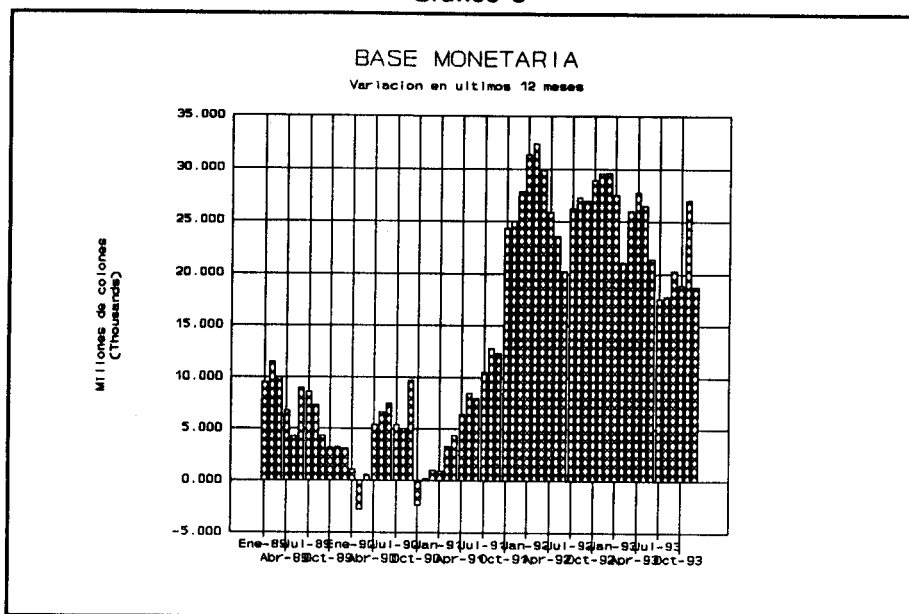
<sup>e</sup> Promedio bancos privados y estatales.

<sup>f</sup> Tasa básica pasiva.

Cuando se produjo la liberalización cambiaria en marzo de 1992, las autoridades adoptaron un sistema cambiario de flotación controlada con total convertibilidad monetaria, y presumiblemente se dio la fusión del mercado paralelo con el mercado oficial. Al ejecutarse la liberalización, el mercado paralelo transaba anualmente alrededor de 500 millones de dólares, parte de los cuales probablemente fluyeron hacia las reservas oficiales, con los consecuentes efectos sobre la monetización de la economía.

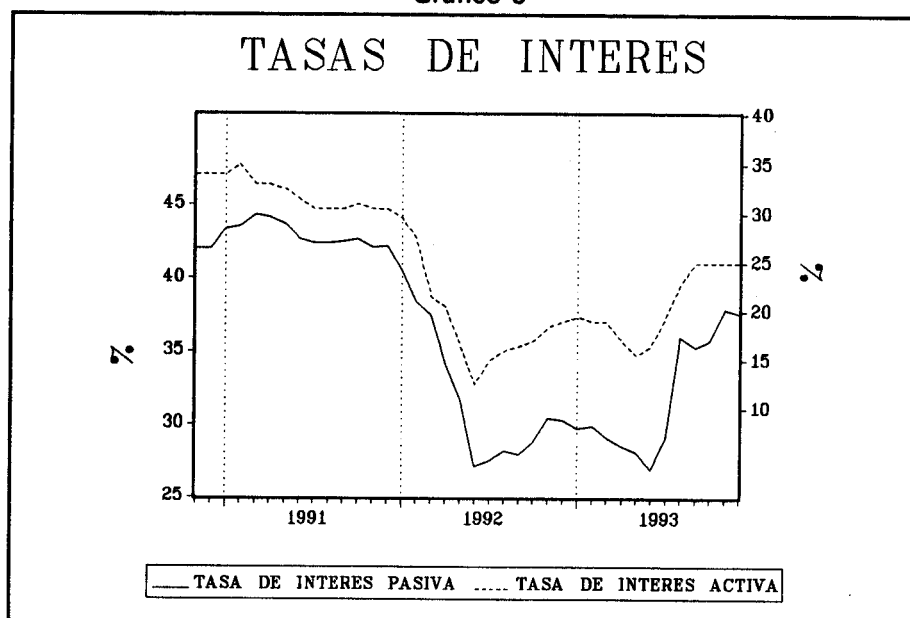
El Banco Central se vio en la necesidad de realizar compras importantes de divisas<sup>30</sup> en su intento por contrarrestar la caída del tipo de cambio, al mismo tiempo que trataba de esterilizar el efecto monetario de estas operaciones mediante la colocación de deuda interna. Las dificultades hubiesen sido mayores de no ser porque una parte importante de los ingresos de capital estaban constituidos por inversión directa. Durante el año 1992, y antes de que las medidas adoptadas por las autoridades surtieran efectos, la base monetaria se expandió por encima del 50% como promedio anual, mientras que el producto nominal lo hacía a una tasa del 24%. Las nuevas colocaciones al sector privado alcanzaban una expansión de poco menos de un 60% anual.

Gráfico 8



Los sectores de consumo y servicios ganaron espacio dentro del total del crédito. Recursos de corto plazo fueron intermediados con facilidad para el financiamiento del consumo de bienes duraderos y no duraderos, y a solventar necesidades de capital trabajo. Las facilidades de mayor endeudamiento existentes en un contexto de reducción arancelaria y de revaluación cambiaria, se entiende que hayan estimulado la demanda crediticia.

Gráfico 9



Los flujos de capital constituyeron un mecanismo para verificar la flexibilidad introducida años atrás en las tasas de interés; aliviaron el sistema económico, que estaba siendo afectado por las elevadas tasas de interés, y permitieron revelar la debilidad de los instrumentos a disposición de las autoridades monetarias para controlar el acervo monetario y las tasas de interés en forma simultánea. La monetización consecuente contribuyó a reducir, tanto las tasas de interés activas como pasivas a partir de noviembre de 1991. No obstante, las tasas de interés pasivas exhibieron una mayor velocidad de ajuste ante las nuevas condiciones, mientras que la presencia de elementos oligopólicos en el sistema bancario costarricense, así como los efectos del programa de estabilización, desplegados a partir de 1991, impidieron un ajuste más acelerado de las tasas de interés activas.

Cuadro 9  
VOLUMEN NEGOCIADO POR TÍTULO Y SECTOR INSTITUCIONAL  
(Millones de colones)

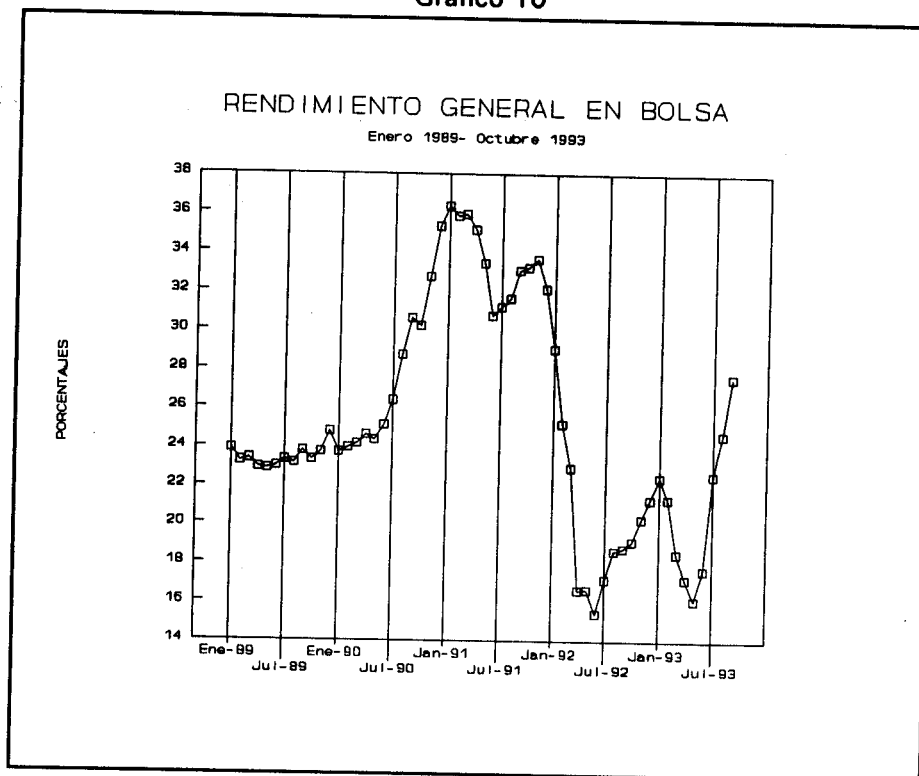
	1991	1992	1993
Sector Público	415 509	676 302	888 806
Part. total %	89.0	89.5	90.3
Gobierno central	152 364	272 664	-
Sist. Banc. Nacional	263 145	403 638	-
Sector Privado	51 405	79 423	95 137
Part. total %	11.0	10.5	9.7
Empresas	45 107	72 456	-
Mutuales	6 298	6 967	-
Total	466 914	755 725	983 943

Fuente: Bolsa Nacional de Valores S.A.

La magnitud del déficit fiscal asumió un papel destacado pues la colocación de bonos fiscales,<sup>31</sup> hizo posible ubicar las tasas de interés en niveles superiores al 45% nominal, lo que significó 14% en términos reales. Por su parte, el BCCR monetizó una cantidad importante de recursos en operaciones de compra de divisas, lo cual obligó a recoger liquidez mediante la venta de bonos de estabilización monetaria,<sup>32</sup> contribuyendo con el ascenso de las tasas de interés que se observó en los meses posteriores. Por otra parte, el Banco Central vio reducido su poder para manejar la política monetaria en un contexto de tipo de cambio estable, con afluencia de capitales.

En tanto, la mayor afluencia de capitales se canalizó a la adquisición de títulos a través de la Bolsa Nacional de Valores, cuyas transacciones en ese mercado tendieron a crecer muy por encima de lo que había ocurrido en los años precedentes, observándose un fuerte aumento en los precios de los valores negociados, que continuaron concentrados en el muy corto plazo y en títulos del Gobierno. La negociación de bonos de estabilización monetaria fue de ₡10 072 millones en 1991, cuando un año atrás había oscilado cerca de ₡3 089 millones. Para 1992, el volumen llegó a ₡16 114. Un comportamiento similar se observa en los certificados de depósito a plazo en dólares, los cuales se negociaron por montos de ₡198 495 millones y ₡304 832 millones en 1991 y 1992, respectivamente.<sup>33</sup>

Gráfico 10



Como se aprecia en el cuadro 10, alrededor del 80% de las transacciones están concentradas en plazos que van de un mes a 180 días, poniendo de relieve el hecho de que las expectativas de los agentes económicos se encuentran en un proceso continuo de revisión. Hay una leve recomposición, donde el plazo menor de 30 días pierde importancia relativa y el de más de 719 duplica su participación relativa respecto a la de 1991. No puede concluirse mucho de esos dos eventos, porque el monto de las operaciones involucradas es reducido.

Una de las características del mecanismo de financiación de las empresas en Costa Rica es que como los pagos por concepto de intereses de la deuda son deducibles para efectos del impuesto sobre la renta, existe una preferencia marcada por esta clase de financiamiento. La reducción de las tasas de interés a nivel externo ha originado un crecimiento importante en préstamos de largo plazo y créditos comerciales. A las autoridades les preocupa, y los agentes privados hacen sus "Montecarlos". El síndrome de Chile, 1982, está naturalmente presente.<sup>34</sup>

Los ingresos de capital en un contexto de lenta reacción de las tasas de interés domésticas a la baja favorecieron a reevaluar el tipo de cambio, tanto real como nominal,<sup>35</sup> siendo éste uno de los factores estimulantes del crecimiento de las importaciones y la agudización del desbalance comercial.<sup>36</sup> Sin embargo, no existe evidencia en torno a la pérdida de dinamismo de las exportaciones como consecuencia inmediata de la revaluación (un poco *a la mexicana*). Es concebible que la elevación del tipo de cambio real alcanzado en 1991 fuese el resultado transitorio de la devaluación nominal ocurrida durante ese año. Por esa razón, la apreciación del tipo de cambio observada en los dos

años siguientes había contribuido a reducir las ganancias de los exportadores, pero no a erosionar su competitividad.<sup>37</sup> El gráfico 11 muestra el comportamiento del déficit congruente con ese comportamiento.

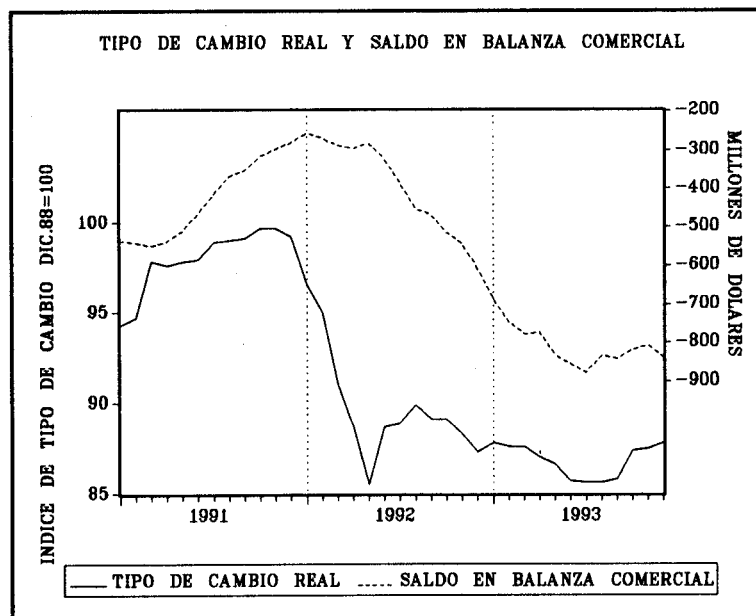
Cuadro 10  
VOLUMEN DE OPERACIÓN BURSÁTIL POR PLAZO  
(Millones de colones)

	1991	1992	1993
Monto negociado ¢	466 914	755 725	983 943
Variación anual	75.0	61.9	30.2
Estructura porcentual*			
De 0 a 30 %	76.6	62.8	65.9
De 31 a 60	4.5	10.9	6.1
De 61 a 90	5.6	10.2	10.9
De 91 a 180	8.9	9.0	11.0
De 181 a 360	2.8	2.7	1.8
De 360 a 720	0.2	0.9	0.9
De 720 y más	1.5	3.4	3.4

Fuente: Bolsa Nacional de Valores S.A.

\* Corresponde a años fiscales.

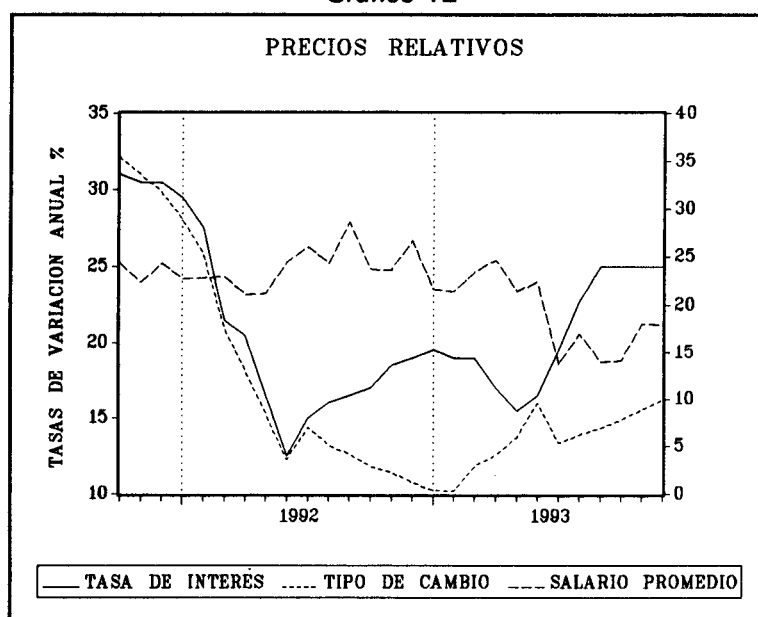
Gráfico 11



La política de fijación de salarios continuó siendo la misma en el período de fuerte ingreso de capitales. En condiciones de inflación decreciente, este mecanismo basado en la indexación salarial a la inflación pasada, dio origen a aumentos de los salarios reales, aun en un contexto donde la productividad había exhibido cierto retraimiento (1992).

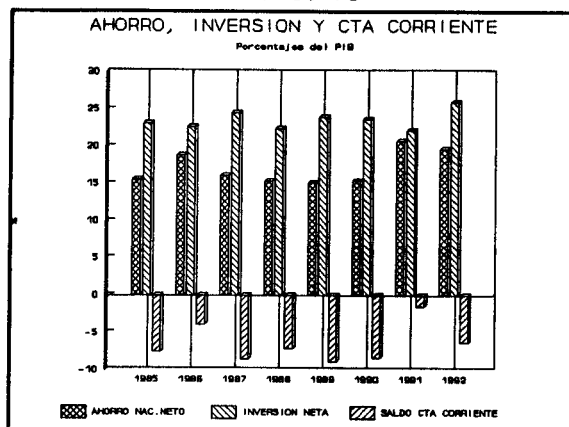
El gráfico 12 permite apreciar que el crecimiento del salario promedio nominal estuvo por encima de las variaciones del tipo de cambio y las tasas de interés durante la mayor parte de 1992. En términos microeconómicos, se esperaba que las remuneraciones a los empleados experimenten un crecimiento importante dentro de los costos de las empresas, principalmente aquellas que usan el trabajo intensivamente, aun por encima de la carga financiera que significa el aumento de los intereses de la deuda. Sin embargo, ese factor no parece haber desestimulado la competitividad de las exportaciones, ni ser un agente decisivo en la determinación del costo de producción en dólares<sup>38</sup> de las empresas. El comportamiento de los salarios pudo haber influido en el fomento de la demanda interna y el desbalance comercial. Durante 1992 y 1993, se dio un crecimiento del salario real y una reducción del nivel de desempleo, ambos factores aunados a la revaluación cambiaria, el exceso de liquidez y la reducción de aranceles bien pudieron acentuar los desequilibrios macroeconómicos observados.

Gráfico 12



El gráfico 13 muestra cómo el ahorro se ha incrementado a partir de 1991. Este esfuerzo de reducción del consumo se ha dado en un contexto donde el país ha realizado fuertes pagos por concepto de servicio de su deuda externa y ha sido congruente con las políticas de estabilización, encaminadas a restringir los gastos privados y públicos. La combinación de un tipo de cambio real más elevado, asociado a tasas de interés domésticas relativamente altas, se conjugarán con la falta de apertura de la cuenta de capital y la reducción de la inversión doméstica las cuales contribuyeron con una disminución del saldo de la cuenta corriente.

Gráfico 13



La leve declinación del ahorro observado en 1992 es el resultado de una política deliberada de fomento al consumo en un intento de reducir la presión sobre la producción y precios originada por el ingreso masivo de capitales. Que la reducción del ahorro haya coincidido con un período de elevado déficit de balanza de cuenta corriente, es el reflejo de la política de reducción de aranceles, en asociación con un menor ritmo de devaluación encaminadas a desmonetizar el exceso de liquidez existente. En el área de financiamiento de la inversión, esto dejó campo al mayor ahorro externo, como lo demuestra el incremento de la deuda externa pública y privada. No obstante, la sustitución de ahorro interno por externo no alcanzó proporciones sorprendentes, pese a que es innegable la presencia del fenómeno. En el marco analítico de Elbadawi y Soto, que se desarrolla a continuación, no aparece este factor de manera explícita.

## V. LOS CAPITALES EN EL CORTO Y LARGO PLAZO

En el debate sobre política pública y las opciones de la apertura, los movimientos de capital y su impacto sobre el tipo de cambio real han sido centro de viva polémica en los círculos de adopción de decisiones de política económica. Preguntas como precedencia (causalidad la llamaría, Granger), la sostenibilidad y los impactos sectoriales de los flujos son cuestiones cuyas respuestas son de suma importancia para el diseño de la política.

Elbadawi y Soto (1994) estiman, mediante técnicas de cointegración, el sendero de equilibrio de largo plazo entre el tipo de cambio real y los movimientos de capital en el caso chileno. Esta metodología permite una reinterpretación del modelo estático del tipo de cambio real en términos de un comportamiento de largo plazo (de equilibrio, naturalmente) y una búsqueda del mismo mediante una aproximación de corto plazo.

La característica básica del equilibrio del tipo de cambio real está dada por el hecho de que la razón de los precios de los bienes comerciables y los que no lo son, sea tal, que se alcance simultáneamente los equilibrios interno y externo, dados valores sostenibles de los impuestos, el comercio internacional, la política comercial y los flujos de capital, ayuda y tecnología, Edwards (1989).

El modelo considera una economía pequeña con tres sectores (importables, exportables y no comerciables) para lo cual el precio de los bienes que se comercian internacionalmente es exógeno y su contraparte interna depende del tipo de cambio nominal y de los aranceles. Se observan de manera explícita la oferta y demanda de bienes no comerciados y su condición de equilibrio, además, de la absorción privada como función del ingreso neto de capitales y la depreciación esperada del tipo de cambio real. Esta última especificación fue introducida en Elbadawi (1993). Así, la ecuación fundamental del tipo de cambio real es:

$$e = f([NKI/Y, EE], TOT, t^x, t^m, g^N, g)$$

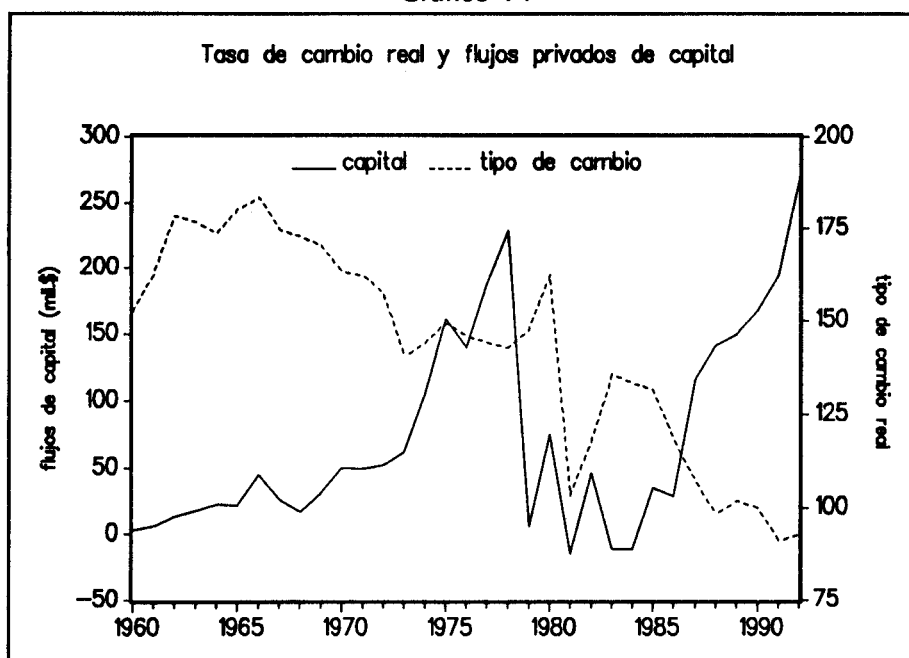
donde  $e$  es el tipo de cambio real de equilibrio,  $NKI$  los flujos netos de capital,  $Y$  el producto real,  $EE$ , la depreciación esperada del tipo de cambio real,  $TOT$  los términos de intercambio,  $t^x$  y  $t^m$  los impuestos a las exportaciones y a las compras al exterior,  $g^N$  la proporción del gasto público correspondiente a bienes no comerciables y  $g$  la razón de los gastos estatales al ingreso.<sup>39</sup>

Dentro de los resultados obtenidos por Elbadawi y Soto (1994) caben destacar que únicamente los flujos de capital de largo plazo están relacionados con el tipo de cambio real de equilibrio. Por su parte, los movimientos de corto plazo aparecen en el ajuste dinámico hacia el equilibrio. Esto naturalmente significa que unos y otros flujos de fondos pueden ser significativos estadísticamente en los respectivos contextos ecuacionales.

En esta sección se estima el modelo propuesto por Elbadawi y Soto (1994), en que se utiliza una muestra de datos anuales para Costa Rica en el período 1951 y 1992. El gráfico 14 muestra el perfil del tipo de cambio real y de los movimientos de capital de Costa Rica para el período 1981 a 1992. Los datos son recogidos en su mayoría de los trabajos de Vargas y Sáenz (1994). El modelo explica la tasa real de equilibrio (LTCR) en

función de: i) los términos de intercambio (LTI), ii) la apertura de la economía (APER) y iii) consideraciones de política económica que involucran: a) el gasto público (LG), b) la formación bruta del capital (LKF), c) los flujos de capital de largo plazo (KL) y d) los de corto plazo (KC). Siguiendo a Perron (1989), se introdujo una variable dicotómica para capturar el posible quiebre de tendencia introducido por la crisis de 1981.

Gráfico 14



Todas las variables involucradas poseen una raíz unitaria, que valida la propiedad de no estacionaridad. En el apéndice se muestran las pruebas de hipótesis correspondientes. La estimación de la ecuación de cointegración se hizo utilizando la estimación por mínimos cuadrados ordinarios. Los tests de causalidad de Granger (tipo de cambio real causa las variables consideradas) se rechaza al 5% de significancia. Hay un hilo de duda con la inversión, que supera el test al nivel del 10%, pero si se emplea ese criterio, entonces los movimientos de capital de corto plazo plantean un bucle causal. El test Durbin y Watson es aceptable de acuerdo con la tabla de Savin y White, de manera que la técnica minimocuadrática es asintóticamente eficiente. Los resultados se muestran en el cuadro 11. No se incluyen los valores críticos de MacKinnon porque éstos sólo son válidos hasta seis parámetros.

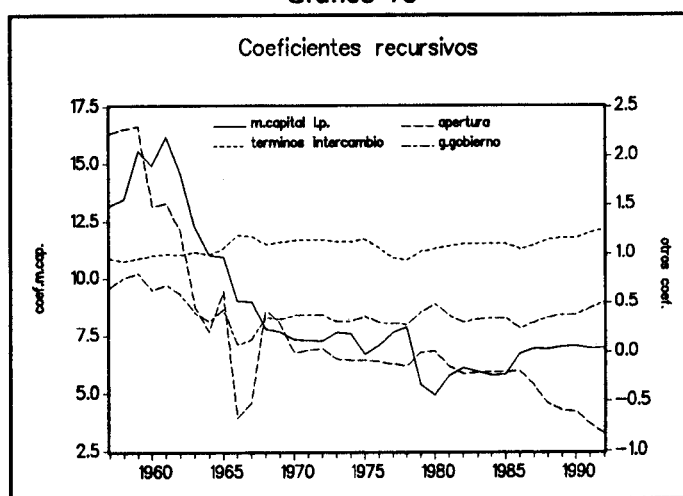
La ecuación de cointegración estimada es particularmente estable, como lo muestra el test CUSUM, para un período cercano a las tres décadas. Es un resultado notable en vista de los importantes cambios que ocurrieron en la política cambiaria, en los mercados mundiales y en las políticas comerciales.

El efecto de los términos de intercambio es el usual que incorpora los efectos ingreso y sustitución de la forma ortodoxa. El valor del coeficiente es quizá un poco alto, pero su robustez estadística en el vector de cointegración es elevada; el 95% de los

valores están en un vecindario de 0.40. Los coeficientes recursivos muestran que después de 1968 esa elasticidad es sorprendentemente estable, sin importar los sucesos de los mercados mundiales, tanto los de materias primas como de productos industriales.<sup>40</sup>

El resultado de la variable de apertura de la economía es semejante al que Elbadawi y Soto encontraron para Chile en signo algebraico, con un valor numérico algo más bajo y una significancia estadística menor. El análisis de coeficientes recursivos arroja un gran estabilidad después de un período difuso en los años dorados del Mercado Común Centroamericano y otro leve incidente a mitad de la Administración Carazo (1978-1982). Como Costa Rica no fue una economía traumáticamente protegida, y el segmento de la muestra que implica una mayor apertura sólo corresponde a unos pocos años hacia el final de la muestra, la eliminación de obstáculos al comercio resulta asociada con mayores volúmenes comerciales (ambos, importaciones y exportaciones).

Gráfico 15



La razón de gasto público al producto arroja una elasticidad baja, lo cual es compatible con la interpretación usual de que la demanda del sector público se concentra más que la del sector privado en bienes no comerciables.<sup>41</sup> Habría otra explicación, cuyo propósito de que lo precario del desequilibrio fiscal costarricense es un evento coyuntural más que permanente, pues, éste no es sostenible en una economía tan pequeña y abierta. No obstante, el sector privado sostiene que el principal problema para su competitividad internacional es el aparato estatal.

La variable inversión incluye la inversión pública y privada, ya que las cuentas nacionales no permiten la diferenciación. El coeficiente revela, como era de esperar, que los gastos de formación de capital se concentran en bienes transables. Es presumible que si se contara con la serie correspondiente sólo al sector público, el coeficiente sería menor por efectos del sector construcción en el gasto total.

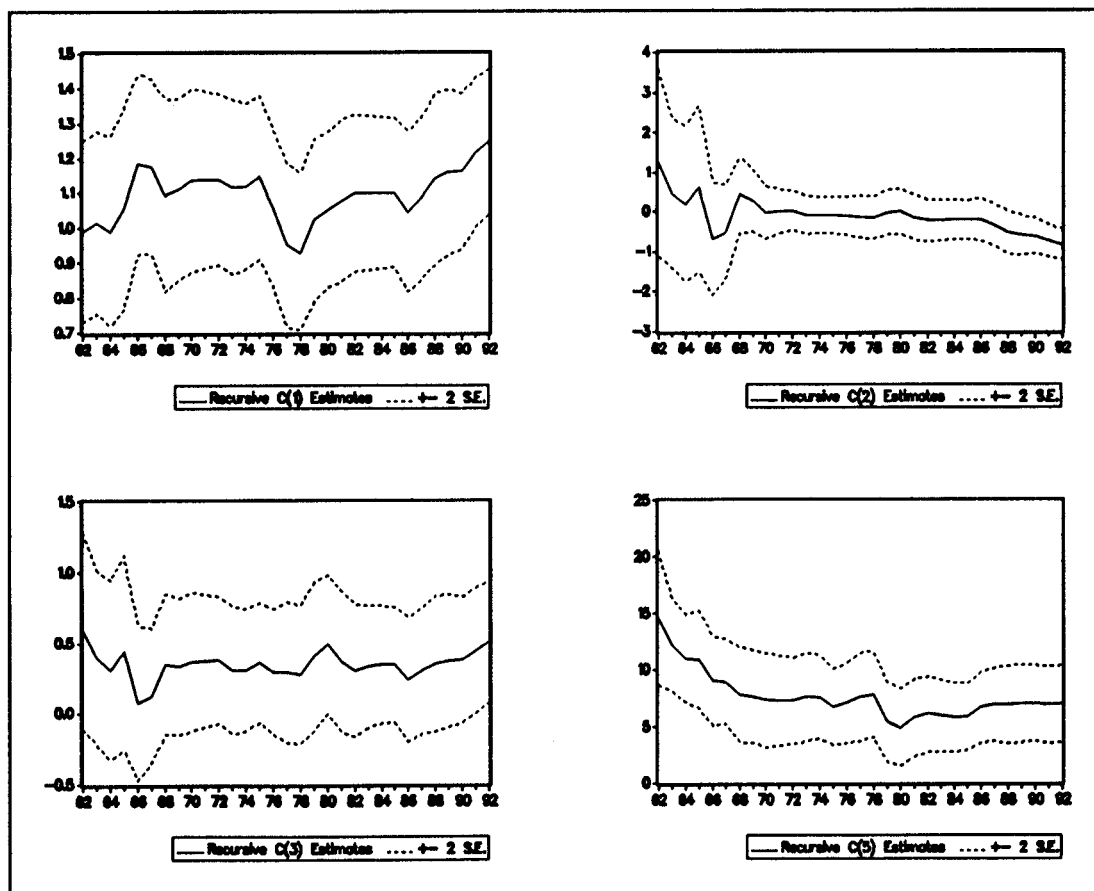
La interpretación de largo plazo de los movimientos de capital se ve confirmada en los coeficientes del vector de cointegración. La separación de los efectos de los flujos de largo y corto plazo se confirma, tanto por las discrepancias entre los valores estimados como por el nivel de significancia.<sup>42</sup> Es oportuno destacar que en contraste con esa discrepancia, los dos flujos tienen raíz unitaria semejante —como se había mencionado antes. Los movimientos de corto plazo están cerca de un bucle de causalidad en la prueba

de Granger, mientras que hay que rechazar la hipótesis de que el tipo de cambio real cause los flujos de largo plazo. Los coeficientes recursivos correspondientes a esa variable son estables, con episodios sensitivos en 1966-1968, en 1976-1980 y en 1986. En el último segmento de la muestra hay un leve crecimiento.

El resultado para la apertura contrasta con el del gasto público. En el primer caso, no se registra una diferencia importante entre la respuesta de corto y de largo plazo, mientras que, en el segundo, el efecto directo es algo menos de la mitad. Esto da lugar a una interesante dinámica de convergencia hacia el equilibrio de largo plazo.

El efecto del tipo de cambio nominal es interesante porque, de una parte, reivindica el resultado de los modelos de expectativas racionales del balance de cuenta corriente (signo algebraico negativo), y, de la otra, se confirma la superneutralidad de las variables monetarias (sus distorsiones no afectan el crecimiento de las variables reales). Es importante destacar que a la inversa de lo que aconteció con la formulación de equilibrio de largo plazo, aquí son los flujos de corto término los que resultan significativos.

Gráfico 16  
ESTIMACIÓN RECURSIVO



La ecuación que finalmente se adoptó es la que excluye los movimientos de largo plazo. En general, poco cambian los parámetros, pero la ecuación es más adecuada.

El ajuste hacia equilibrio opera de manera más rápida y robusta que en el caso chileno. Este resultado es importantísimo para efectos de política económica, porque muy fácilmente se alcanza el éxito o la ruina ante un conjunto de decisiones (monetarias o fiscales). Igualmente, la gloria o la pena duran poco en ese contexto empírico.

Cuadro 11  
ECUACIONES DE COINTEGRACIÓN Y CORRECCIÓN ERRORES

LS // Dependent Variable is LTCR		SMPL range: 1991 - 1992		
Variable	Coefficient	Std. Error	T-stat.	2-tail sig.
LTI	1.2358816	0.1070510	11.544794	0.0000
APER	-0.7783457	0.2021097	-3.8511054	0.0005
LG	0.5258629	0.2190775	2.4003511	0.0218
LKF	-0.3300695	0.2024747	-1.6301768	0.1120
KL	5.8365049	2.5831207	2.2594782	0.0302
KC	2.2055864	3.6923352	0.5973419	0.5541
F54	-1.3338863	0.3037902	-4.3908139	0.0001
R-squared	0.525387	Mean of dependent var		4.959539
Adjusted R-squared	0.444025	S.D. of dependent var		0.193477
S.E. of regression	0.144264	Sum of squared resid		0.728419
Log likelihood	25.55009	F-statistic		6.457389
Durbin-Watson stat	1.342032	Prob(F-statistic)		0.000119
LS // Dependent Variable is D(RES)		SMPL range: 1953 - 1992		
Variable	Coefficient	Std. Error	T-stat.	2-tail sig.
D(RES(-1))	0.1687524	0.1615380	1.0446608	0.3028
RES(-1)	-0.7899670	0.189664	-4.1650760	0.0002
R-squared	0.350896	Mean of dependent var		-0.006131
Adjusted R-squared	0.333815	S.D. of dependent var		0.156647
S.E. of regression	0.127856	Sum of squared resid		0.621190
Log likelihood	26.54241	F-statistic		20.54225
Durbin-Watson stat	1.855053	Prob(F-statistic)		0.000057
LS // Dependent Variable is LTCR		SMPL range: 1956 - 1992		
Variable	Coefficient	Std. Error	T-stat.	2-tail sig.
C	5.0824412	0.0448760	113.25510	0.0000
ERROR	0.8251740	0.1530741	5.3906839	0.0000
DAPER	-0.5738124	0.2503562	-2.2919841	0.0296
DLG	0.3474741	0.0958207	3.6262956	0.0011
DLKF	0.2334112	0.0711669	3.2797710	0.0028
DKL	0.3196564	0.5907399	0.5411120	0.5927
DKC	2.4494078	0.6225901	3.9342221	0.0005

Cuadro 11 (concl.)

TC	-0.0041424	0.0006744	-6.1420091	0.0000
AR(1)	0.7676820	0.1188625	6.4585709	0.0000
R-squared	0.953385	Mean of dependent var	4.952848	
Adjusted R-squared	0.940067	S.D. of dependent var	0.205124	
S.E. of regression	0.050217	Sum of squared resid	0.070609	
Log likelihood	63.33741	F-statistic	71.58336	
Durbin-Watson stat	1.653846	Prob(F-statistic)	0.000000	
LS // Dependent Variable is D(RESID)		SMPL range: 1959 - 1992		
Variable	Coefficient	Std. Error	T-stat.	2-tail sig.
(RESID(-1))	0.0459029	0.1971445	0.2328389	0.8174
D(RESID(-2))	0.2451919	0.1674880	1.4639374	0.1533
RESID(-1)	-0.4776292	0.1718863	-2.7787508	0.0092
R-squared	0.258589	Mean of dependent var	0.508655	
Adjusted R-squared	0.210756	S.D. of dependent var	8.705332	
S.E. of regression	7.733764	Sum of squared resid	1854.144	
Log likelihood	-116.2238	F-statistic	5.406092	
Durbin-Watson stat	1.990935	Prob(F-statistic)	0.009681	

Los resultados empíricos para Costa Rica proponen que ante los movimientos de capital de largo plazo no se requiere acción de política pública, pues su acción sobre la tasa de cambio real es un fenómeno de equilibrio. El efecto del gasto público, sustancialmente menor, se explica por la forma en que éste se concentra en bienes no comerciables. Una consecuencia de la magnitud de los parámetros es que una acción de esterilización requiere de un esfuerzo fiscal pleno.

El incorporar la variable apertura confirma que la liberalización comercial requirió de un tipo de cambio real más depreciado. En realidad, la experiencia costarricense es de que ambos procesos se retroalimentaron (como lo hizo también la dinámica de la tasa de interés). Por último, el modelo de Elbadawi y Soto con datos de Costa Rica mostró un efecto negativo coetáneo del tipo de cambio real mediante la ecuación de corrección de errores.

## VI. POLÍTICA ECONÓMICA EN EL CONTEXTO DE LA AFLUENCIA DE CAPITALES

Los objetivos de política económica para el año 1992 y 1993 estuvieron centrados en hacer compatible la apertura cambiaria y financiera con la estabilidad y la expansión de la producción. Tanto los objetivos de la política económica, así como los instrumentos disponibles para alcanzarlos planteaban fricciones notables. La no intervención significaba aceptar una caída más pronunciada del tipo de cambio, como la que se dio en los primeros días y que de ser permanente, hubiese erosionado la competitividad del motor del crecimiento, el sector exportador. Esto equivalía a aceptar un ajuste en el sector real ante una perturbación cuyo origen era monetario, que además, se presumía de un carácter eminentemente temporal. Es cierto que ayudó a las metas inflacionarias, pero significó aceptar un mayor desbalance comercial en el corto plazo.

En el contexto de una política de intervención activa, las autoridades enfrentaron una disyuntiva, si deseaban impedir la caída del tipo de cambio. Podían estabilizar el tipo de cambio mediante operaciones de mercado abierto en divisas sin recurrir a la esterilización monetaria o utilizar el mismo mecanismo acompañado de la esterilización de las operaciones en el mercado de divisas. Si bien ambas opciones entrañaban dificultades y limitaciones que atentaban contra objetivos previamente establecidos en materia económica, se optó por la segunda alternativa.

La política de esterilización significaba prevenir las dificultades sobre el nivel de inflación y el balance comercial, pero requería poner un piso a la baja en las tasas de interés, auxiliando así a sostener el flujo de capitales hacia el país. Adicionalmente, significaba aceptar un mayor nivel de pérdidas financieras para el Banco Central de Costa Rica, las cuales constituyen uno de los componentes más importantes del déficit fiscal consolidado (usualmente las pérdidas parafiscales difieren en cerca de medio punto porcentual del desbalance agregado y eso es mucho, no importa cómo se le mire). Al principio no hubo ninguna alteración en los encajes bancarios, ni se alteraron los impuestos ni los subsidios, más allá de lo que estaba previsto en la legislación aprobada de previo.

Durante el período que duró la afluencia de capitales, el país experimentó con dos sistemas cambiarios. El primero, heredado de 1985, basado en minidevaluaciones y el segundo de flotación controlada con total convertibilidad monetaria. En el segundo semestre de 1993 se retornó al primer sistema. El tipo de cambio ascendió bastante. En julio de 1992, se mantuvo prácticamente estable por casi un año, lo que influyó fuertemente en la tasa observada de inflación anual.<sup>43</sup>

Las autoridades desistieron de la autonomía monetaria<sup>44</sup> en aras de la estabilidad de la tasa de cambio.<sup>45</sup> Esta política tenía la ventaja de que si los flujos de capital eran de carácter eminentemente especulativo, su salida del país podría enfrentarse sin mayores contratiempos, con una pérdida equivalente de reservas monetarias internacionales. En cuanto a sus inconvenientes, en primer término, llevaba a una pérdida del control de los agregados monetarios, que obligaba a las autoridades a esterilizar la expansión monetaria con el consecuente costo fiscal. En segundo lugar, no permitía que los efectos de las tasas de interés en baja revirtieran en algo dicho proceso. En tercer lugar, la esterilización

no fue suficiente para desmonetizar la totalidad del incremento de los agregados monetarios, provocando un incremento en el nivel de gasto agregado, tanto en bienes comercializables como no comercializables.

El proceso de desgravación arancelaria se inició en abril de 1992 y llegó a su fase final un año después, los impuestos a la importación de bienes finales se establecieron en un 20% y a las materias primas en un 10%.<sup>46</sup>

Junto con el régimen de tipos de cambio estables, las tasas de interés fluctuantes desempeñaron un papel preponderante y crucial en el logro de una tasa inflacionaria más reducida. La política monetaria fue acomodaticia al déficit de la balanza comercial y la cuenta corriente; las tasas de interés se mantuvieron relativamente elevadas en 1993, en términos reales, la devaluación fue prácticamente nula en los primeros meses del año, con lo cual el capital continuó fluyendo hacia el país contribuyendo, no sólo, a financiar el desbalance comercial, sino también a acumular reservas monetarias internacionales. En este contexto la afluencia de capital y acumulación de reservas, significó para las autoridades monetarias la pérdida del control sobre los agregados monetarios y, por tanto, dificultades para cumplir con las metas estipuladas en el convenio con el FMI.<sup>47</sup>

A mediados de 1993 fue necesario instrumentar una serie de medidas correctivas de emergencia. En el mes de junio se elevaron en 6 puntos las tasas de encaje; se igualaron los encajes de los pasivos en moneda extranjera con el de las obligaciones en moneda nacional; mediante una política de persuasión moral se instó a los intermediarios financieros para que no entraran en una política de tasas de interés crecientes y descoordinadas. Adicionalmente en el mes de agosto, el Banco Central y el Ministerio de Hacienda iniciaron un proceso de elevación de las tasas de interés que incrementó en casi siete puntos porcentuales en las tasas pasivas y activas.

Se reiniciaron minidevaluaciones de 11 céntimos por día hábil durante agosto y un promedio de 9.5 céntimos diarios en los siguientes meses. Este cambio de orientación de política contribuyó a reducir el diferencial entre las tasas de interés e impidió que las tasas de interés en 1993 volvieran a los niveles que se habían alcanzado en 1991. Naturalmente, la política de esterilización, así como el piso que ella establecía sobre las tasas de interés trajeron al déficit del Banco Central de Costa Rica las consecuencias que eran de esperar.

## VII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La caída en el nivel de producción de los países desarrollados y la reducción de sus tasas de interés se constituyeron en factores externos, que, conjuntamente con los cambios estructurales a nivel interno, ayudaron a generar ingresos de capital en un monto importante. Los flujos externos de recursos tomaron la forma de inversión directa y repatriación de capitales.

Una primera consecuencia de la experiencia costarricense es que el movimiento de capitales fue aprovechado para aumentar la liberalización de la cuenta de capital y acelerar la apertura comercial. La economía presentaba deficiencias estructurales importantes al momento de ejecutar la liberalización y las dificultades y deficiencias en el área fiscal y cuasifiscal se exacerbaban.

Tampoco sirvieron los movimientos de capital para alterar el margen de intermediación financiera, ni alteró en nada el colosal grado de ineficiencia bancaria. Si fue útil para desnudar la pérdida de tiempo y recursos que significa una superintendencia con enfoques parroquiales y con legislación atrasada. Costa Rica no está preparada para el período venidero de crecimiento de la economía mundial y de tasas de interés externas crecientes. Los problemas pueden ser graves. El tema del seguro implícito está también a flor de tierra.

Es importante reconocer la experiencia de abril y mayo de 1993, cuando se redujo el diferencial a favor en tasas de interés y ello dio lugar a una salida de capitales, poniendo en evidencia que esos recursos financieros no son indiferentes a diferencial de tasas de interés. La modalidad de "oxigenización financiera" en sociedades que venían saliendo del trauma de la deuda de la década perdida significa un cambio importante de financiamiento de las actividades (en especial, las privadas) y no de endeudamiento, que ha estado ligada a la expansión de la producción, sea porque haya sido atraída por el crecimiento, sea porque lo promueve.

Es recomendable tener claras las lecciones que esta experiencia da para la política macroeconómica y para la estructura y salud del sistema financiero; en el caso de este último, la información debe ser lo más libre y amplia posible, esto parece ser un ingrediente importante y un sustituto (cercano o no) para la correcta supervisión. Simplemente, las instituciones públicas y privadas cuanto más sepan y conozcan, menos probable será que un negocio, una decisión política o un error —bienintencionado o no— de un agente financiero, ello no llegue a la luz pública. Se presupone que de una forma u otra la acción se corrija o se sancione, por el mercado en forma apropiada.

También es útil que, en casos como los movimientos de capital, las autoridades provean de información al público para que éste entienda que la mayor parte (más del 60%, expresa, Calvo *et al.*) está pasando fuera del país y que, al igual que con los "choques petroleros", hay que entender y acomodarse. Se hace un servicio importante si se es claro en este sentido.

Bastantes enseñanzas se derivan para la política macroeconómica. En primer término, las consecuencias de los choques externos, su duración y la sensibilidad del sistema económico en sus diferentes niveles de apertura son aspectos que no pueden

subestimarse. En segundo lugar, las condiciones previas son muy importantes, puesto que tanto la transparencia y equilibrio del sistema financiero contaron para recorrer el camino que se dio, así como los niveles de holgura fiscal marcaran el terreno en el cual los movimientos de capital vinieron y fueron canalizados. Las medidas de política y las oportunidades que significaron son relevantes en tercer término; la decisión de adelantar la liberación comercial y enfriar de esa forma la economía nacional fue un ejemplo de libro de texto de oportunidades aprovechadas. Está implícito en las tres consideraciones previas, y es siempre cierto, pero no sobra recordar, como cuarta enseñanza, que los sectores de la economía están interconectados y el hablar de categorías independientes es útil para entender mejor lo que pasa, pero no puede olvidarse que al final, la interrelación de mercados y escenarios está presente.

El tema de calidad de la inversión externa, de productividad, de estrategia de desarrollo, de interacción entre sector público y privado, de ganadores y perdedores frente a distintas políticas públicas o choques externos y el entorno político en que todo esto se mueve, son consideraciones que no deben perderse de vista para analizar impactos y escenarios. El tipo de sociedad que se persigue y el proyecto de desarrollo son las colinas, desde las cuales se aprecia la política económica.

### Notas

<sup>1</sup> Este sector incluye al comercio y los servicios financieros, dejando de lado los denominados servicios básicos como los transportes y otros servicios de empresas públicas.

<sup>2</sup> Ver R. Dornbusch y S. Fisher (1993).

<sup>3</sup> Vargas y Picado (1994) se plantean cuidadosamente el nexo desequilibrio fiscal-externo y se refieren tangencialmente a los otros.

<sup>4</sup> Vargas y Sáenz (1993) presentan de manera más detallada el argumento de "miopía" coyuntural de las autoridades y la sociedad. El hecho de que el fenómeno no fuera exclusivo de Costa Rica no resuelve nada, porque el Sudeste Asiático se percibió correctamente del entorno mundial y tomó las decisiones que a la postre resultaron bien.

<sup>5</sup> Véase E. Lizano (1990).

<sup>6</sup> Debe advertirse que, en el caso costarricense, un déficit de balance de pagos es comprendido generalmente como un saldo desfavorable en la cuenta corriente. En otras palabras, las partidas que integran la cuenta corriente están ubicadas por encima de la línea según esta definición. Como se verá más adelante, esta apreciación es de suma importancia al momento de analizar el contexto de la liberalización de la cuenta de capital.

<sup>7</sup> Sin embargo, los saldos de la renta de inversión directa no eran significativos dentro de la balanza de pagos.

<sup>8</sup> Esta observación plantea una interesante interrogante. Si el crecimiento de la producción está ligado al comportamiento positivo de la inversión externa directa, entonces puede suceder que el desestímulo de esta variable traiga consigo efectos perniciosos sobre el crecimiento de la producción. Desde luego, esto significa suponer que el orden de causalidad va de la inversión a la producción y no a la inversa.

<sup>9</sup> Véase MIDEPLAN (1993).

<sup>10</sup> A inicios de este período se presentó un importante debate en torno al problema de las inversiones extranjeras en Centroamérica. Existían ciertas actividades que por el monto de las inversiones que demandaban, así como la tecnología a emplear no parecían estar al alcance de los inversionistas centroamericanos, con lo cual la inversión externa parecía estar justificada. No obstante, otras inversiones extranjeras invadieron el campo de los bienes de consumo, así firmas como la *Royal*, *Colgate-Palmolive*, *Sterling Products*, pusieron en aprietos a los productores de gelatina, detergentes, galletas, textiles, pinturas, cosméticos, productos farmacéuticos y otros. Véase E. Lizano (1991) y F. Naranjo (1980).

<sup>11</sup> Las autoridades económicas establecieron un régimen cambiario de tipos de cambio múltiples, derivado de la instauración de tres mercados diferentes: el mercado oficial, el mercado preferencial y el mercado libre. Las fuentes de ingresos y salidas de divisas eran diferentes en cada uno de ellos. El mercado oficial se nutría del 10% de las divisas ingresadas por concepto de exportaciones, las cuales serían asignadas a la importación de medicinas y pago de estudios de costarricenses en el exterior. El mercado preferencial estaría abastecido por el 90% de las divisas de exportación y su destino sería el pago de la deuda externa, a la importación de artículos de la canasta básica y a los insumos agrícolas e industriales que afectarían esa canasta. Por último estaba el mercado libre donde ingresaban todas las divisas no generadas por exportaciones y que se distribuirían para el pago de deuda privada, el turismo y la importación de otros artículos. Posteriormente, el Banco Central con fundamento en los artículos 95 y 96 de su Ley Orgánica trasladó al mercado libre todas las exportaciones e importaciones, sin embargo el tipo de cambio continuó siendo fijado por el Banco Central.

<sup>12</sup> Existía un reglamento del BCCR que disponía que todas las divisas del mercado libre deben de venderse al BCCR y autorizaba la venta de divisas para transacciones corrientes.

<sup>13</sup> Calvo *et al.* (1993) plantean de manera lúcida los prolegómenos del origen de los flujos.

<sup>14</sup> Una noción convencionalmente aceptada, es que si la naturaleza de un problema económico es transitoria, la alternativa para manejarlo es el financiamiento, es decir, mediante endeudamiento. Si embargo, si la naturaleza es permanente, se requiere efectuar ajustes a nivel de la economía con el propósito de manejarlo.

<sup>15</sup> En 1990, Costa Rica no suscribió un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Al carecerse de este acuerdo, se dificultaron desembolsos de capital oficial provenientes del Banco Mundial (BIRF), el Gobierno Japonés, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Agencia Internacional para el Desarrollo y el FMI. Véase, en Delgado (1986), una caracterización más detallada del fenómeno de la condicionalidad cruzada. Adicionalmente, la renegociación y cancelación de atrasos con la banca privada internacional contribuyeron con fuertes erogaciones. Véase: BCCR (1990).

<sup>16</sup> Ciertamente es que los flujos eran privados y la deuda pública, pero por la vía de la esterilización el BCCR terminó adquiriendo dominio sobre un porcentaje considerable de esas divisas. Si era juicioso o no comprar deuda es otra cuestión, pero el orden de magnitud es importantísimo.

<sup>17</sup> Entre 1991 y 1993 la inversión directa representó 69.2%, 65% y 63% del ingreso de capital privado. Por su parte, los depósitos de residentes en el exterior representaron el 40%, 22% y 17%, respectivamente.

<sup>18</sup> Solamente en 1976 y 1977, se observaron fuertes flujos de capital privado de esta naturaleza. Sin embargo, los montos observados en aquellos años son mucho menores —37 millones de dólares y 32.2 millones de dólares— a los registrados en este trienio.

<sup>19</sup> Una constatación indirecta de este fenómeno es que el desempleo rural en 1993 es 4.2%, mientras que el urbano es del 4%. Dejando de lado cualquier error de muestreo o sesgos técnicos, no es ese el comportamiento que la literatura de desarrollo le asigna al conglomerado agricultura-ruralidad.

<sup>20</sup> Las importaciones representaron el 53.4% y 57.2% del producto interno bruto en colones constantes, tres años antes habían oscilado en 45%. En dólares, las importaciones de bienes de consumo representaron un 32% y 41% del total importado en 1992 y 1993. Cinco años antes habían oscilado en un 20%. Las importaciones de bienes de consumo duradero son las que explican el dinamismo de este grupo.

<sup>21</sup> Véase Calvo *et al.* (1993).

<sup>22</sup> Véase J. Guardia (1993).

<sup>23</sup> Véase A. Lanyi (1987).

<sup>24</sup> La magnitud del margen financiero se explica por seis razones: 1) reglamentaciones para la contratación de créditos externos; 2) de limitaciones a la entrada de nuevos intermediarios financieros al sistema; 3) poder oligopólico de ciertos intermediarios financieros; 4) subsidios a la tasa de interés; 5) readecuaciones por créditos incobrables, y 6) restricciones a la oferta de cierto tipo de instrumentos financieros.

<sup>25</sup> Véase MIDEPLAN (1993) y E. Lizano (1989).

<sup>26</sup> Una discusión completa respecto a la liberalización cambiaria y la apertura de la cuenta de capitales puede ser encontrada en J. Guardia (1992 y 1993).

<sup>27</sup> La liberalización de la cuenta de capitales se implementó en forma gradual y constituye la última fase de un proceso iniciado en 1983. Con anterioridad las autoridades habían realizado un conjunto de gestiones en materia cambiaria que allanarían el camino de la apertura nueve años después. Así se realizaron modificaciones al régimen cambiario, como las siguientes: 1) unificación de los tipos de cambio en noviembre de 1983; 2) establecimiento de un régimen de minidevaluaciones a partir de 1985 y, 3) se fue cediendo gradualmente la disponibilidad de las divisas a los exportadores e importadores.

<sup>28</sup> Las palabras del Presidente Guardia son claras "las condiciones macroeconómicas internas son, quizás, las más favorables para adoptar el cambio: el Banco Central tiene un buen nivel de reservas, la política monetaria y crediticia en el último año y las aprobadas en 1992 son prudentes, las tasas pasivas de interés en colones son suficientemente atractivas para evitar la salida de capitales, el tipo de cambio se encuentra en un nivel relativo de equilibrio, el déficit comercial se redujo en más de un 60%, se anunció ya el programa de apertura a la economía mundial, el déficit fiscal todavía es importante, pero mucho más reducido que en 1990, y los organismos financieros internacionales han declarado su intención de ayudarnos. Nunca había tenido el país una mejor oportunidad para modernizar su régimen cambiario".

<sup>29</sup> R. Bolaños (1990).

<sup>30</sup> Las reservas monetarias tendieron a crecer fuertemente a mediados de 1991 y durante todo el año siguiente. Entre junio y diciembre de 1991, el Banco Central acumuló 298 millones de dólares; entre este último mes y junio de 1992, 145 millones de dólares; y en diciembre de 1993 éstas se incrementaron en 193 millones de dólares.

<sup>31</sup> En 1990 los montos colocados en bonos fiscales alcanzaron \$64 021 millones, doce meses después la colocación de bonos se situó en \$95 277 millones, un incremento de poco menos del 50%.

<sup>32</sup> Entre diciembre de 1991 y mayo de 1992, el saldo colocado de bonos de estabilización monetaria pasó de \$32 164 millones a \$55 902 millones, exhibiendo un incremento absoluto de poco menos de un 75%.

<sup>33</sup> Los mismos títulos habían alcanzado negociaciones de \$57 865 millones y \$99 622 millones en 1989 y 1990, respectivamente. Todos estos valores son pasivos del sector público.

<sup>34</sup> Véase Morandé (1988), aunque en poco tiempo "el efecto tequila" puede volverse más famoso.

<sup>35</sup> En cuestión de pocos días, el tipo de cambio cayó de \$138.5/dólar a \$123/dólar. Esta revaluación nominal con un nivel de inflación interna del 12% y una inflación internacional de 1.7% provocó que el tipo de cambio se revaluara en términos reales.

<sup>36</sup> En efecto, en junio de 1992, las importaciones crecían en 18.6% a diciembre del mismo año exhibieron una expansión del 30.0% y en junio y diciembre de 1993, se expandieron en 32.7% y 19.1%. Las exportaciones por su parte exhibieron tasas de variación moderadas al expandirse en 16.1%, 14.5%, 12.0% y 12.8% durante el mismo período. Empero, el déficit comercial alcanzaba niveles importantes, el acumulado en los últimos doce meses se ubicó en 326 millones de dólares en junio de 1992, 609 millones de dólares en diciembre del mismo año, y alcanzó niveles de 425 millones de dólares y 839 millones de dólares en junio y diciembre de 1993.

<sup>37</sup> Una hipótesis en este sentido fue formulada en CEFA (1993).

<sup>38</sup> Si se define el costo de producción en dólares como la diferencia entre el salario nominal con respecto a la productividad y la devaluación cambiaria, es concebible que el fuerte ajuste del tipo de cambio en 1991, haya estado por encima de la disminución de la productividad y la revaluación del tipo de cambio del año siguiente, lo que puede traer consigo una reducción de las ganancias de los exportadores, pero no una pérdida de competitividad de las exportaciones en los años siguientes. Adicionalmente, la revaluación fungió como un fenómeno de corto plazo, que no constituye un indicador correcto para variar los patrones de producción que tienen un carácter más permanente.

<sup>39</sup> Todos los detalles numéricos aparecen en Elbadawi y Soto (1994), incluso, la formulación del término empíricamente verificable y la aproximación a los niveles sostenibles.

<sup>40</sup> El período incluye un auge del café, del banano y del azúcar, tres crisis petroleras y enormes fluctuaciones en la tasa de interés.

<sup>41</sup> Véase, en Vargas y Picado (1994), un análisis más detallado de la interacción entre las cuestiones hacendarias y las del sector externo.

<sup>42</sup> Una manera de apreciar la diferencia entre ambas elasticidades es apartarse de la estimación puntual en favor de intervalos de confianza. Mientras el verdadero valor del efecto de los capitales de largo plazo se encuentra entre 0.60 y 11.06 (con una probabilidad del 95%), el de los capitales de corto plazo alcanza un valor máximo cercano (9.70), el límite inferior llega hasta -5.38. La diferencia es enorme porque para este último flujo no hay certeza de si aprecia el tipo de cambio real o ocurre todo lo contrario. Por ello, se descarta esa primera estimación y se continúa trabajando con una especificación que excluye ese término y que corresponde a la interpretación de equilibrio de largo plazo que se había postulado.

<sup>43</sup> Al producirse la liberalización cambiaria, el tipo de cambio nominal tendió a caer paulatinamente, de ₡136.6/dólar en febrero de 1992 llegó a ₡123/dólar en junio del mismo año. Entre junio y julio ascendió de ₡123.4 a ₡135/dólar, un incremento del 9.4%. Desde luego, esta conducta dejó muchas dudas acerca de cuán imperfecto era el mercado cambiario costarricense. Para el cierre de 1992, se produjo una apreciación de 8% y el déficit de la balanza comercial llegó a 609 millones de dólares. Entre diciembre de 1992 y mayo de 1993 la devaluación nominal fue de 0.8% y se aceleró de tal forma que para fin de año llegó a un 10%.

<sup>44</sup> Esta política estaba en línea con el nuevo esquema cambiario, conforme a cual las autoridades se habían comprometido a intervenir en el mercado para suavizar las fluctuaciones del tipo de cambio, vendiendo divisas cuando la demanda era elevada, y comprándolas cuando la oferta se reducía.

<sup>45</sup> Durante el año 1992 el Banco Central realizó compras de divisas por alrededor de 309 millones de dólares, y en la primera parte de 1993 por un monto equivalente a 86 millones de dólares. En este contexto las reservas monetarias del Banco Central tendieron a crecer fuertemente.

<sup>46</sup> Con excepción del calzado, textiles y vestuario que completaron la desgravación en diciembre de 1994. Véase MIDEPLAN (1994).

<sup>47</sup> En los primeros cinco meses de 1993 se produjeron entradas de capital externo que provocaron una monetización de ₡21.000 millones. Este elemento aunado a una menor demanda de recursos en los primeros meses del año por parte del gobierno contribuyó a reducir las tasas de interés. En este mismo período, entre enero y junio, se colocaron aproximadamente ₡20.562 millones en bonos de estabilización monetaria. No obstante, el crédito continuó expandiéndose a tasas del 50%, muy superiores a lo pactado en el convenio con el FMI, y el déficit esperado de la balanza comercial se acercó a los 850 millones de dólares.

## BIBLIOGRAFÍA

- Badilla, M.A. y N. Montiel (1991), "Participación de los factores en el comercio exterior de Costa Rica a la luz de la teoría de la proporción de factores en *Revista Ciencias Económicas*, vol. XI, 1-2.
- BCCR (1990), "Balanza de pagos de Costa Rica", Sección de Balanza, Banco Central de Costa Rica, San José.
- \_\_\_\_\_ (1993), *Memoria anual 1993*, Tomo I: El Banco Central de Costa Rica y su participación en la economía nacional, Banco Central de Costa Rica, San José.
- Bolaños, R. (1990), "El costo del capital, la inflación y la política impositiva en Costa Rica" en González, C. y E. Camacho, *Políticas Económicas en Costa Rica*, Tomo I, San José: Academia de Centroamérica y Ohio State University.
- \_\_\_\_\_ (1992), "Cómo bajar las tasas de interés en Costa Rica" Informativo Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica, San José.
- CEFSA (1991), "Situación económica en 1990 y perspectivas para 1991", Montes de Oca.
- \_\_\_\_\_ (1992), "Costa Rica: revisión del pronóstico económico 1992", agosto.
- \_\_\_\_\_ (1993), "Costa Rica: situación económica en 1992 y perspectivas para 1993", Montes de Oca: Consejeros Económicos y Financieros S.A., febrero.
- Calvo, G.A., L. Leiderman y C.M. Reinhart (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America," *IMF Staff Papers*, vol. 40, marzo.
- Chávez, R. (1991), "Sugerencia para una estrategia de ajuste de precios de bienes regulados por ley", Servicio Nacional de Electricidad, San José.
- Chuhan, P., S. Claessens y N. Mamingi (1994), "Equity and bond flows to Asia and Latin America," WPS 1160, Washington, D.C., The World Bank.
- Delgado, F. y J.R. Vargas (1991), "El déficit cuasifiscal de la banca central en Costa Rica: 1985-1989", serie *Política fiscal*, 19, CEPAL/PNUD, Santiago de Chile.
- Dornbusch, R. y S. Fisher (1993), "Moderate inflation" en *The World Bank Economic Review*, volumen 7, 1.
- Edwards, S. (1989), *Real exchange rates, devaluation and adjustment*, Cambridge: MIT Press.
- Elbadawi, I.A. (1993), "Estimating long-run equilibrium real exchange rates," Mimeo, *The World Bank*.
- Elbadawi, I.A. y R. Soto (1994), "Capital flows and long-term equilibrium real exchange rates in Chile," WPS 1306, Washington, D.C. The World Bank.
- Engle, R.F. y C.W.J. Granger (1987), "Cointegration and error correction", *Econometrica*, vol. 55.
- Frankel, J. (1994), "Esterilización del ingreso de divisas: ¿difícil (Calvo) o fácil (Reisen)?" en Steiner, R. *Afluencia de capitales y estabilización en América Latina*, Tercer Mundo, Santafé de Bogotá.
- Guardia, J. (1992), *Reformas al régimen cambiario*, Banco Central de Costa Rica, San José.

- \_\_\_\_\_ (1993), *Colección de ensayos: del cambio fijo a la liberalización cambiaria*, San José: Litografía e Imprenta Lil S.A.
- Gutiérrez, F. de P. (1993a), "Comentarios a la carta de intenciones suscrita entre el Gobierno de Costa Rica y el Fondo Monetario Internacional", Seminario CEFSA, junio.
- \_\_\_\_\_ (1993b), "Vaivén político", diario *La Nación*, 3 de septiembre de 1993, p. 15A.
- Hall, R.E., J. Johnston y D.M. Lilien (1990), *MicroTSP User's Manual*, Irvine.
- Johnsen, H. y K. Juselius (1992), "Testing structural hypothesis in a multivariate cointegration analysis of the PPP and the UIP for UK," *Journal of Econometrics*, 53.
- Lanyi, A. (1987) "Problemas de los flujos de capital a países en desarrollo" en *Finanzas y Desarrollo*, septiembre.
- Lieberman, L. y F. de P. Gutiérrez (1990), "Análisis del impacto de la crisis del petróleo sobre la economía nacional", Seminario Consejeros Económicos y Financieros S.A., octubre.
- Lizano, E. (1971), "El problema de las inversiones extranjeras en centroamérica" en *Comentarios sobre economía nacional*, Publicaciones de la Universidad de Costa Rica, Serie de Economía y Estadística 35. Ciudad Universitaria Rodrigo Facio.
- \_\_\_\_\_ (1984), "Dos opciones de política económica", Diario *La Nación*, 27 y 29 de junio de 1993, p. 15A.
- \_\_\_\_\_ (1989), "Desde el Banco Central". Serie *Comentarios sobre asuntos económicos*, 60. Banco Central de Costa Rica, San José.
- \_\_\_\_\_ (1990), *Programa de ajuste estructural*, Academia de Centroamérica, San José.
- MIDEPLAN (1993), *Costa Rica: balance del ajuste estructural 1985/1991*, Ministerio de Planificación Nacional y Política Económica, San José.
- \_\_\_\_\_ (1994), "Panorama económico de Costa Rica 1993", Dirección de Política Económica y Social. San José, marzo.
- Morandé, F. (1988), "Domestic currency appreciation and foreign capital inflows: what comes first? (Chile 1977-82)", *Journal of International Money and Finance*, vol. 7.
- Naranjo, F. (1980), "Análisis y diagnóstico de la situación económica actual" en *Los problemas económicos del Desarrollo en Costa Rica*, Editorial EUNED, San José.
- Perron, P. (1989), "The great crash, the oil price shocks and unit root hypothesis," *Econometrica*, vol. 57.
- Presidencia de la República (1994), "La crisis fiscal y la necesidad de un acuerdo nacional", Zapote.
- Reinhart, C. (1994), *Commodity prices models*, mimeo.
- Vargas, J.R. y R. Picado (1994), "Aspectos macroeconómicos del déficit fiscal" en Brenes y Vargas, *Aspectos macroeconómicos de la reforma del Estado*, Ministerio de Hacienda, San José.
- Vargas, J.R., R. Picado y O. Sáenz (1992), "El modelo macro: un instrumento para la proyección económica", *Revista Ciencias Económicas*, vol. XII, 2.
- \_\_\_\_\_ (1993), "Evaluación objetiva del ajuste estructural" en MIDEPLAN.
- \_\_\_\_\_ (1994), *Costa Rica en cifras, 1950-1992*, MIDEPLAN-PNUD, San José.

Anexo

Null hypothesis:	F-statistic	Probability
LTCR is not Granger Caused by KC	3.452585	0.0159
KC is not Granger Caused by LTCR	2.132446	0.0933
LTCR is not Granger Caused by KL	2.416832	0.0630
KL is not Granger Caused by LTCR	0.406467	0.8399
LTCR is not Granger Caused by LKF	0.932335	0.4763
LKF is not Granger Caused by LTCR	0.641463	0.6702
LTCR is not Granger Caused by LG	3.183523	0.0225
LG is not Granger Caused by LTCR	1.383482	0.2629
LTCR is not Granger Caused by APER	2.795065	0.0377
APER is not Granger Caused by LTCR	1.094625	0.3870
LTCR is not Granger Caused by LTI	2.553980	0.0482
LTI is not Granger Caused by LTCR	1.038128	0.4267
<b>Engle-Granger Cointegration Test: UROOT(T.2)</b>		
<b>--Cointegrating Vector--</b>		
LTCR	1.000000	
LG	-0.988656	
TREND	0.024696	
<b>Dickey-Fuller t-statistic-2.4884</b>		
<b>--Cointegrating Vector--</b>		
LTCR	1.000000	
LTI	0.405731	
TREND	0.015216	
<b>Dickey-Fuller t-statistic-2.0457</b>		
<b>--Cointegrating Vector--</b>		
LTCR	1.000000	
APER	0.555071	
TREND	0.004857	
<b>Dickey-Fuller t-statistic-1.5909</b>		
<b>--Cointegrating Vector--</b>		
LTCR	1.000000	
KC	-5.433296	
TREND	0.011226	
<b>Dickey-Fuller t-statistic-1.3542</b>		
<b>--Cointegrating Vector--</b>		
LTCR	1.000000	
LKF	-0.317639	
TREND	0.014378	
<b>Dickey-Fuller t-statistic-1.4198</b>		
<b>--Cointegrating Vector--</b>		
LTCR	1.000000	
KL	-3.212601	
TREND	0.012978	
<b>Dickey-Fuller t-statistic-1.3236</b>		
<b>MacKinnon critical values:</b>		
1%	-4.7472	
5%	-4.0324	
10%	-3.6832	

### **Serie Financiamiento del desarrollo\***

- | <b>No.</b> | <b>Título</b>  |
|------------|--|
| 1          | "Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988)" (LC/L.522), noviembre de 1989   |
| 2          | "Ahorro e inversión bajo restricción externa y focal. El caso de Chile 1982-1987" (LC/L.526), diciembre de 1989  |
| 3          | "Los determinantes del ahorro en México" (LC/L.549), febrero de 1990   |
| 4          | "Ahorro y sistemas financieros: experiencia de América Latina. Resumen y conclusiones" (LC/L.553), abril de 1990   |
| 5          | "La cooperación regional en los campos financiero y monetario" (LC/L.603), noviembre de 1990   |
| 6          | "Regulación del sistema financiero y reforma del sistema de pasivos: experiencias de América Latina" (LC/L.609), enero de 1991   |
| 7          | "El leasing como instrumento para facilitar el financiamiento de la inversión en la pequeña y mediana empresa de América Latina" (LC/L.652), noviembre de 1991   |
| 8          | "Regulación y supervisión de la banca e instituciones financieras" (LC/L.655), noviembre de 1991   |
| 9          | "Sistemas de pensiones de América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma" (LC/L.656), noviembre de 1991   |
| 10         | "¿Existe aún una crisis de deuda latinoamericana?" (LC/L.664), diciembre de 1991   |
| 11         | "La influencia de las variables financieras sobre las exportaciones bajo un régimen de racionamiento de crédito: una aproximación teórica y su aplicación al caso chileno" (LC/L.721), noviembre de 1992 |
| 12         | "Las monedas comunes y la creación de liquidez regional" (LC/L.724), diciembre de 1992   |
| 13         | "Análisis estadístico de los determinantes del ahorro en países de América Latina. Recomendaciones de política" (LC/L.755), junio de 1993  |
| 14         | "Regulación, supervisión y desarrollo del mercado de valores" (LC/L.768), julio de 1993  |
| 15         | "Empresas de menor tamaño relativo: algunas características del caso brasileño" (LC/L.833), mayo de 1994   |

---

\* El lector interesado en números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Financiamiento de la División de Comercio Internacional, Transporte y Financiamiento, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago de Chile.

- 16 "El acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento y el programa nacional de apoyo a la PYME del Gobierno chileno: balance preliminar de una experiencia" (LC/L.834), mayo de 1994
- 17 "La experiencia en el financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Costa Rica" (LC/L.835), mayo de 1994
- 18 "Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México" (LC/L.843), junio de 1994
- 19 "Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993" (LC/L.839), mayo de 1994
- 20 "Situación y perspectivas de desarrollo del mercado de valores del Ecuador" (LC/L.830), junio de 1994
- 21 "Integración de las bolsas de valores en Centroamérica" (LC/L.856), agosto de 1994
- 22 "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos" (LC/L.853), agosto de 1994
- 23 "Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile" (LC/L.854), agosto de 1994
- 24 "Corrientes de fondos privados europeos hacia América Latina: hechos y planteamientos" (LC/L.855), agosto de 1994
- 25 "El movimiento de capitales en la Argentina" (LC/L.857), agosto de 1994
- 26 "Repunte de los flujos de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas" (LC/L.859), agosto de 1994
- 27 "Flujos de capital: el caso de México" (LC/L.861), agosto de 1994
- 28 "El financiamiento latinoamericano en los mercados de capital de Japón" (LC/L.862), agosto de 1994
- 29 "Reforma a los sistemas de pensiones en América Latina y el Caribe" (LC/L.879), febrero de 1995
- 30 "Acumulación de reservas internacionales: sus causas efectos en el caso de Colombia" (LC/L.901), julio de 1995
- 31 "Financiamiento de las unidades económicas de pequeña escala en Ecuador" (LC/L.903), septiembre de 1995
- 32 "Acceso de la pequeña y microempresa al sistema financiero en Bolivia: situación actual y perspectivas" (LC/L.907), septiembre de 1995
- 33 "Private international capital flows to Brazil" (LC/L.909), septiembre de 1995
- 34 "Políticas de financiamiento de las empresas de menor tamaño: experiencias recientes en América Latina" (LC/L.911), octubre de 1995
- 35 "Flujos financieros internacionales privados de capital a Costa Rica" (LC/L.914), octubre de 1995