



DÉCIMOTERCER INFORME SOBRE EL ESTADO DE LA NACIÓN

Informe Final

El régimen de banda cambiaria: hacia la flexibilidad cambiaria y el control de la inflación

Investigadores¹:
Mariela Mora Arias
Eduardo Prado Zúñiga



Nota: El contenido de esta ponencia es responsabilidad del autor. El texto y las cifras de las ponencias pueden diferir de lo publicado en el Decimotercer Informe sobre el Estado de la Nación en el tema respectivo, debido a revisiones posteriores y consultas. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

¹ Con la colaboración del economista Eduardo Méndez Quesada.

Introducción

La valoración minuciosa de los diferentes esquemas cambiarios tratados en la literatura, el estudio de las experiencias de varios países que recientemente han modificado sus regímenes monetarios y cambiarios y la evaluación de la experiencia en esos campos para la economía costarricense llevaron a las autoridades del Banco Central de Costa Rica a seleccionar un régimen de banda cambiaria como sistema alternativo al de minidevaluaciones que rigió hasta mediados de octubre del 2006².

Esta decisión la tomó el Banco Central de Costa Rica en un contexto de un proyecto de modernización de la política monetaria denominado “Esquema de Meta Explícita de Inflación para Costa Rica” (EMEICR), que contempla las acciones que se deben ejecutar en materia de política monetaria y cambiaria para reducir la tasa de aumento del nivel de precios en el mediano plazo bajo este esquema monetario. Un elemento esencial del proyecto es la reconsideración del esquema de política cambiaria debido a que el régimen monetario al que se pretende migrar requiere justamente de un grado importante de flexibilidad del tipo de cambio. La ausencia de compromiso cambiario incrementaría la autonomía monetaria del Banco con el objetivo de controlar el aumento de los precios internos.

La estrategia cambiaria se ha delineado con la intención de permitir una salida ordenada y gradual desde el sistema de minidevaluaciones, régimen que operó desde 1984 con excepción de algunos meses a inicios de 1992 que rigió un esquema de flotación, hacia una liberalización cambiaria amplia en un plazo relativamente moderado, utilizando como transición un esquema de bandas que se vayan ampliando paulatinamente. Las acciones propuestas se basan en las premisas de flexibilidad, de gradualidad y de transparencia como se comenta más adelante en este informe.

Con el fin de que la sociedad costarricense conozca en detalle los cambios recientes introducidos por las autoridades del Banco Central de Costa Rica, se exponen seguidamente los conceptos generales relativos al tipo de cambio y la política cambiaria, la experiencia bajo la vigencia del régimen de las minidevaluaciones, las razones de su abandono, la adopción de un nuevo esquema monetario y cambiario y finalmente, los primeros resultados de la puesta en práctica del nuevo régimen de banda cambiaria.

² Algunas de esas investigaciones están disponibles en el sitio Web del Banco y han servido para que los encargados de la toma de decisiones, académicos, estudiantes y el público en general se formen criterio sobre la viabilidad y la conveniencia de estas opciones de política en el país.

Tipo de cambio, política y régimen cambiario

El tipo de cambio nominal es el número de unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera, la cual para muchos países se expresa normalmente en referencia al dólar de los Estados Unidos de América.

Como cualquier otro precio de la economía, el tipo de cambio tiene variaciones a lo largo del tiempo. Así una disminución del precio de la divisa corresponde a una apreciación de la moneda nacional, ya que para obtener la misma cantidad de dólares se requieren menos colones, entonces decir que la moneda local se apreció es lo mismo que decir que el tipo de cambio bajó. En contraste, el alza del tipo de cambio corresponde con una depreciación de la moneda local puesto que se necesita más moneda nacional para comprar una unidad de moneda extranjera.

En el caso de un país pequeño y abierto como Costa Rica, el tipo de cambio cumple una función dual en el logro de objetivos económicos. Sus fluctuaciones pueden coadyuvar a alcanzar y a mantener la competitividad con el exterior y una posición sostenible de balanza de pagos y, al mismo tiempo, su estabilidad puede servir como ancla para los precios internos. En el primer caso, la depreciación (aumento del tipo de cambio nominal), estimula la oferta interna a favor de los bienes y servicios exportables y reduce la demanda agregada de las importaciones, lo cual mejora el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Con el fin de mantener la competitividad, los países deben procurar que el tipo de cambio no se desvíe significativamente de su “nivel de equilibrio”, entendido como el valor externo de la moneda que está en línea con los fundamentales económicos del país; más específicamente, dada la estructura de la economía doméstica y la situación de la economía mundial, el tipo de cambio de equilibrio sería aquél compatible con el balance en las cuentas externas del país³ y con el equilibrio interno.

Por otra parte, el tipo de cambio puede servir como ancla nominal de la inflación⁴ pues sus variaciones ejercen influencia sobre el nivel de precios internos a través del impacto directo sobre el valor de los bienes transables e indirecto sobre los costos del componente importado de los bienes no transables. En este sentido, la estabilidad cambiaria podría ser beneficiosa al promover estabilidad de precios; no obstante, podría atender contra los objetivos de balance externo y de competitividad, en los casos en que

³ El equilibrio externo se asocia con un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos sostenible, esto es, que puede ser financiado con entradas de capital de mediano y largo plazo, de manera que no generen presiones indebidas sobre el tipo de cambio, incrementos excesivos de la deuda externa o pérdidas elevadas de reservas monetarias internacionales.

⁴ En general, un ancla nominal es una restricción sobre la discrecionalidad de la política monetaria que pretende reducir el problema de inconsistencia temporal de la política que surge cuando los políticos persiguen objetivos de corto plazo en detrimento de los de largo plazo. En el plano cambiario, este mecanismo ha consistido en fijar el valor de la moneda nacional en términos de la de un país con baja inflación con el fin de mantener bajo control la tasa de inflación, anclar las expectativas de precios y de tasas de interés, proveer una regla automática para el manejo de la política monetaria y hacerla más transparente para los agentes económicos.

difieran, por periodos prolongados, las tasas de inflación internas con las de los principales socios comerciales.

A pesar de que el tipo de cambio nominal es un indicador importante en la economía, es más relevante el concepto de tipo de cambio real. Este indicador corresponde a la relación entre los precios de los bienes comerciables y los precios de los bienes no comerciables. Sin embargo, las dificultades conceptuales y prácticas que existen para definir los bienes y servicios que se entienden como transables y no transables, han conllevado al desarrollo de metodologías alternativas para estimar el tipo de cambio real. Una aproximación, es la versión relativa de la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA), la cual propone que las variaciones del tipo de cambio deben compensar al diferencial entre la inflación del país y la del resto del mundo.

Ahora bien, la política cambiaria consiste en la intervención de las autoridades en el curso de diversas variables económicas en particular, mediante la compra y venta de divisas, con el propósito de procurar un tipo de cambio acorde con determinados objetivos económicos. Se deriva entonces, que la política cambiaria es una de las principales acciones que determinan el resultado del sector externo de un país y, por ese mecanismo, influye en las variaciones de la oferta monetaria (en economías con sistemas cambiarios fijos o relativamente fijos). Por ello, es cada vez más necesario que los bancos centrales mejoren el diseño y definición de la política cambiaria, pues afecta el manejo monetario de manera fundamental y requiere, por consiguiente, la coordinación con el resto de la política económica.

El mecanismo seleccionado por un país para determinar el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda nacional es su régimen cambiario, el cual puede ser con mucho o poco control del Banco Central. En este sentido, existen varios regímenes cambiarios, entre otros, destacan: el de tipo de cambio fijo asociado a un banco central se compromete a mantener el precio de la divisa en un valor constante; el de minidevaluaciones o tipo de cambio reptante (crawling peg) en que el valor del tipo de cambio se ajusta o cambia poco pero de manera continua; el de banda cambiaria que corresponde con aquel en que el tipo de cambio puede variar pero dentro de cierto rango establecido por la autoridad monetaria y finalmente; el flotante o flexible donde el banco central no se compromete con algún valor y permite que sea el mercado el que determine libremente el precio con ninguna (flotación libre) o poca intervención estatal (flotación administrada).

El régimen de las minidevaluaciones

La experiencia de Costa Rica en materia de tipo de cambio ha sido bastante amplia al haber regido varios esquemas cambiarios. Hasta finales de 1980 prevaleció uno de tipo de cambio fijo al estilo del Acuerdo de Bretton Woods, caracterizado por esporádicas devaluaciones. Bajo este esquema los gobiernos eran reticentes a realizar los ajustes cambiarios pues las devaluaciones se asociaban con el fracaso de las políticas económicas vigentes. En los años de la crisis económica coexistió un sistema de tipos

de cambio múltiples y un mercado informal de moneda extranjera que, en algunos períodos, mantuvo un margen considerable en relación con el tipo de cambio oficial.

El programa de estabilización económica implementado para superar la crisis conllevó a la adopción en 1984 de una política cambiaria menos rígida, donde el tipo de cambio comenzó a variarse periódicamente y por montos pequeños, lo que marcó el inicio del esquema cambiario de minidevaluaciones. Este régimen logró consolidarse por la conciencia en el país de que el tipo de cambio no debía establecerse arbitrariamente, ni mucho menos por vía legal, pues dependía de la evolución de muchos factores. Con este mecanismo el Banco Central influía de manera directa e indirecta en el valor de la divisa con el objetivo de que mantuviera un nivel real relativamente constante, basado principalmente en el criterio de Paridad del Poder Adquisitivo. Los objetivos de este régimen fueron congruentes con la continuación del proceso de ajuste estructural, entre los que se encontraban los siguientes propósitos: aumentar la competitividad de las exportaciones, promover las entradas de capital, buscar el equilibrio de la balanza de pagos, hacer un uso más racional de las reservas monetarias internacionales, insertar la economía nacional en el mercado mundial y, a la vez, adecuar el régimen cambiario a las condiciones prevalecientes en el sistema monetario internacional.

El régimen de minidevaluaciones conllevó en su aplicación ciertas ventajas y desventajas. Entre los elementos positivos destacan reducir la incertidumbre con respecto al valor del tipo de cambio futuro, contribuyó al proceso de estabilización posterior a la crisis de la deuda, permitir, bajo un proceso gradual, aproximar el tipo de cambio observado al nivel de equilibrio y finalmente, ayudar a mantener la competitividad internacional del país al evitar que la moneda nacional se apreciara en términos reales.

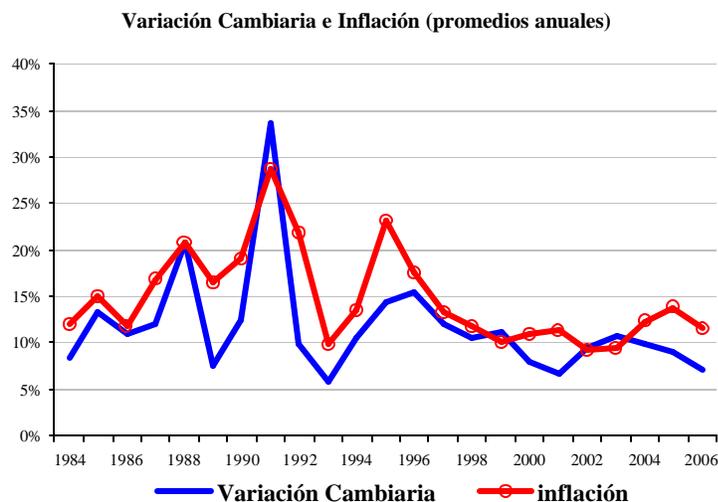
En cuanto a las desventajas pueden señalarse la inercia inflacionaria que genera el que los agentes económicos incorporen las devaluaciones esperadas en los ajustes de precios de los transables, la reducción de la incertidumbre cambiaria que induce el ingreso de capitales de corto plazo, la intervención esterilizada derivada de las operaciones cambiarias del Banco Central que genera elevados costos financieros para la Institución y por tanto reduce la efectividad de mediano y largo plazo de la política monetaria, el estímulo a la dolarización de los depósitos y del crédito la cual aumenta la vulnerabilidad del sector financiero ante los riesgos cambiarios y, la restricción para el Banco Central de llevar a cabo una política monetaria independiente⁵, en especial en presencia de una apertura significativa de la cuenta de capitales de la balanza de pagos.

⁵ La independencia monetaria la alcanza un banco central al poder encauzar todos sus esfuerzos a tratar de procurar la estabilidad de precios, sin que para ello interfiera ningún otro objetivo como podría ser la estabilidad del tipo de cambio.

Principales efectos económicos del régimen de minidevaluaciones

El régimen cambiario de ajustes pequeños y periódicos en el tipo de cambio nominal tiene como una de sus críticas el efecto directo de transmisión hacia la inflación vía los precios de los bienes y servicios transables. Como se puede observar en el gráfico adjunto, para el periodo 1984-2006, existe una correlación alta (0,77) entre la variación del tipo de cambio y la inflación en Costa Rica.

Gráfico 1



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Algunas de las investigaciones realizadas por el Banco Central de Costa Rica respaldan esos resultados; entre otras, la de León, Morera y Ramos (2000)⁶, estimó el coeficiente de “pass through”⁷ (efecto traspaso del tipo de cambio a los precios) para el periodo 1991-2001 en 16% con dos meses de rezago, en tanto que la magnitud del mismo para el largo plazo alcanzaba un valor cercano al 55%.

Durán, Laverde y León (2002)⁸ estimaron los coeficientes de “pass through”, para el lapso enero de 1991 a marzo del 2002, para bienes transables en 13% y 68% para el corto y el largo plazo respectivamente, mientras que para los bienes no transables esos indicadores ascendieron a 10% y 52%.

Por otra parte, el seguimiento de la política cambiaria se apoya en el indicador Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral (ITCER; 1997=100) el cual toma en cuenta los diferenciales inflacionarios entre Costa Rica y sus principales socios comerciales

⁶ DIE-DM-11-2001-DI, León Jorge, Morera Ana P., Ramos Welmer, diciembre 2001 “El Pass Through del Tipo de Cambio: Un análisis para la economía costarricense de 1991 al 2001”.

⁷ El efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre la inflación interna. En español este fenómeno se denomina traspaso de los movimientos del tipo del cambio nominal a la inflación

⁸ DIE-05-2002-DI, Durán Rodolfo, Laverde Bernal, León Jorge, junio 2002 “Pass Through del Tipo de Cambio en los Precios de Bienes Transables y no Transables en Costa Rica”.

además de las variaciones de los tipos de cambio de las monedas de esos países con respecto al dólar de los Estados Unidos.

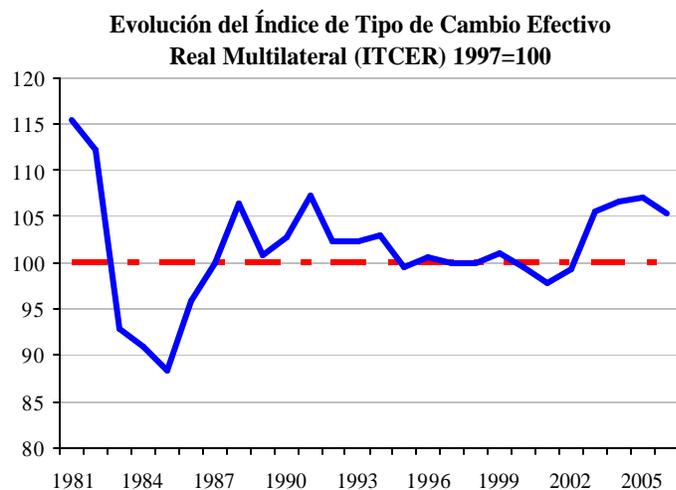
La aplicación del sistema de minidevaluaciones acumuló en el lapso 1983-1988 una devaluación nominal del colón de alrededor del 49%, la cual contribuyó a que el ITCER registrara una depreciación en términos reales de 15% con respecto al período base. Esta depreciación de la moneda nacional fue congruente con el objetivo de restituir la pérdida en la competitividad que sufrieron las exportaciones a finales de los años setenta y principios de los ochenta como resultado de la apreciación real del colón, compensar el deterioro en los términos internacionales de intercambio que se había observado varios años atrás, contribuir a incrementar y diversificar las exportaciones nacionales, generar recursos para hacerle frente al servicio de la deuda pública externa y compensar la reducción en los niveles de protección arancelaria⁹.

En el período 1989-1991, el ITCER continuó mostrando una depreciación real de la moneda nacional. En el periodo 1992-2002, la política cambiaria tendió a ser mayormente neutral, en términos de no afectar la competitividad de las exportaciones, pues el indicador del tipo de cambio efectivo real se mantuvo cercano a 100, lo que significó que las acciones en materia cambiaria tendieron relativamente a mantener la competitividad de los sectores domésticos que producen bienes para el mercado internacional a pesar del deterioro mostrado por los términos internacionales de intercambio¹⁰. A partir del 2002 el ITCER se situó por encima del 100%, como resultado de que las disminuciones en los diferenciales de inflación interna y externa no se tradujeron en menores devaluaciones nominales de la moneda nacional.

⁹ En el lapso 1986-1991, la reducción arancelaria a las importaciones registró 15,4% en contraste con la depreciación en términos reales de la moneda nacional de 11,8%. Lo anterior indica que el abaratamiento de los bienes importados fue compensado en gran medida por el ajuste en el tipo de cambio. En el período 1992-2000 la rebaja arancelaria registró 41,2% en tanto que el colón se apreció 2,8% en términos reales, lo que indica que la rebaja en los precios de las importaciones no fue compensada con una alza en el tipo de cambio. Los datos corresponden al arancel medio ponderado por las importaciones gravadas respecto al total.

¹⁰ En el período 1983-1986, los términos de intercambio registraron una mejora de aproximadamente 34 puntos porcentuales, producto tanto del aumento de los precios de los bienes exportables y una caída de los importables. Para los restantes años de la década de los ochenta y los noventa, la relación de intercambio se deterioró y en el 2000 el indicador se redujo significativamente ante los incrementos en los precios de los hidrocarburos y principalmente la caída en las cotizaciones de café y banano. Datos calculados con base en las estadísticas de comercio exterior que elabora el Instituto Nacional de Estadística y Censos. A partir de 1989, las cifras corresponden a cálculos del Banco Central.

Gráfico 2



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

León, Méndez, y Prado (2002)¹¹ contrastan el indicador de tipo de cambio real (ITCER) de Costa Rica, con aproximaciones del tipo de cambio real de equilibrio mediante el enfoque BEER (Behavioral Equilibrium Exchange Rate)¹² y el enfoque FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate)¹³ para el lapso 1991:1 al 2003:1. Los resultados de las estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio permitieron determinar un ajuste bastante aceptable del indicador ITCER con las estimaciones realizadas hasta 1999, resultados que variaron para el periodo 2000-2003, cuando el indicador de tipo de cambio real mostró alguna depreciación o subvaluación real de la moneda nacional en contraste con las estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio.

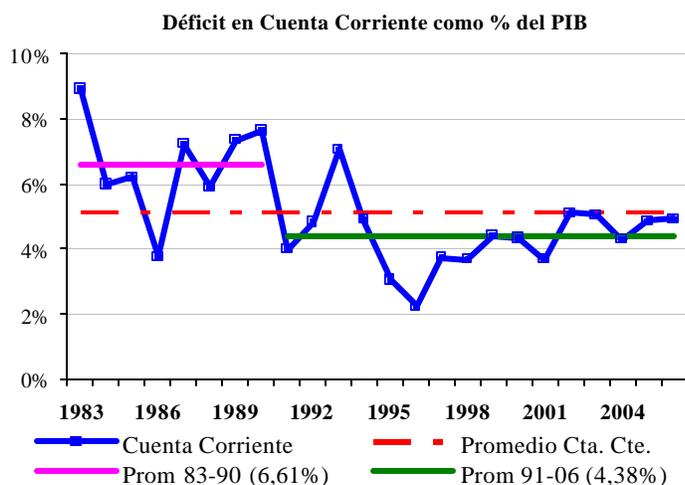
Existe poca evidencia empírica de los efectos de la política cambiaria sobre las exportaciones e importaciones a pesar de que en la literatura se reconoce que variaciones del tipo de cambio afectan el comercio internacional y, en consecuencia, los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Al igual que en muchos países en desarrollo, durante los últimos años Costa Rica ha experimentado elevados y variables déficit en su cuenta corriente, los cuales se han financiado básicamente con recursos provenientes de la inversión extranjera directa. El gráfico 3 muestra para el período 1983-2006 que el déficit en cuenta corriente como porcentaje del Producto Interno Bruto se ubicó en promedio en 5,1%, aunque con bastante variabilidad, pues los resultados son marcadamente diferentes cuando se evalúan para los lapsos 1983-1990 y 1991-2006.

¹¹ DIE-DM-10-2003-DI, BCCR. León, Méndez y Prado, Diciembre 2003, "El tipo de cambio real de equilibrio en Costa Rica", Documento de Investigación.

¹² Aproxima la trayectoria del tipo de cambio real con base en los fundamentales económicos.

¹³ Estima el sendero de la tasa cambiaria real bajo condiciones de equilibrio macroeconómico sostenible en el más largo plazo.

Gráfico 3



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Azofeifa, Kikut y Zúñiga, (1997)¹⁴ evaluaron la sostenibilidad del déficit de la cuenta corriente, con datos anuales para el periodo 1970-1996, concluyendo que la economía costarricense podría financiar, bajo ciertos supuestos, un déficit en la cuenta corriente sostenible de alrededor de 4,4%. De acuerdo con los resultados obtenidos, una apreciación (depreciación) real del colón de 1% incrementa (disminuye) los niveles del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en 0,6% del Producto Interno Bruto.

En este sentido, se podría argumentar que la política cambiaria contribuyó positivamente con el balance de los flujos del comercio exterior del país pues cuando los déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos sobrepasaron los niveles considerados como “sostenibles”, ésta fue más activa; en contraste, cuando estos desequilibrios se moderaron, la política de tipo de cambio pasó a ser más neutral con respecto a no afectar la competitividad de las exportaciones.

Abandono del régimen de minidevaluaciones

A partir de los años noventa, la tendencia internacional en cuanto a la política cambiaria muestra un creciente abandono de los regímenes intermedios y una preferencia hacia la adopción de sistemas más extremos tanto de fijación como de flotación. En concordancia con esa tendencia, el Banco Central de Costa Rica venía evaluando, como parte de sus funciones, la idoneidad tanto el régimen monetario como el sistema cambiario que aplicaba para lograr sus objetivos. Así, en una serie de investigaciones realizadas en años recientes se han estudiado distintos esquemas cambiarios, valorando su idoneidad para el caso costarricense, a saber: el sistema

¹⁴ DE-DIE-PI-04-97/R, Azofeifa Ana G, Kikut Ana C., Zúñiga Norberto, Noviembre 1997 “Sostenibilidad del Déficit en cuenta Corriente de Costa Rica”.

flexible, el régimen de bandas, la caja de conversión, la dolarización oficial e incluso la posibilidad de ingresar a un área monetaria¹⁵.

La conclusión general que se destacó en esos estudios es que al país no le convenía establecer mecanismos más rígidos que las minidevaluaciones como podrían haber sido la dolarización plena o la caja de conversión, y sí tender hacia una mayor flexibilidad, reduciendo el grado de control cambiario del Banco Central y aumentando la participación del mercado en la determinación del tipo de cambio.

Esta conclusión es consistente en términos de la coherencia que ha de existir entre la política monetaria y el régimen cambiario que se ha mencionado con detalle en algunas ediciones del Informe de Inflación del Banco Central, conocido como la “trinidad imposible”¹⁶. Este término se refiere a la imposibilidad de lograr, en la actual coyuntura internacional de una elevada movilidad de capitales, en forma simultánea independencia monetaria, en el sentido de utilizar la tasa de interés para reducir presiones inflacionarias, estabilidad del tipo de cambio e integración financiera con el resto del mundo.

De esta forma, dada la evidencia internacional de que para promover la estabilidad y con ello el crecimiento económico, es necesario que el Banco Central cuente con independencia monetaria y que exista una elevada integración financiera con el resto del mundo; es necesario adoptar un esquema cambiario más flexible.

El porqué de un nuevo régimen monetario

En el caso de Costa Rica, la preocupación por la estabilidad de precios como objetivo fundamental de la política monetaria se establece en la Ley Orgánica del Banco Central N° 7558 de noviembre de 1995, la cual definió entre sus principales objetivos la estabilidad interna y externa de la moneda nacional. Para alcanzar ese fin el Banco Central debe contar con una estrategia de política de largo plazo, apoyada por una estructura analítica con herramientas claves que le permitan, un conocimiento de los efectos de la política monetaria, del mecanismo de transmisión y los rezagos con que esta opera. Paralelo a ello, es necesario también lograr una adecuada interpretación del entorno macroeconómico y de la dinámica de la inflación.

¹⁵ La mayor parte de esas investigaciones pueden consultarse en www.bccr.fi.cr. Entre estas se pueden citar: “Sistemas de bandas cambiarias”, DIE-EC-05-96, Méndez, E. y Orozco, N., marzo de 1996, “Cajas de conversión: características, principios operativos e implicaciones de política”, DIE-EC-22-97, Méndez, E., diciembre de 1997, “Dolarización oficial de la economía”, DIE-EC-01-99, Méndez, E., enero de 1999, “Viabilidad y conveniencia de la dolarización plena en Costa Rica”, DE-DM-DIE-PI-02-99, Méndez, E., Ramos, W. y Vindas, W., mayo de 1999, DIE-104-2003-IT. “Hacia una mayor flexibilidad cambiaria en Costa Rica”. Méndez, E., diciembre, 2003. “Una guía rápida para conocer el Funcionamiento de la banda cambiaria de Costa Rica” y “Funcionamiento del Mercado Cambiario bajo Minis y bajo Bandas: similitudes y diferencias” Méndez, E., 2006.

¹⁶ La acuñación del término se le atribuye al economista italiano Tommaso Padoa-Schioppa, según se cita en el documento elaborado por el economista Sebastián Edwards, “La Situación Macroeconómica en Guatemala: Evaluación y Recomendaciones sobre Política Monetaria y Cambiaria”, Universidad de California, USA, Julio, 2000.

Si bien hasta el 2003, el país hizo progresos importantes en cuanto al control de la inflación, estos no fueron suficientes para llevar el crecimiento de los precios hacia niveles más cercanos a los estándares internacionales. Por tal motivo, el Banco Central comenzó a valorar el migrar hacia una estrategia de meta explícita de inflación (“inflation targeting”), esquema aplicado, durante los últimos diecisiete años alrededor del mundo, tanto en países industrializados como en economías emergentes¹⁷.

Esta estrategia consiste en el reconocimiento explícito de que el principal propósito de la política monetaria de largo plazo es el logro de niveles de inflación bajos y estables. El Banco Central anuncia oficialmente al público las metas cuantitativas para la tasa de inflación para un horizonte de dos o más años. Otros elementos importantes que caracterizan este esquema son: un esfuerzo para comunicar al público los planes y objetivos de la autoridad monetaria y, en muchos casos, los mecanismos que fortalezcan el compromiso del banco central en el logro del control de la inflación¹⁸.

Ahora bien, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, sustentada en varios estudios e investigaciones desarrolladas por la Institución para determinar cual sería el sistema monetario más adecuado para Costa Rica, aprobó en Sesión 5229-2005 del 5 de enero de 2005 el Proyecto Estratégico “Enfoque de Meta Explícita de Inflación para Costa Rica” como parte de su Plan Estratégico Maestro 2005-2009, el cual tiene como objetivo implementar un sistema monetario de metas de inflación como medio para realizar una mejor gestión de la política monetaria en aras de lograr tasas de inflación bajas y estables en un mediano plazo, en concordancia con el objetivo esencial asignado al Banco Central.

Los esquemas monetarios de metas de inflación exigen el compromiso explícito del Banco Central con la meta de inflación anunciada de manera que queden supeditados a ésta cualesquiera otros objetivos. En particular, una precondition fundamental es la ausencia de compromisos con algún nivel o sendero de valores del tipo de cambio en procura de aumentar el control y la efectividad de los instrumentos de política monetaria para el combate de la inflación. De esta forma, la decisión de flexibilizar el régimen cambiario debe visualizarse en todo momento en el marco del proyecto estratégico institucional orientado a implementar en un mediano plazo un régimen monetario de metas de inflación.

En este sentido cuanto mayor efectividad se le quiera conferir a la política monetaria para controlar la inflación, mayor debe ser el grado de flexibilidad en la determinación del tipo de cambio. Con ese propósito, la estrategia que ha diseñado el Banco Central

¹⁷ De acuerdo con la publicación del Fondo Monetario Internacional “*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*” del 2006 los siguientes países tenían de facto un esquema de política monetaria de metas de inflación: Hungría, Eslovaquia, Colombia, República Checa, Guatemala, Perú, Rumania, Tailandia, Australia, Brasil, Canadá, Chile, Islandia, Israel, Corea, México, Nueva Zelanda, Noruega, Filipinas, Polonia, Sudáfrica, Suecia, Turquía y Reino Unido.

¹⁸ Para obtener un mayor detalle de los componentes de un esquema de política monetaria de metas de inflación, puede consultarse el Informe de Inflación, publicado en el sitio web del BCCR, correspondiente a los meses de julio 2003 y julio 2005, en los cuales se explica su funcionamiento.

parte, como guía esencial, de tres premisas básicas: flexibilidad, gradualidad y transparencia.

La flexibilidad cambiaria se busca por ser el medio que permitirá que el Banco aumente el control monetario con el fin de lograr una menor inflación. La gradualidad daría la oportunidad a las familias, las empresas, los bancos y al gobierno de ir adaptando la toma de decisiones de inversión y de endeudamiento en un ambiente en el que el precio del dólar puede aumentar o disminuir en plazos cortos. Finalmente, la transparencia procura estrechar la comunicación del Banco con el público a fin de enterarlo de los propósitos de las acciones que realiza como antesala del esquema de metas de inflación.

El régimen de banda cambiaria

Durante los últimos años, en los Informes de Inflación, en medios de comunicación colectiva y en el sitio Web, el Banco Central desplegó una intensa labor de difusión de sus planes de migrar hacia un régimen monetario de metas de inflación y hacia un sistema de banda cambiaria como transición para implementar un esquema de flotación administrada en un mediano plazo.

El esquema de banda cambiaria corresponde a un régimen de política cambiaria, en que el Banco Central se compromete a mantener el tipo de cambio entre ciertos límites preestablecidos, dentro de los cuales se permite que la cotización de la moneda extranjera en el mercado mayorista fluctúe libremente. Así el Banco establece un límite superior (techo) y uno inferior (piso); cuando el precio del dólar alcanza alguno de esos valores, interviene ya sea vendiendo dólares si el tipo de cambio alcanza el techo, o comprándolos si alcanza el piso de la banda.

Entre las ventajas que se señalan a este esquema cambiario están:

- ✍ Da cierta autonomía a la política monetaria, siempre y cuando el precio de la divisa se sitúe dentro de la banda, pues la autoridad monetaria dispone entonces de algún grado de libertad para hacer política monetaria con el objeto de afectar la demanda agregada¹⁹.
- ✍ El tipo de cambio tiene un poco más de flexibilidad para responder a choques internos y externos lo que reduce los probables efectos adversos sobre la asignación de los recursos de otros sistemas de administración cambiaria.
- ✍ Brinda estabilidad y ancla las expectativas cambiarias de mediano plazo, ya que la intervención de la banca central para mantener el valor de la divisa dentro de ciertos

¹⁹ Podría decirse que en el tanto el tipo de cambio observado fluctúe dentro de la banda sin alcanzar ninguno de sus límites, éste se estaría comportando como si se estuviera en un régimen flexible; por lo tanto, en estas circunstancias el banco central podría controlar la oferta de dinero.

límites, permite una menor variabilidad del tipo de cambio nominal lo que da estabilidad al tipo de cambio real y a los precios internos.

- ☞ Desestimula los movimientos especulativos de capital al generar mayor volatilidad del tipo de cambio (con respecto al régimen de fijación puro o deslizante), lo que introduce un mayor riesgo a las inversiones financieras externas de corto plazo puesto que dificulta predecir el valor futuro de la divisa.

Ahora bien, una banda estrecha reduce las posibilidades de variación cambiaria pero obliga a la autoridad monetaria a intervenir más activamente cambiando moneda extranjera por moneda local, lo que contribuye, cuando el mercado cambiario es superavitario, a expandir los medios de pago en la economía y a que se tenga que intervenir esterilizando la monetización, con los consecuentes costos financieros que implica ésta o bien, ante la presencia de faltantes de moneda extranjera, contraer la cantidad de dinero. En la medida que esa amplitud sea cada vez mayor la autoridad monetaria va a incrementar el control monetario a cambio de mayor posibilidad de fluctuación cambiaria. En ese sentido cuando se inicia con una amplitud reducida, se prevé que existan pocas diferencias en la gestión del Banco y en el modo de operación del mercado cambiario con respecto a la situación que prevaleció durante las minidevaluaciones.

Desde el punto de vista operacional, en el régimen de banda cambiaria, el Banco Central continúa dando la señal de política cambiaria en el mercado mayorista, de manera que las entidades autorizadas mantengan los precios de la moneda extranjera dentro de los límites de la banda anunciada e influenciando por esa vía indirecta los precios del mercado final. Incluso, al principio, debido a la existencia de una banda angosta, el tipo de cambio en el mercado de intervención tendiera a igualarse ya sea al límite inferior, en caso de una situación superavitaria (como es el caso actual del mercado cambiario costarricense), o al límite superior, en caso de que fuera deficitario. Sin embargo, en la medida que el rango de flotación acotada se vaya ampliando en el tiempo, los tipos de cambio tenderán a mantenerse dentro de la banda reduciendo la necesidad de que la Institución intervenga comprando o vendiendo moneda extranjera.

Paulatinamente, el menor compromiso del Banco Central con el tipo de cambio debe ir acompañado de una mayor libertad para que las entidades operen en el mercado cambiario, para lo cual deben aumentarse sus posibilidades de incrementar o de reducir los saldos de posición propia en divisas de las entidades financieras²⁰. A pesar de ello, el Banco continuaría con su participación en el mercado tanto con propósitos de estabilización, según sea el grado de control cambiario que decida ejercer, como para abastecerse de divisas, de acuerdo con sus objetivos de acumulación de reservas, lo mismo que suministrar los dólares requeridos por el sector público no bancario en concordancia con lo que le exige su Ley Orgánica.

²⁰ Corresponde a la diferencia entre la totalidad de activos y pasivos en moneda extranjera en poder de las entidades financieras que operan por cuenta y riesgo propio en el mercado cambiario nacional.

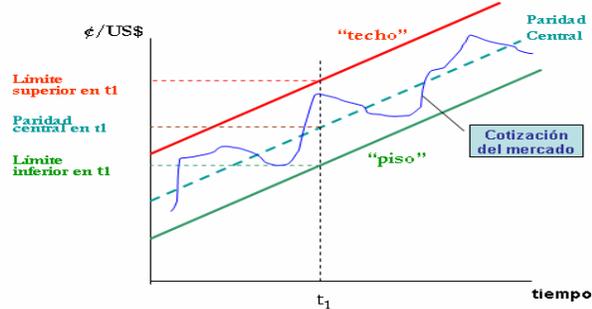
Cuando se alcance una mayor amplitud de la banda cambiaria, el riesgo que generaría la incertidumbre derivada de la mayor variabilidad de los precios de la divisa, estimularía el desarrollo de instrumentos financieros de cobertura cambiaria; tendería a reducir la dolarización financiera de la economía, al forzar a los agentes económicos a internalizar esos riesgos en la toma de decisiones en cuanto a sus activos y pasivos en moneda extranjera y; a reducir los ingresos de capitales especulativos al disminuir la certeza de los rendimientos de esas inversiones financieras.

Recuadro 1: Naturaleza de un sistema de banda cambiaria

Un sistema de bandas es un régimen de control cambiario en el que el banco central se compromete a mantener el tipo de cambio entre ciertos límites, dentro de los cuales la cotización de la moneda extranjera puede fluctuar libremente. En esa medida el esquema puede visualizarse como un híbrido entre la flotación y la fijación cambiarias que admite cierto grado de flexibilidad del tipo de cambio y alguna autonomía monetaria para el control del nivel general de precios.

- ii) Si la paridad central sería fija o deslizante, lo que estaría determinado por el diferencial entre la inflación interna y la inflación externa relevante.
- iii) La amplitud de la banda, que dependerá de la magnitud de los choques a los que está sujeta la economía.
- iv) Las reglas que guiarían la intervención del banco central en el mercado cambiario; o sea, el momento, el mecanismo y la magnitud de la intervención.

Gráfico 4
Elementos básicos de una banda deslizante



En este tipo de esquema cambiario las autoridades pueden anunciar un tipo de cambio de "paridad central" (que puede ser fijo si la banda es horizontal o variar en el tiempo en el caso de una banda deslizante) y la "amplitud". Con esa base, se define el límite máximo o techo y el mínimo o piso que regirán durante cada día t_1 , (Gráfico 4).

El diseño de una banda típica implica, entonces, definir cuatro elementos esenciales:

- i) La paridad central, la cual puede fijarse con base en una sola moneda o en una canasta, según sea la concentración de las transacciones comerciales y financieras con el exterior.

El banco central interviene de manera activa en el mercado cambiario para evitar que el precio supere el rango anunciado, vendiendo divisas en el límite superior o comprándolas en el inferior, para que el tipo de cambio no descienda más de ese valor.

Las bandas permiten que los movimientos cambiarios absorban en alguna magnitud los choques externos, brindan cierto grado de control monetario, anclan las expectativas, pero introducen volatilidad, lo que promueve la internalización de los riesgos cambiarios, reduce la dolarización financiera, motiva el surgimiento de instrumentos de cobertura cambiaria y tiende a desestimular el ingreso de capitales de corto plazo. No obstante, por ser un régimen intermedio, como las minidevaluaciones, las bandas son también proclives a ataques especulativos, dado que el Banco Central se compromete a defender ambos límites de la banda.

En razón de sus especiales características, algunos técnicos internacionales recomiendan utilizar esquemas de bandas en la transición hacia una flexibilidad amplia, en tanto no se implementen con carácter permanente.

Principales acciones para la adopción del régimen

Para implementar el régimen cambiario de bandas el Banco Central llevó a cabo acciones en los campos normativo, operativo y tecnológico cuyo objetivo fue contar con una plataforma que permita un accionar más adecuado de la entidad y del mercado bajo un esquema cambiario más flexible y eficiente. Entre las medidas destacaron las siguientes:

1. Con vigencia a partir del 21 de abril del 2006 el Banco Central estableció un margen de intermediación cambiaria para las operaciones con las entidades autorizadas para negociar moneda extranjera. Lo anterior como un primer paso para la puesta en operación de un esquema de banda cambiaria, pues la existencia de ese margen preparó a los participantes en el mercado mayorista para transar con el Banco Central a los precios de venta y de compra posteriormente denominados de intervención o “techo” y “piso”, en ese orden.
2. En setiembre del 2006 se aprobó el Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado que estableció las normas que regulan las operaciones de contado para la compra y venta de monedas extranjeras en el mercado cambiario nacional, aplicable tanto al régimen de minidevaluaciones como a sistemas de mayor flexibilidad.

Entre los principales cambios que estableció este Reglamento están los de permitir al Banco Central determinar y publicar cada día, antes de que inicie el horario bancario, los tipos de cambio de intervención de compra y venta del dólar, con los que realizará operaciones con las entidades autorizadas; ampliar el margen de los intermediarios cambiarios para acumular o desacumular divisas durante el día con el propósito de permitirles operar con mayor libertad en el mercado y obligar a las entidades a mantener de forma visible y permanente en sus instalaciones y en sus sitios Web, los precios de las divisas que ofrezcan al público, los cuales deberán ser los que efectivamente utilicen en las transacciones, sin ningún recargo adicional.

3. En economías que operan en regímenes cambiarios menos controlados, la volatilidad del tipo de cambio genera incertidumbre para los agentes económicos, en sus operaciones futuras de compra y venta de moneda extranjera, los riesgos asociados a las fluctuaciones del valor de la divisa, han promovido el surgimiento de instrumentos financieros de protección cambiaria y el desarrollo de mercados de negociación de divisas a plazo.

Para la administración de estos riesgos en el mercado cambiario nacional, la Junta Directiva del Banco Central aprobó, en noviembre del 2006, un Reglamento de Operaciones con Derivados Cambiarios, que reglamenta las operaciones con estos instrumentos financieros para hacer coberturas ante el riesgo de tipo de cambio. Las operaciones que se autorizan corresponden con transacciones en mercados OTC

(Over The Counter o “sobre el mostrador”) como los contratos a plazo (Forward)²¹, las permutas cambiarias (FX Swaps)²² y la permuta de monedas (Currency Swaps)²³. Esas operaciones se realizarían de forma individualizada, esto es, serían pactadas según las condiciones particulares acordadas por las partes²⁴ y pueden utilizarse como coberturas ante el riesgo cambiario o con fines de inversión.

Esta reglamentación entrará en vigencia luego de que sea complementada con un cuerpo de normas sobre la supervisión y fiscalización de las diferentes entidades que participen en el mercado financiero que emitirá el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF).

4. Finalmente, el Banco Central puso en operación a partir del 20 de noviembre del 2006 el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX) integrado al SINPE, para la negociación electrónica de divisas entre entidades autorizadas y con el Banco Central. Este sistema sustituyó al Mercado Organizado para la Negociación Electrónica de Divisas (MONED) existente desde 1992. En este mercado el Banco Central transmite las señales de política cambiaria como los tipos de cambio del “piso” y del “techo” de la banda de intervención y participa como agente del sector público no bancario.

El sistema provee una herramienta informática moderna para poner en contacto a oferentes y demandantes mayoristas y para un mejor accionar del Banco Central en el mercado y de los procesos operativos y los flujos de información asociados a la negociación de divisas, elementos que coadyuvan a fortalecer la conducción de la política cambiaria por parte del Banco Central.

Todas estas acciones conllevaron a que en el mercado cambiario se ampliaran los flujos de información, no solamente hacia los intermediarios cambiarios sino también, hacia los diferentes agentes económicos. Para cumplir con este objetivo el Banco Central de Costa Rica dispuso en su sitio Web información de las características del régimen adoptado, de las cantidades y los precios de la moneda extranjera, de forma que se facilite el cálculo económico de los agentes participantes en el mercado.

²¹ El Contrato a Plazo es un acuerdo entre dos partes, en el cual una parte, el comprador, acuerda comprar a la otra parte, el vendedor, una cantidad de divisas, en una fecha futura a un precio establecido al inicio del contrato.

²² La Permuta Cambiaria es un contrato en el cual dos partes acuerdan el intercambio de dos monedas diferentes a un precio pactado en la fecha del contrato; y acuerdan a su vez el intercambio inverso, en una fecha futura, de las mismas monedas a un precio (generalmente diferente al aplicado en la primera transacción) pactado desde el inicio del contrato.

²³ La Permuta de Monedas es un contrato en el cual dos partes intercambian montos en dos monedas, a un tipo de cambio definido, en la fecha del intercambio o inicio del contrato. A su vez, se comprometen a intercambiar flujos de pagos de intereses en dos diferentes monedas por un período de tiempo. Las tasas de interés de estos flujos se determinan al momento del inicio del contrato y hacen equivalentes el valor presente de los flujos esperados. En la fecha de término del contrato se intercambian nuevamente los montos originales del principal de cada moneda.

²⁴ Estas operaciones “a la medida” son conocidas como transacciones en mercados OTC (Over The Counter o “sobre el mostrador”)

Como puede apreciarse, las modificaciones reglamentarias, si bien no comprenden cambios drásticos, sentaron las bases para la operación de un mercado más eficiente e incrementan la transparencia sobre las posibilidades del accionar del Banco Central y de las relaciones de las entidades con los agentes del mercado.

**Recuadro 2:
Exposición e internalización de los riesgos cambiarios**

El riesgo cambiario se define como la probabilidad de tener pérdidas como resultado de fluctuaciones desfavorables e inesperadas en los tipos de cambio. Estas fluctuaciones podrían incidir negativamente en los rendimientos esperados, los flujos de efectivo o la situación patrimonial de los agentes económicos que tienen ingresos, gastos, activos o pasivos en moneda extranjera.

El sistema cambiario de minidevaluaciones, contribuyó a generar confianza y credibilidad en los agentes económicos, sobre la evolución futura del valor del dólar, conllevando a una falsa percepción de “escaso” riesgo cambiario. En este caso, no es que el riesgo cambiario desapareciera de la economía, sino que era asumido por el Banco Central.

La percepción de ausencia de riesgo cambiario, resultado de la confianza y lo predecible de la política cambiaria provocó un aumento en la dolarización financiera del país, esto es en la tenencia de activos (cuentas corrientes, ahorro e inversiones) y préstamos en dólares, motivados por la mayor certeza en los rendimientos esperados, en el caso de los activos, como por el menor costo (tasas de interés más bajas) en los pasivos.

Ante esa situación es importante que los agentes económicos internalicen el riesgo de tipo de cambio que podrían enfrentar ante una mayor flexibilización del régimen cambiario.

Los siguientes son los tipos de exposición al riesgo cambiario que podrían enfrentar los individuos y las empresas como resultado de que el tipo de cambio muestre variabilidad:

✍ **Exposición por transacción:** relacionada al cambio en el valor de activos, pasivos e ingresos actuales de la persona o empresa ante fluctuaciones inesperadas de los tipos de cambio.

✍ **Exposición operativa o económica:** se da cuando hay cambios en el valor presente de los flujos de efectivo operacionales esperados en el futuro, como resultado de variaciones en los precios o costos vinculados a fluctuaciones cambiarias.

✍ **Exposición por conversión** contable: afecta principalmente a las empresas transnacionales que tienen que expresar sus estados financieros en dos monedas, la local y la moneda del país donde está su casa matriz para fines de consolidación. Estas conversiones contables pueden afectar la valoración de activos, pasivos y patrimonio.

Con el objetivo de eliminar o al menos minimizar, las posibilidades de tener pérdidas inesperadas como consecuencia de las variaciones en los tipos de cambio, los mercados, en especial en países desarrollados, han creado una serie de coberturas cambiarias (derivados financieros) donde las más utilizadas son las compras o ventas de futuros de divisas o de opciones.²⁵

²⁵ En el Informe de Inflación de Julio 2006 (Recuadro 2) aparece una caracterización de los principales derivados financieros y de los mercados de coberturas cambiarias.

Implementación del régimen de banda cambiaria

1. Cambio de régimen:

La dificultad de incidir sobre la inflación en un contexto de persistentes intervenciones en el mercado cambiario y de libre movilidad de capitales, llevaron a la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica a modificar el esquema cambiario de minidevaluaciones y adoptar uno de banda cambiaria con el fin de otorgar mayores grados de libertad a la política monetaria y de avanzar hacia una tasa de inflación baja y estable en el mediano plazo.

Con fundamento en el ordenamiento jurídico, mediante Artículo 5 del Acta de la Sesión 5300-2006, celebrada el 13 de octubre del 2006, el Directorio del Banco Central de Costa Rica acordó establecer, a partir del 17 de octubre, un régimen cambiario de bandas de tipo deslizante y de amplitud inicial moderada pero creciente, como primera etapa del proceso de ir dando al mercado una mayor participación en la determinación del precio del dólar.

La medida fue congruente con los anuncios realizados por el Banco Central, desde el segundo semestre del 2005, cuando por distintos medios hizo explícito la decisión de reducir de manera paulatina el control del tipo de cambio, con miras a establecer un esquema de flotación administrada en un mediano plazo como parte del proceso de migrar hacia un sistema monetario de metas de inflación.

Así, el Banco Central acordó permitir “que el tipo de cambio sea determinado libremente por el mercado, pero actuará ofreciendo vender y comprar divisas a los tipos de cambio de intervención que defina, con el propósito de que el precio al cual se realicen las transacciones entre las entidades autorizadas como intermediarios cambiarios y entre ellas y el Banco Central, no superen al Tipo de Cambio de Intervención de Venta, ni sean inferiores al Tipo de Cambio de Intervención de Compra que determine el Banco Central”²⁶.

Los parámetros de la banda definidos por el Banco fueron los siguientes: i) se partió como referencia del nivel medio del tipo de cambio en el mercado de intervención, existente antes del establecimiento del régimen; ii) se inició con una banda de 3% de amplitud sobre el límite inferior, sin anuncio de la paridad central²⁷; con ello, para el día 17 de octubre estableció un tipo de cambio de intervención de compra de ₡514,78 y un tipo de cambio de intervención de venta de ₡530,22; iii) se definió una pauta de ajuste del límite superior mayor a la del límite inferior (₡0,14 y ₡0,06, en su orden), montos que podrían ser modificados por la Junta Directiva cuando las condiciones financieras y macroeconómicas prevalecientes así lo ameritaran; iv) como resultado, la amplitud aumentaba en términos absolutos ₡0,08 cada día hábil.

²⁶ Acuerdo de Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, Artículo 5 del Acta de la Sesión 5300-2006, celebrada el 13 de octubre del 2006

²⁷ Si bien ha sido usual en países que han establecido un sistema de banda cambiaria anunciar la paridad central como parte del esquema, en nuestro caso se decidió no hacer público ese parámetro a fin de evitar la confusión que generalmente surge en los agentes económicos de asociar el compromiso del banco central con mantener el tipo de cambio cercano a ese valor central y no dentro del rango anunciado.

De esta forma, el Banco estableció su compromiso de vender y de comprar dólares de manera directa a los precios de intervención (techo y piso) en el mercado mayorista de entidades autorizadas para negociar divisas en el cual interviene y participa (MONEX)²⁸.

Además, bajo este nuevo esquema cambiario, los tipos de cambio al público continúan, como antes, siendo determinados por el mercado en razón de que la normativa cambiaria vigente mantuvo la disposición que permite a las entidades autorizadas establecer los márgenes de intermediación (diferencia entre los tipos de cambio de venta y de compra de la divisa), lo cual en la práctica significa que pueden fijar libremente los precios al público.

La primera modificación de los parámetros de la banda fue realizada mediante Artículo 4 del Acta de la Sesión 5314-2007, celebrada el 29 de enero del presente año, según el cual la Junta Directiva del Banco Central dispuso establecer a partir del 31 de enero, una pauta diaria de ajuste cambiario de ¢0,11 para el tipo de cambio de intervención de venta y mantener constante el tipo de cambio de intervención de compra en ¢519,16 por dólar. Esa medida guardaba concordancia con la tendencia hacia la desaceleración que había venido mostrando la tasa de inflación durante los últimos meses y las evidencias de un realineamiento de las expectativas del público a mantener esa tendencia, aunado a la meta de inflación del 8% establecida para el 2007 en el Programa Macroeconómico 2007-2008. Complementariamente a esa medida, con igual fecha de vigencia, se dispuso disminuir en trescientos veinticinco puntos base (325 p.b.) la tasa de interés bruta de política monetaria, de tal forma que las operaciones pasivas del Banco Central a un día en el Sistema de Inversiones a Corto Plazo se ubicara en 6,5% anual.

2. Operaciones con el Sector Público no Bancario

De acuerdo con lo que establece la Ley Orgánica del Banco Central²⁹, la Junta Directiva acordó lo concerniente a los tipos de cambio a los que las instituciones del Sector Público no Bancario (SPNB) realizarán sus transacciones de compra y venta de divisas.

Debido a la importancia relativa de los montos requeridos de divisas por el sector público no bancario y con el fin de evitar fluctuaciones significativas en los tipos de cambio de mercado bajo un sistema más flexible, el Banco Central dispuso que las instituciones del SPNB, realicen todas las operaciones diarias de compra-venta de divisas superiores a los \$100.000, o que superen los \$10,0 millones al mes, únicamente por medio del Banco Central. Cuando los montos negociados de moneda extranjera sean inferiores a los anteriores, estas instituciones pueden por medio de los bancos comerciales del Estado, pero a los tipos de cambio del día, fijados por el Banco Central para sus operaciones.

²⁸ El Banco Central participa en ese mercado a fin de suplir sus requerimientos de divisas y las del SPNB e interviene adquiriendo e inyectando divisas a sus precios de política como parte del mecanismo establecido de control del tipo de cambio.

²⁹ El Artículo 89 de la Ley Orgánica del Banco Central establece que “Las instituciones del sector público no bancario ejecutarán sus transacciones de compra-venta de divisas por medio del Banco Central de Costa Rica o de los bancos comerciales del Estado, en los que este delegue la realización de tales transacciones. En todo caso estas transacciones se realizarán a los tipos de cambio del día, fijados por el Banco Central para sus operaciones.”

Estas transacciones de compra y venta del Banco Central con el SPNB se liquidarán al tipo de cambio promedio ponderado diario que resultara de las transacciones que realice el BCCR en el mercado cambiario para satisfacer los requerimientos de divisas propios y los realizados como agente de las entidades del SPNB.

La Junta Directiva, en diciembre 2006³⁰, dispuso modificar algunos aspectos del acuerdo anterior a fin de permitir que el Banco Central pudiera suplir, de manera total o parcial y haciendo uso de sus reservas monetarias internacionales, aquellos requerimientos de divisas, en el evento en que considerara que el acervo de reservas internacionales en poder de la Institución excedía el nivel que estimara adecuado con base en consideraciones técnicas.

En ese caso, las transacciones de compra y de venta de las instituciones públicas se liquidarían al tipo de cambio promedio ponderado que resultara de las operaciones del Banco Central en el mercado como agente del SPNB y el tipo de cambio promedio del mercado en el cual participa el Banco Central, para el remanente que decidiera suplir con sus reservas.

3. El Tipo de Cambio de Referencia

Adicionalmente, la Junta Directiva del Banco Central, en el Artículo 6 del Acta de la Sesión 5300-2006, celebrada el 13 de octubre del 2006, estableció que los tipos de cambio de referencia de compra y de venta serían calculados por el Banco Central³¹ como un promedio de los tipos de cambio anunciados el día anterior en ventanilla de las entidades autorizadas a participar en el mercado cambiario en el lapso comprendido entre las dos y las cinco de la tarde, ponderado por el tiempo en que cada tipo de cambio estuvo vigente, según los informes enviados diariamente por cada entidad al Banco Central, y por la participación relativa de éstas en el volumen negociado con el público.

Con respecto al tipo de cambio de referencia deben tenerse en cuenta las siguientes consideraciones. Primero, este tipo de cambio es el que debe ser aplicado en aquellos actos, contratos y obligaciones en moneda extranjera que pueden ser pagados en colones a opción del deudor según reza el Artículo supracitado³², motivo por el cual es un valor que debe estar disponible a primera hora de cada día puesto que se utiliza para cancelar impuestos, alquileres y realizar gran variedad de pagos pactados en moneda extranjera. Segundo, en un régimen cambiario que permita una mayor variabilidad del precio se imposibilita prever con exactitud el tipo de cambio medio que regirá durante la jornada comercial del día siguiente, para los efectos antes indicados. Tercero, el precio debe corresponder a un mercado de libre

³⁰ Artículo 7 del Acta de la Sesión 5310-2006, celebrada el 20 de diciembre del 2006.

³¹ El cálculo de los tipos de referencia lo realiza el Banco Central en acatamiento a lo dispuesto en el Artículo 48 de su Ley Orgánica, el cual establece que esta institución computará un “valor comercial efectivo” de la moneda extranjera, entendido como “el tipo de cambio promedio calculado por el Banco Central de Costa Rica, para las operaciones del mercado cambiario, donde no existan restricciones para la compra o venta de divisas. El Banco Central deberá hacer del conocimiento público, la metodología aplicada en dicho cálculo.”

³² El Artículo 49 de la Ley Orgánica indica las excepciones a esa disposición, esto es, especifica las obligaciones pactadas en moneda extranjera que deben ser canceladas en esa misma moneda.

acceso, por lo que contemplaría los valores que se aplicarían a cualquier usuario de los servicios de intermediación cambiaria con independencia del monto transado y de la relación comercial con la entidad financiera. Cuarto, debe corresponder a un promedio de esas transacciones.

Las consideraciones expuestas condicionan el método de cálculo de un valor comercial efectivo para el dólar estadounidense que rija para el día posterior, en razón de lo cual el Banco Central adoptó una metodología que fuera concordante en lo posible con ellas. Por esa razón, el Banco decidió considerar un promedio de las cotizaciones de ventanilla anunciadas durante las últimas horas de operación del mercado, por estimar que son las que representarían mejor el valor del dólar estadounidense que regiría durante el siguiente día para un usuario que no recibe algún trato preferencial, ponderándolas por el tiempo en que estuvieran vigentes en ese lapso y por la participación de cada entidad en la negociación de divisas de los últimos cinco días previos a t-1 en los que realizó transacciones en el mercado. Se estima que esa metodología es conforme con aquellas consideraciones.

Valoración general de los primeros resultados

La entrada en vigencia del nuevo régimen de banda cambiaria conllevó a una apreciación nominal del colón en los primeros cuatro días de vigencia de alrededor del 1,2% para la cotización de compra y de cerca de 0,5% para la de venta, lo que significó que el tipo de cambio tanto en el mercado minorista como en el mayorista³³ bajara aproximadamente siete colones por cada dólar. Si bien, al inicio del nuevo régimen cambiario, el margen de intermediación (diferencia entre tipo de cambio de compra y venta) fue bastante alto, superando los cinco colones por dólar, éste poco a poco fue reduciéndose hasta ubicarse en niveles similares a los prevalecientes antes de la puesta en operación de la banda cambiaria, aún cuando ahora incorporan cargos por comisiones y costos de intermediación que no se hacían explícitos en el precio de la moneda extranjera bajo la normativa cambiaria anterior.

En los primeros ocho meses de vigencia del régimen de banda cambiaria, es posible observar evidencias de mayor competencia entre las entidades y más acceso a información por parte del público, sobre la negociación de divisas en el mercado de cambios. Estos elementos han contribuido a que los tipos de cambio sean bastante similares entre las entidades y los márgenes de intermediación sean relativamente reducidos.

La adopción del nuevo régimen cambiario coincidió con el periodo en que el mercado privado de cambios estacionalmente muestra mayores superávits, los cuales no sólo permitían cubrir la demanda de divisas del SPNB sino que inducían una intervención del

³³El mercado minorista corresponde con todas aquellas negociaciones de moneda extranjera que realizan las entidades autorizadas a operar en el mercado cambiario con el público en general. Por su parte el mercado mayorista corresponde con las negociaciones de moneda extranjera que efectúan entre los mismos intermediarios cambiarios y las que ejecutan éstos con el Banco Central de Costa Rica.

El régimen de banda cambiaria: hacia la flexibilidad cambiaria y el control de la inflación

Banco Central comprando al límite inferior de la banda cambiaria. Esta intervención se acentuó con las acciones de algunos intermediarios de ir reduciendo su posición propia autorizada en divisas, principalmente, porque estimaron que sus activos netos en dólares estaban por encima de los niveles que consideraban adecuados.

La situación anterior continuó en los primeros cinco meses del 2007, resultando en un superávit de \$1.133,3 millones entre el 17 de octubre y el 31 de mayo del 2007, que fue adquirido por el Banco Central al tipo de cambio de intervención de compra de la banda. Estas adquisiciones de divisas por intervención contribuyeron de manera importante al incremento registrado en las reservas monetarias internacionales de la Institución y a la expansión de los medios de pago en la economía, la cual fue esterilizada en su mayor parte para contrarrestar las presiones inflacionarias.

Aún considerando el reducido lapso transcurrido desde que se acordó establecer una banda cambiaria en sustitución de las minidevaluaciones, el Banco Central estima que los resultados han sido positivos. La transición ocurrió de manera ordenada, luego de los ajustes normales de los primeros días, el mercado reaccionó en la forma prevista por la mayor parte de los agentes económicos. Además, existen indicios de que varios de los efectos esperados al establecer el nuevo régimen se comienzan a notar: la percepción de riesgo cambiario provocada por la incertidumbre en el comportamiento futuro del tipo de cambio parece estar promoviendo, incluso antes de acordarse el cambio, una reducción en la tendencia a la dolarización financiera, reflejada en una mayor preferencia por títulos en moneda nacional, unido a la reducción de las posiciones propias en divisas de las entidades financieras. Aunado a lo anterior se aprecian expectativas de menores tasas de inflación y de devaluación, según detectan las últimas encuestas realizadas por el Banco Central.

Debe reconocerse, sin embargo, que todavía restan por lograrse otros efectos deseados de la medida a pesar de que la banda cambiaria definida por el Banco Central se ha ido ampliando gradualmente. Esta estrategia de cambio paulatino no ha permitido aún que la Autoridad Monetaria deje de intervenir como comprador neto de divisas en el mercado mayorista y que se hayan desarrollado instrumentos de cobertura de riesgo cambiario pues la cotización del dólar no ha mostrado la volatilidad necesaria para animar el desarrollo de estos productos financieros.

A pesar de ello, el Banco percibe una clara aceptación de la medida y de sus objetivos por parte de la comunidad y un reforzamiento de la credibilidad en la Institución y en sus intenciones de lograr menores tasas de inflación en el mediano plazo. En esa línea, el Banco Central continuará promoviendo la flexibilidad cambiaria siempre bajo las premisas anunciadas de gradualidad y de transparencia hacia el público, al tiempo que procurará fortalecer la eficiencia de los instrumentos de política monetaria en el proceso de migrar a un régimen monetario de metas de inflación que permita alcanzar los objetivos superiores asignados a la Institución.

Recuadro 3:

El régimen de banda cambiaria en Costa Rica

Con el fin de otorgar mayores grados de libertad a la política monetaria y procurar, en el mediano plazo, tasas de inflación bajas y estables, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica decidió modificar, a partir del 17 de octubre del 2006, el esquema cambiario de minidevaluaciones por uno de banda cambiaria.

En el nuevo régimen, el Banco Central permite que el tipo de cambio, en el mercado mayorista, sea determinado por la oferta y la demanda, dentro de los límites fijados por la banda cambiaria.

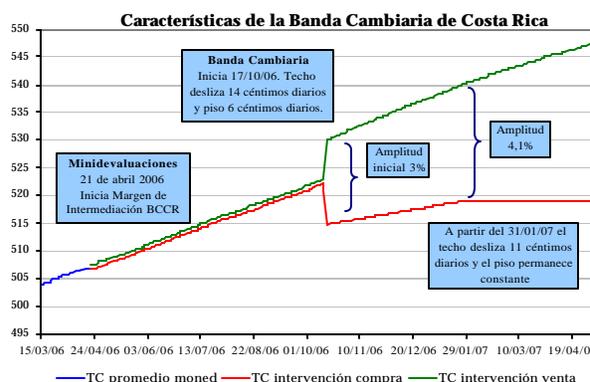
En este mercado la Autoridad Monetaria participa con el fin de atender sus propios requerimientos de divisas y las del Sector Público no Bancario. Adicionalmente interviene comprando o vendiendo dólares, cuando el tipo de cambio alcanza el nivel mínimo de la banda (piso) y el nivel máximo (techo); o de manera discrecional, con el fin de contener presiones excesivas sobre el tipo de cambio que a su juicio correspondan a movimientos estacionales o especulativos.

El Banco Central estableció, para el día de inicio del nuevo sistema cambiario, los tipos de cambio de intervención de compra y de venta en 514,78 y 530,22 colones por dólar, respectivamente. Estos valores son los llamados “piso” y “techo” de la banda, los cuales aumentarían cada día hábil en 0,06 colones (el de compra) y 0,14 colones (el de venta).

El 29 de enero del 2007, la Junta Directiva del Banco Central dispuso establecer a partir del 31 de enero, una pauta diaria de ajuste cambiario de ¢0,11 para el tipo de cambio de intervención de venta y mantener constante el tipo de cambio de intervención de compra en ¢519,16 por dólar.

En los primeros ocho meses de vigencia el régimen de banda cambiaria conllevó a una

Gráfico 6



apreciación nominal de la moneda nacional; a cierta fluctuación del tipo de cambio en los primeros días de vigencia, y a situar las cotizaciones del dólar tanto del mercado mayorista como del minorista en niveles iguales o cercanos al límite inferior de la banda, como resultado del importante superávit de divisas registrado en el mercado cambiario, situación que condujo a que el Banco Central interviniera como comprador neto adquiriendo divisas al precio del límite inferior, con el consecuente efecto sobre la acumulación de reservas monetarias internacionales así como, la expansión de los agregados monetarios y la correspondiente esterilización.

Gráfico 7

