



**DECIMOCTAVO INFORME  
ESTADO DE LA NACIÓN EN DESARROLLO  
HUMANO SOSTENIBLE**

**Informe Final**

**Valoración crítica a cinco años de funcionamiento del régimen  
cambiario:  
consensos y desacuerdos  
(El estado actual de la discusión)**

*Investigador:  
Eduardo Alonso*



**Nota: Las cifras de las ponencias pueden no coincidir con las consignadas por el XVIII Informe Estado de la Nación en el tema respectivo, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.**

## Contenido

<b>Resumen Ejecutivo .....</b>	<b>3</b>
<b>Introducción.....</b>	<b>4</b>
<b>Sistematización de visiones sobre el régimen cambiario.....</b>	<b>6</b>
<b>La evolución del tipo de cambio genera dudas sobre el régimen cambiario, por el tamaño del mercado .....</b>	<b>7</b>
<b>La evolución del tipo de cambio genera dudas sobre el régimen cambiario, por el efecto negativo sobre el sector exportador y el sector turismo .....</b>	<b>8</b>
<b>Los incrementos de la productividad son necesarios, pero insuficientes para contrarrestar la apreciación cambiaria.....</b>	<b>10</b>
<b>Los derivados cambiarios: un tema desconocido, a pesar de su importancia.....</b>	<b>12</b>
<b>Debe evitarse el ingreso de capitales especulativos? .....</b>	<b>13</b>
<b>Una baja inflación no resuelve todos los problemas.....</b>	<b>14</b>
<b>Conclusiones .....</b>	<b>15</b>
<b>Lista de personas entrevistadas .....</b>	<b>17</b>
<b>Notas .....</b>	<b>18</b>

## **Resumen Ejecutivo**

La ponencia muestra la evolución del régimen cambiario en el país, pasando de las minidevaluaciones a las bandas cambiarias en 2006. Además, el sector exportador, incluido el turismo, el cual se ha visto impactado negativamente llegando a considerar por diversos motivos que el régimen cambiario adoptado no es el apropiado. Otra arista de este tema, es el entorno mundial, la evolución de la aplicación del régimen cambiario y su valoración debe también contemplar los cambios suscitados en la dinámica internacional. Principalmente la crisis mundial de 2008, la cual causó una reducción de las tasas de interés internacionales y un flujo de capitales especulativos hacia América Latina.

La aspiración de la ponencia es contribuir al debate sobre el régimen cambiario así como a la formación de una corriente de pensamiento, que contribuya a eliminar el impasse existente, que impide tanto avanzar hacia la meta definida por el BCCR como definir cuál ha de ser el régimen cambiario más adecuado para el país y cómo debe operar.

**Descriptor:** régimen cambiario, bandas cambiarias, sector exportador, sector turismo, crisis mundial, derivados cambiarios

## Introducción

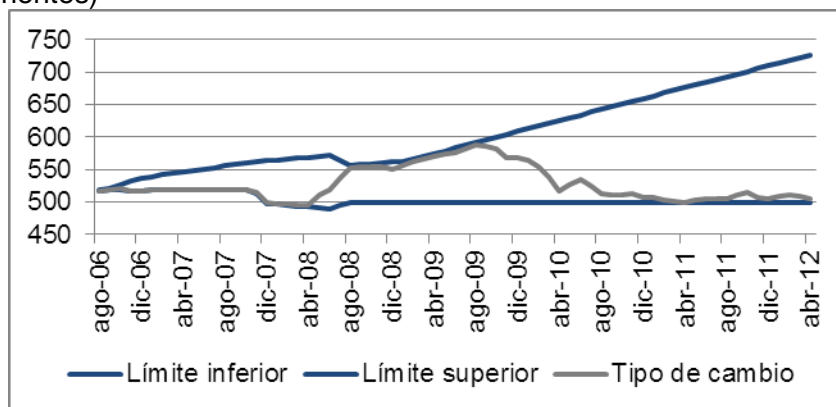
En octubre del año 2006, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) introdujo el esquema de bandas cambiarias, en sustitución del esquema de minidevaluaciones, que por más de 20 años – con un breve período de flotación en el año 1993 - se venía aplicando. La adopción de ese nuevo esquema cambiario se hizo como parte de la estrategia para migrar, en el mediano plazo, hacia un sistema monetario de metas de inflación dentro de un régimen cambiario de flotación, con el propósito de reducir la influencia de factores que reducen la efectividad de la política monetaria y, en consecuencia, restringen la capacidad del BCCR para controlar la inflación.

Desde la implementación del nuevo régimen, el tipo de cambio ha tenido varios momentos en su evolución. Al inicio, se situó en alrededor de C 519 colones por dólar, mostrando una relativa estabilidad hasta noviembre del 2007, que empezó a apreciarse hasta C 494.2 por dólar en abril del 2008. El BCCR intervino en el mercado comprando dólares para defender la banda inferior, logrando una depreciación del colón por encima de los C 500 por dólar; a la vez, el banco redujo el límite superior de la banda y eliminó la pendiente negativa del límite inferior a la banda cambiaria, fijándolo en C 500 colones por dólar a partir de julio del 2008. En los meses siguientes el tipo de cambio se depreció hasta C 586.9 por dólar en agosto del 2009, obligando al Banco Central a intervenir nuevamente, esta vez vendiendo dólares para defender el límite superior de la banda. A partir de esa fecha se entra en un largo periodo - de más de un año - en el que se da una continuada apreciación cambiaria dentro de los límites de la banda establecidos, sin que el banco interviniera, hasta que en abril – mayo del 2011 empezó a rozar el límite inferior de la banda, lo que hizo que el banco interviniera nuevamente comprando divisas. Desde hace aproximadamente un año el tipo de cambio se ha mantenido ligeramente por encima del límite inferior de la banda, mostrando una apreciación importante con respecto al tipo de cambio que regía en agosto del 2009 y sin que el BCCR haya tenido que intervenir (Gráfico 1).

Gráfico 1

### Costa Rica: Tipo de cambio, límite inferior y límite superior. 2006 – 2012

(en colones corrientes)



Fuente: BCCR

La no intervención del BCCR en el mercado de divisas y la ubicación del tipo de cambio cerca del límite inferior de la banda han contribuido significativamente a la reducción de la inflación, siendo ese uno de los objetivos más importantes de la aplicación del nuevo régimen cambiario.

No obstante, la reducción de la inflación se ha dado dentro del contexto de una apreciación cambiaria real, y ésta está impactando de manera negativa al sector exportador, incluyendo el turismo, amenazando seriamente su competitividad internacional e incluso la supervivencia de muchas empresas, con lo cual se está afectando también a una parte importante del sector real de la economía y la generación de empleo.<sup>1</sup>

Esa apreciación cambiaria, que no ha sido consecuencia de mayores ingresos de divisas por exportaciones en relación con los egresos de divisas por importaciones, ha llamado además la atención de diversos actores, quienes sostienen diversas hipótesis acerca de las causas que la están ocasionando, y algunos de los cuales consideran que el régimen cambiario adoptado no es el apropiado, por los riesgos que conlleva.

Con respecto a las causas, algunos sostienen que la apreciación cambiaria se ha dado por un mayor ingreso de capitales, incluyendo capitales especulativos, aprovechando el diferencial en las tasas de interés nacionales en comparación con las tasas de interés a nivel internacional. Otros sostienen que se debe más a una corrección de tipo de cambio nominal, ya que el tipo de cambio real de equilibrio se encuentra a un nivel más bajo. Y otros sostienen que la apreciación cambiaria se ha dado por un exceso de dólares en el mercado, producto del narcotráfico y el lavado de dinero, o bien por una combinación de todos los factores mencionados.

Con respecto al régimen en sí, además de los riesgos que acarrea para los sectores exportador y turismo, algunos actores advierten sobre el riesgo de una crisis bancaria, el riesgo de que el BCCR no esté preparado para enfrentarla y la eventual necesidad de utilizar instrumentos no ortodoxos para prevenirla.<sup>2</sup>

La evolución de la aplicación del régimen cambiario y su valoración también debe verse desde la perspectiva del entorno económico mundial y los cambios que ha experimentado. En el año 2006 y en los siguientes el país se encontraba en una situación de buen crecimiento económico y logrando superávit en las finanzas públicas, situación que hacía propicio el momento para introducir el régimen cambiario de flotación. Sin embargo, a partir de mediados del año 2008 el entorno económico mundial cambió drásticamente con la Gran Recesión, que condujo a la reducción de las tasas de interés internacionales y ocasionó un flujo de capitales especulativos hacia América Latina, ocasionando la apreciación de las monedas de muchos países de la región, incluyendo Costa Rica. Por otra parte, las medidas de tipo fiscal adoptadas para enfrentar la crisis ocasionaron un déficit fiscal importante en el país, que afecta las tasas de interés y el manejo de la política monetaria. La lenta recuperación que se ha venido dando está siendo acompañada de nuevas incertidumbres y nuevos riesgos. Hay una gran incertidumbre acerca de la fortaleza de la recuperación, conjuntamente con el riesgo de que se dé otra crisis, esta vez originada en Europa, además de una

reducción del crecimiento de China. Ello implica un entorno nuevamente diferente que hace que se cuestione si el régimen cambiario actual es el adecuado, por los riesgos que éste implica dentro del contexto del nuevo entorno económico internacional.

Por lo anterior, y más allá de hacer un análisis de la política monetaria y de las ventajas y desventajas del régimen cambiario actual, es importante conocer cuál es el estado actual de la discusión y de las opiniones acerca del régimen cambiario en Costa Rica, a efectos de contribuir al debate sobre el régimen cambiario así como a la formación de una corriente de pensamiento, que contribuya a eliminar el *impasse* existente, que impide tanto avanzar hacia la meta definida por el BCCR como definir cuál ha de ser el régimen cambiario más adecuado para el país y cómo debe operar.

Para lo anterior, se entrevistó a un grupo reducido de expertos sobre política cambiaria (economistas y académicos) y de no expertos en la materia (empresarios y representantes de cámaras empresariales), cuyas actividades son afectadas por la forma en la que ha evolucionado el tipo de cambio bajo el régimen cambiario de bandas, como régimen de transición hacia un régimen de flotación.

A continuación se presenta una sistematización de las visiones de ese grupo reducido de expertos y no expertos en la materia, con los matices de acuerdos y disensos, sobre el régimen cambiario costarricense, a poco más de cinco años de su aplicación.

## **Sistematización de visiones sobre el régimen cambiario**

Las entrevistas individuales a los expertos y no expertos seleccionados fueron realizadas con base en preguntas específicas sobre los siguientes nueve hechos, identificados como relevantes, asociados a la aplicación del régimen cambiario de bandas y sus efectos, y su reacción ante ellos:

1. Reducción de la inflación.
2. Funcionamiento de un mercado de divisas.
3. Tasas de interés.
4. Compra de reservas monetarias internacionales.
5. Disminución de la dolarización de la economía.
6. Pérdida / incremento de la rentabilidad relativa de sectores.
7. Efectividad de la revaluación sobre el poder adquisitivo
8. Efectos sobre la recaudación tributaria.
9. Limitaciones a la entrada de capitales.

Como resultado, las entrevistas arrojaron una insatisfacción generalizada con el régimen cambiario actual, insatisfacción que se resume en tres posiciones distintas:

1. Que debe avanzarse en el objetivo de establecer un régimen de flotación administrada, estableciendo una pendiente negativa para el límite inferior de la

- banda y eliminando, posteriormente, los límites superior e inferior de la banda cambiaria, estableciendo claramente las reglas de intervención del BCCR.
2. Que se mantengan los límites inferior y superior de la banda, y que el BCCR intervenga entre esos límites para mantener cierto nivel del tipo de cambio.
  3. Que se reduzca la brecha entre los límites superior e inferior de la banda y que el BCCR intervenga “intrabandas” para garantizar cierto nivel del tipo de cambio.

Mientras la primera posición busca mantener la incertidumbre acerca del nivel y de la certeza del tipo de cambio – trasladando el riesgo cambiario a los agentes económicos y logrando la desdolarización de la economía, dando margen a un mayor control de la economía por parte del BCCR-, las otras dos posiciones buscan mayor certeza sobre el tipo de cambio, a la vez que un mayor nivel del mismo. Asimismo, mientras la primera posición ubica la responsabilidad principal del BCCR en el control de la inflación, las otras dos posiciones consideran que el BCCR debe velar, además, por la generación de empleo.

La insatisfacción generalizada con el régimen cambiario está relacionada tanto con las dudas que la evolución del tipo de cambio ha generado – la incertidumbre - como con la forma como se ha venido implementando.

### *La evolución del tipo de cambio genera dudas sobre el régimen cambiario, por el tamaño del mercado*

El tamaño del mercado es un primer elemento que justifica las dudas sobre si el régimen cambiario es el adecuado para el país, ya que podría ser objeto de manipulación, generando altos niveles de volatilidad, nada convenientes para el desarrollo de los sectores productivos. En un principio se aducía que el Banco Nacional y la Refinadora Costarricense de Petróleo (RECOPE) podrían prestarse para manipular el mercado. No obstante, se ha demostrado que el Banco Nacional tiene una posición neutra y ya existe un consenso generalizado de que esas dos instituciones no manipulan el mercado, aunque se reconoce que cuando RECOPE compra divisas se afecta el tipo de cambio.<sup>3</sup>

Ahora bien, el MONEX, que es un mercado mayorista para las transacciones entre bancos, es un mercado de “colas”,<sup>4</sup> los bancos primero atienden a sus clientes con su demanda y oferta de divisas, y una vez hecho esto, acuden al MONEX para liquidar las denominadas “colas”, que son los faltantes o sobrantes de divisas una vez liquidada la demanda con la oferta de divisas en los bancos.

A raíz de la crisis internacional a partir de agosto del 2008, empezaron a operar fuerzas que afectaron la evolución del tipo de cambio, dadas las relativamente altas tasas de interés locales en comparación con las tasas de interés a nivel internacional. Con la entrada de capitales especulativos, el premio por invertir en colones empezó a subir, con lo que puestos de bolsa en los Estados Unidos vieron oportunidades muy lucrativas en Costa Rica, al incrementarse la denominada “tasa equivalente” (que es la suma de la

tasa de interés local y la diferencia en precio del dólar). Rápidamente los corredores locales empezaron a entender eso, lo que ocasionó que muchos dólares se convirtieran a colones afectando el tipo de cambio. Los bancos privados, incluso, tuvieron que financiarse más en el exterior para el fondeo respectivo, ya que individuos que tenían certificados en dólares en bancos privados los convirtieron a colones y colocaron esos colones en cuentas en bancos estatales. Adicionalmente, éstos también se financiaron en el exterior para invertir en colones.

Esa entrada de capitales especulativos contribuyó, entre otros, a la apreciación cambiaria que se dio en la segunda mitad del año 2010, y que se ha mantenido durante todo el 2011 y hasta la fecha.

Por otra parte, pareciera existir evidencia que los bancos en el exterior son los que manipulan el mercado; basta con ver la volatilidad del mercado “intra día”, que es mucho mayor que la volatilidad diaria del tipo de cambio.

Ahora bien, siendo el mercado pequeño, sorprende la reducida volatilidad que ha mostrado el tipo de cambio en el último año. Sin embargo, ello puede deberse a una reducción de la entrada de capitales especulativos, por la reducción del diferencial en las tasas de interés, y a que han cambiado las expectativas; aparentemente la gente ya no cree que el tipo de cambio se va a devaluar o revaluar en el corto plazo. Además, la gente sabe que el Banco Central mantiene una buena posición de reservas.

### *La evolución del tipo de cambio genera dudas sobre el régimen cambiario, por el efecto negativo sobre el sector exportador y el sector turismo*

Un segundo elemento que justifica las dudas sobre si el régimen cambiario actual es el adecuado es el efecto que está generando el tipo de cambio sobre el sector exportador y sobre el sector turismo.

Las empresas que facturan en dólares y cuyos gastos son en colones pierden competitividad con la apreciación cambiaria. De hecho, esas empresas podrían incluso desaparecer si se elimina o se pone una pendiente negativa al límite inferior de la banda, en una situación como la actual, en la que la afluencia de divisas en el mercado hace que el tipo de cambio tienda a la baja, sin que el BCCR intervenga.

Al respecto, algunas empresas podrán sortear la situación, pero otras no. De hecho, aunque el tipo de cambio menor incrementa los costos en colones, las empresas extranjeras bajo el régimen de zonas francas, de las cuales la mayoría transfiere recursos al país para el pago de los gastos locales, no han manifestado inconformidad con la situación. Una situación bastante distinta enfrentan las empresas exportadoras agrícolas y las empresas nacionales del sector turismo, dentro de las cuales se encuentran muchas empresas pequeñas y medianas.



Un ejemplo es la producción de piña, tercer producto de exportación, que participa con un 6.9% en las exportaciones totales de bienes del país. Entre diciembre del 2009 y Febrero del 2011 el precio por caja de piña se ha mantenido en US \$ 5.75 por caja. El tipo de cambio en diciembre del 2009 fue C 573 colones por dólar, mientras que en febrero del 2011 fue de C 495 colones por dólar. El ingreso por caja de piña se redujo de C 3,294.75 colones a C 2,846.25. Por su parte el salario por trabajador en diciembre del 2009 era de C 256,464 colones, mientras que en febrero del 2011 era de C 287,976 colones. El efecto de la revaluación del colón ha ocasionado que para cubrir el salario de un trabajador se deben vender 23 cajas de piña más de las que se vendía antes de la revaluación del colón.

Otro ejemplo del sector agrícola exportador que ha sido afectado por la apreciación cambiaria es el caso de la exportación de tubérculos. Al respecto, un exportador manifestó: *“Desde 1990 que fundé mi empresa nunca había tenido que lidiar con este problema, de un tipo de cambio más bajo. Siempre ganaba dinero, con un tipo de cambio cada vez más alto, y obtenía muy buenas utilidades, pero ahora, de un momento a otro, me encuentro con que pierdo dinero en mi actividad.*

Esta es una frase típica de un empresario que estaba siendo favorecido por el sistema anterior y que al cambiar las circunstancias se da cuenta de que el tipo de cambio es una variable que debe considerar. En otras palabras, con el anterior esquema cambiario el empresario no tenía riesgo cambiario, con el actual esquema sí lo tiene y, de hecho, una reducción significativa del tipo de cambio puede conducir, incluso, a su desaparición.

Ejemplos similares se encuentran en el sector turismo; tour operadores nacionales, que habían pactado determinadas tarifas por tiempos definidos con agencias de viajes en el exterior, vieron disminuidos sus ingresos con la apreciación cambiaria. Igualmente, operadores de hoteles nacionales difícilmente pueden trasladar los mayores costos a sus huéspedes, menos en la situación actual, en la que el turismo viene saliendo de una situación difícil por la crisis financiera internacional.

Desde que se dio la apreciación cambiaria, los exportadores y los representantes del sector turismo manifestaron su preocupación. Ante el reclamo de los exportadores, el Presidente Ejecutivo del Banco Central manifestó que el régimen no cambiaría y que se seguiría con el sistema de bandas, como efectivamente se ha hecho. No obstante, pareciera que la fijación del límite inferior de la banda en C 500 por dólar, responde a la conveniencia de no permitir que el tipo de cambio baje más, lo cual da cierta certeza a esos sectores. Sin embargo, para esos sectores el nivel del tipo de cambio actual es muy bajo y debieran tomarse acciones para que el nivel del tipo de cambio sea mayor, pero el BCCR no ha respondido a ese reclamo.

### *Los incrementos de la productividad son necesarios, pero insuficientes para contrarrestar la apreciación cambiaria*

Obviamente, ante la apreciación cambiaria y la pérdida de competitividad, las empresas han tomado acciones para incrementar su productividad, algunas más rápidamente que otras, dependiendo de su situación particular y de su competitividad internacional. Puede ser que algunas de esas empresas estuvieran teniendo márgenes muy altos, que les permita sobrellevar una situación con un tipo de cambio más bajo, pero definitivamente no son todas, y en especial, son las pequeñas y medianas empresas las que menor capacidad tienen para enfrentar esa situación. Aquellas que tuvieron que reaccionar rápidamente, negociaron con algunos de sus proveedores el pago de sus bienes en dólares y revisaron sus costos de operación hacia abajo, incluso realizando despidos. En ese sentido, el sector productivo reconoce la importancia de las mejoras en la productividad, pero las mejoras en productividad no se dan de la noche a la mañana, tienen límites y además, no solo dependen de acciones a lo interior de las empresas.

Para que se den más mejoras en la productividad y por ende en la competitividad de las empresas, es también necesario que la apreciación cambiaria se traduzca en menores precios de importación, lo que no necesariamente ocurre, aunado a incrementos en otros rubros, como los salarios. En el sector agrícola, por ejemplo, la apreciación cambiaria no se ha traducido en menores precios de importación de maquinaria agrícola, repuestos, fertilizantes, papel, cajas de cartón, palas, cuchillos y otros implementos agrícolas.

Los factores que dificultan el mecanismo de transmisión de la apreciación cambiaria en la fijación de precios son, por una parte, la incertidumbre propiamente, y por otra parte, la falta de competencia en algunos sectores del comercio – la organización industrial -. Se observa que el mercado de automóviles es muy competido, siendo que los precios de los automóviles han bajado conforme se ha reducido el tipo de cambio, mientras que los precios de los electrodomésticos no han bajado, al igual que los precios de implementos agrícolas y los agroquímicos, probablemente por la poca competencia que existe en esos mercados.

En el comercio de supermercados, específicamente, la rebaja en los precios de los productos importados no se da en todos los casos, pues ello depende también de la organización industrial de los importadores. En aquellos casos en los que hay muchos importadores, sí se da la reducción de precios y es de esperar que la demanda se incremente, pero en los casos en los que no hay muchos importadores de un mismo producto, la reducción de los precios no se da tan fácilmente; de nuevo, depende de la competencia entre importadores de productos similares. Si es la empresa de supermercados la que importa directamente, sí hay una tendencia a la baja de los precios, por la fuerte competencia entre las cadenas de supermercados, pero la reducción de precios es más lenta que la reducción del tipo de cambio: si se ha dado una importación a determinado precio y una nueva importación se realiza a un precio menor, existiendo inventarios del primer pedido, se hace un promedio ponderado del

precio de compra de la totalidad de la mercancía que está para venderse para calcular el costo promedio y así fijar el precio de venta, de manera que las unidades compradas al precio más alto se vayan vendiendo a un precio más bajo, pero que la pérdida no sea tan grande. Siendo la volatilidad baja, como lo es actualmente, las pérdidas o las ganancias por cambios abruptos en los precios no son tan grandes, lo que proporciona un mayor margen de maniobra.

Otros elementos que dificultan el incremento de la productividad y por ende de las competitividad internacional de las empresas son el exceso regulatorio y la tramitología, afectando el crecimiento y la expansión, el desarrollo de nuevos productos, nuevos mercados y tecnología, el mejoramiento de la eficiencia productiva, la generación de riqueza, la generación de empleo y el mejoramiento de las condiciones de las comunidades rurales.

A lo anterior debe agregarse la inexistencia o la falta de eficacia de las políticas públicas en el sector agrícola y el desalineamiento institucional entre el Ministerio de Agricultura y Ganadería, el Ministerio de Ambiente, Energía y Telecomunicaciones, la Secretaría Técnica Ambiental, el Tribunal Ambiental, el Servicio Fitosanitario del Estado, el Ministerio de Salud, las fiscalías, las municipalidades y hasta la fuerza pública, entre muchas otras instituciones, todo lo cual termina afectando el clima de negocios, con un exceso de trámites, procedimientos y autorizaciones que realmente afectan la productividad y la competitividad de las empresas.

Si los aumentos de productividad son importantes, y el empresario lo reconoce, también es importante contar con políticas que fomenten y ayuden a las empresas a mejorar su productividad.<sup>5</sup> Aquí pareciera que las políticas de fomento al desarrollo de los sectores productivos son un vacío importante de complemento de las políticas económicas. Otros factores que afectan la productividad y la competitividad de las empresas son la infraestructura y la tramitología, como se mencionó anteriormente. Aún así, cabe preguntarse si el país está preparado para enfrentar una situación en la que una continuada reducción del tipo de cambio nominal signifique un “estrujamiento” demasiado fuerte para el sector exportador. La gran mayoría de los entrevistados considera que el régimen cambiario actual entraña mucho riesgo para los sectores productivos, en especial el sector exportador y el turismo, riesgo que se ha materializado en un tipo de cambio muy bajo, por lo que considera que deben emprenderse acciones para dar una mayor certeza y un mayor nivel al tipo de cambio.

En todo caso, el movimiento “anti tipo de cambio más bajo” tampoco ha logrado sostenerse, en el sentido de que no ha podido mantener el tema en el debate nacional. Por su parte, las instituciones gubernamentales relevantes – Instituto Costarricense de Turismo (ICT) y el Ministerio de Comercio Exterior (COMEX) – no se pronuncian al respecto, aunque debieran. Y pareciera que, con el pasar del tiempo, la apreciación no ha contribuido a una muerte masiva de empresas exportadoras ni del sector turismo, pues no se conoce de muchas empresas que hayan desaparecido por causa de la apreciación cambiaria;<sup>6</sup> las exportaciones, incluso se han incrementado, lo que algunos ven como que el sector exportador en realidad no ha sido tan afectado.<sup>7</sup> No obstante, la información recibida por representantes calificados del sector exportador y del sector

turismo dice de una situación generalizada de alarma en esos sectores que puede conducir al cierre de empresas, incluso en el corto plazo, lo cual también afectaría el empleo.

### *Los derivados cambiarios: un tema desconocido, a pesar de su importancia*

La forma como se convive con la incertidumbre en el mercado cambiario en los mercados desarrollados es mediante la utilización de los denominados derivados cambiarios, que son instrumentos de cobertura. Paralelamente a la introducción del nuevo régimen cambiario el BCCR ha sugerido a las empresas utilizar derivados cambiarios para lidiar con la incertidumbre en el tipo de cambio. Sin embargo, los empresarios manifiestan que no conocen esos instrumentos y que los bancos tampoco se los han ofrecido; éstos, a su vez, manifiestan que el reglamento para operaciones con derivados cambiarios que se publicó en el año 2008 es tan complicado que resulta muy oneroso para los bancos su utilización y que no lo ven como un instrumento rentable. Los bancos también manifiestan que al ser el mercado tan pequeño,<sup>8</sup> no hay suficientes demandantes y oferentes como para que ese mercado de derivados cambiarios se desarrolle. Y actualmente, con la poca volatilidad que hay, no se siente la necesidad de utilizar derivados cambiarios.

De mantenerse el esquema cambiario actual, caracterizado por la incertidumbre, que implica riesgos, el desarrollo del mercado de derivados es una tarea pendiente, siendo el único mecanismo que tienen los agentes para manejar los riesgos cambiarios.

*El Banco Central señala claramente el camino y sus intenciones, mas en la práctica toma medidas aparentemente contradictorias y no toma medidas concretas que evidencien un avance hacia el régimen cambiario anunciado*

A pesar de que el Banco Central anunció el camino hacia el régimen de flotación, existe la percepción de que no quiere tomar, al menos todavía, los pasos necesarios para hacerlo, lo que a su vez genera la duda de si el BCCR realmente está convencido de que ese es el camino a seguir, o si está dominado por el denominado “miedo a flotar”, afectando la credibilidad de sus acciones, o bien que las condiciones actuales del entorno, tan diferentes a las prevalecientes cuando se inició con el nuevo esquema cambiario, no son las apropiadas para seguir ese camino. De hecho, el 1 de junio del 2011, ante la pregunta sobre una fecha para adoptar la flotación, el Presidente Ejecutivo del Banco Central dijo: *“No podemos anunciar cuándo se hará el cambio, pero vamos hacia allá; un día nos levantaremos con el cambio.”*<sup>9</sup> Sin embargo, el BCCR no ha tomado recientemente medidas que indiquen un avance hacia el régimen de flotación, dando la impresión de que existe un *impasse* y que no va a avanzar, por ahora, en la dirección anunciada.

La anterior percepción se refuerza con el hecho de que más bien, el BCCR ha tomado acciones que hacen dudar a ciertos actores acerca de sus intenciones, porque aparentemente son contradictorias. Por ejemplo, la decisión del Banco Central de crear

un Programa de Fortalecimiento de Reservas Internacionales (PFRIN) e incrementar las reservas monetarias internacionales en dos ocasiones, aún contando con un nivel de reservas adecuado y sin estar el tipo de cambio “tocando” la banda inferior – hasta US \$ 600 millones entre el 2 de setiembre del 2010 y el 31 de diciembre del 2011 y hasta US \$ 1.500 millones entre el 1 de febrero del 2012 y el 31 de diciembre del 2013 -, da la impresión de que el objetivo de un determinado nivel de tipo de cambio está por encima del objetivo de inflación, a pesar de que el Banco aduzca que la compra de reservas obedece al objetivo de incrementar éstas del 11% del Producto Interno Bruto (PIB), actualmente, al 15% del PIB, siendo ese mayor nivel de reservas lo que se acostumbra en otros países.

La mayoría de los entrevistados considera que la compra de divisas por parte del Banco Central responde a una política de incremento de reservas – blindaje - en preparación a una posible “corrida”, y que además responde a una política de “sostenimiento” del tipo de cambio; no cree que el BCCR compre y acumule más reservas monetarias internacionales para incrementar el porcentaje que representan del PIB, buscando el nivel de reservas que aparentemente tienen otros bancos centrales en la región. La compra de reservas incrementa las pérdidas del Banco Central y la inflación a futuro, lo que va en contra de la política de metas de inflación.

No obstante, quienes consideran que el régimen cambiario debe dar certeza sobre el tipo de cambio y que el nivel del tipo de cambio debe ser mayor, sí consideran que la compra de divisas, aún sin requerirlas, debe ser parte de la política cambiaria, pues la afluencia de capitales ha sido tal que la afectación a los sectores productivos es alta, y por lo tanto debe contrarrestarse. En ese sentido, consideran que el Banco Central debe intervenir para dar certeza y garantizar determinado nivel de tipo de cambio, aún si a cambio de eso la inflación es mayor.

El problema radica en que el BCCR no ha sido claro en sus intenciones. La percepción es que la intervención es para defender el tipo de cambio, pero no lo hace con la contundencia necesaria. Por otra parte, mantiene el límite inferior de la banda, dando cierta certeza de que no va a permitir que baje de ese nivel, pero no dice explícitamente que es para apoyar a los sectores productivos, aunque ese nivel del tipo de cambio tampoco es el deseado por los sectores productivos.

### *¿Debe evitarse el ingreso de capitales especulativos?*

Una consecuencia de la aplicación de regímenes cambiarios más abiertos es la aplicación de controles al ingreso de capitales, con el propósito de desalentar la entrada de capitales especulativos que afectan el nivel del tipo de cambio y por lo tanto a los sectores productivos. Es claro que en Costa Rica, la apreciación cambiaria se ha dado por el ingreso de capitales que más que compensan el déficit en cuenta corriente, parte de los cuales son capitales especulativos. Al respecto cabe preguntarse si los capitales especulativos son o no son parte de los denominados fundamentales, ya que de ello depende si deben tomarse medidas para evitar su ingreso y, en consecuencia, su

efecto sobre la apreciación cambiaria y la competitividad del sector exportador y del sector turismo.

La mayoría de los entrevistados concuerdan en que el ingreso de capitales especulativos contribuye a la apreciación cambiaria y que entraña riesgos asociados con una salida abrupta de los mismos en caso de que cambien las condiciones del entorno, independientemente de la discusión de si son o no parte de los denominados fundamentales. Ante esa situación, todos los entrevistados coinciden en que debiera limitarse el ingreso de capitales especulativos, pues la pérdida de competitividad debida a ese factor puede afectar en mucho el desempeño del sector real de la economía.

Contrario a otros países de la región, como Brasil y Perú, en Costa Rica no se han utilizado instrumentos que ejerzan un efecto importante sobre las entradas de capitales especulativos, tales como encajes a préstamos del exterior, encajes a depósitos en moneda local de no residentes, encajes especiales, encajes a los ingresos de capital, intervenciones para la compra de divisas, e impuestos a la entrada de capitales, entre otros, algunos de los cuales incluso están contemplados en la ley orgánica del BCCR. De hecho, el Banco Central utilizó el instrumento de los encajes para encarecer las operaciones de crédito a menos de 360 días y así frenar la entrada de capitales, pero esa medida resultó en un encarecimiento del crédito, sin lograr frenar la entrada de capitales. Existe consenso acerca de que es conveniente utilizar instrumentos no ortodoxos para regular el ingreso de capitales especulativos, más allá de los instrumentos usuales. Sin embargo, la mayoría de los entrevistados cree que más que llegar a utilizar esos instrumentos, no debe llegarse al establecimiento del régimen de flotación con amplio margen entre los límites superior e inferior de la banda, sino con un margen más estrecho entre esos límites y con un comportamiento más activo del BCCR en el mercado.

### *Una baja inflación no resuelve todos los problemas*

No hay la menor duda de que la reducción de la inflación está relacionada con la aplicación del nuevo régimen cambiario; definitivamente, la inflación hubiese sido mayor si se hubiese continuado con el régimen anterior. Aproximadamente una tercera parte de la inflación se explicaba por el “*pass through*” de las minidevaluaciones. Con solo el hecho de romper la inercia inflacionaria que generaba el régimen anterior se contribuyó a la reducción de la inflación, por la reducción de la emisión y las pérdidas del BCCR. Otros factores que han influido en la reducción de la inflación han sido la menor demanda del sector privado y menores y más estables precios de alimentos y materias primas en el mercado internacional. Aunque esta situación está cambiando en los últimos meses, todavía no se ha reflejado en el tipo de cambio.

Otro aspecto relevante en torno a la menor inflación es el tema de las expectativas. El hecho de que el BCCR no haya tenido que intervenir en el mercado cambiario por un periodo ya bastante largo, y además con un tipo de cambio cercano al límite inferior de la banda, está haciendo creer a la gente que, efectivamente, el banco no va a intervenir

en el mercado cambiario, como lo ha anunciado, por lo que sus expectativas de inflación se reducen. Incluso, el clamor del sector exportador por un nivel de tipo de cambio más alto no ha sido atendido por el BCCR, lo que ha contribuido a una mayor credibilidad del banco, aunque está claro que la fijación del límite inferior de la banda indica claramente que a ese nivel el Banco sí va a intervenir, como efectivamente lo ha hecho.

No obstante, si bien la reducción de la inflación es un resultado positivo, ésta, conjuntamente con una moneda local apreciada y la pérdida de competitividad respectiva, no es nada halagador para el sector real de la economía ni para la generación de empleo.

En palabras de un empresario exportador, no pareciera ser correcto decirle al trabajador: “... *tengo que despedirte porque la actividad ya no da lo suficiente para pagar tu salario; pero tranquilo, no te preocupes, la inflación ha bajado, así es que no vas a tener problemas.*”

Lo anterior pone de manifiesto una discusión pendiente, relacionada con el rol del BCCR. Debe el BCCR velar por la inflación, únicamente, o bien debe velar también por la generación de empleo?

## **Conclusiones**

Existe consenso en cuanto a que el abandono del régimen de minidevaluaciones era inminente y que no es una opción volver a ese régimen cambiario. No obstante, existe una insatisfacción generalizada con el nuevo régimen y el camino que se ha llevado en él, insatisfacción que se resume en tres diferentes posiciones:

1. Que debe avanzarse en el objetivo de establecer un régimen de flotación administrada, estableciendo una pendiente negativa para el límite inferior de la banda y eliminando, posteriormente, los límites superior e inferior de la banda cambiaria, estableciendo claramente las reglas de intervención del BCCR.
2. Que se mantengan los límites inferior y superior de la banda, y que el BCCR intervenga entre esos límites para mantener cierto nivel del tipo de cambio.
3. Que se reduzca la brecha entre los límites superior e inferior de la banda y que el BCCR intervenga “intrabandas” para garantizar cierto nivel del tipo de cambio.

La primera posición busca mantener la incertidumbre sobre el nivel y la certeza del tipo de cambio; las otras posiciones buscan un mayor nivel y mayor certeza sobre el tipo de cambio. Esas otras posiciones aspiran también a que el BCCR sea activo en la persecución del objetivo de la generación de empleo, y no solo se concentre en el combate a la inflación.

Sin embargo, la mayoría de los entrevistados considera que un régimen de flotación libre o un régimen de flotación administrada, con un amplio margen entre los límites superior e inferior de la banda, no es conveniente para el país. El argumento de más peso es el efecto que ello está generando sobre el sector real de la economía, reduciendo la competitividad de las empresas exportadores y de turismo, a la vez que afectando la generación de empleo.

Los argumentos que justifican las dudas acerca de si el régimen cambiario actual es el más adecuado son los siguientes:

- a. que el mercado costarricense es muy pequeño, con muy pocos actores, y que por ello el mercado podría ser sujeto de manipulación, por lo que un régimen de flotación generaría altos niveles de volatilidad, nada convenientes para el desarrollo de los sectores productivos, por la incertidumbre que genera;
- b. que no es conveniente dejar que el tipo de cambio se ubique por debajo de los C 500 por dólar, porque el impacto sobre el sector exportador podría ser nefasto – en términos de empleo y en términos de ingresos de divisas – y por su impacto en la cuenta corriente; y
- c. que el actual tipo de cambio no refleja la situación real de la economía costarricense, por lo que debe ser “corregido” mediante una intervención que lo ubique en alrededor de C 530 colones a C 550 colones por dólar, ya que supuestamente ese nivel de tipo de cambio sería más acorde con las necesidades del sector exportador;
- d. que la intervención cambiaria, pagando el precio de una mayor inflación, es preferible a una situación de amenaza a la existencia de algunos sectores exportadores y la afectación correspondiente en el empleo;
- e. que debe evitarse una alta volatilidad en el tipo de cambio, cerrando la brecha entre los límites superior e inferior de la banda, como una forma de evitar crisis bancarias y, además, lograr la estabilidad requerida de ese precio.

Desde el punto de vista de los empresarios, además, cualquier régimen cambiario que finalmente se decida establecer debe ir acompañado de políticas para el fomento y el fortalecimiento de las actividades productivas dirigidas al mejoramiento de la productividad y de la creación de un entorno económico de facilitación de negocios, aspectos que se consideran de suma importancia para mejorar, en el mediano y el largo plazo, la competitividad internacional de la economía del país.



## **Lista de personas entrevistadas**

Alberto Alonso, Vicepresidente, Corporación Auto Mercado

Jason Alvarado, Sub Director Ejecutivo, Cámara Nacional de Turismo (CANATUR)

José Eduardo Angulo, Director, Banco Central de Costa Rica

José Tomás Batalla, Gerente General, Hotel Hacienda Guachipelín

Arnoldo Beeche, Gerente General, Hotel de Montaña El Establo

Gerardo Corrales, Gerente General, Banco BAC San José S.A.

Jorge Guardia, Ex Presidente Ejecutivo, Banco Central de Costa Rica

Eduardo Lizano, Ex Presidente Ejecutivo, Banco Central de Costa Rica

Gabriela Llobet, Directora General, Coalición Costarricense de Iniciativas de Desarrollo (CINDE)

Pedro Morales, Director, Estudios Económicos, Cámara de Industrias de Costa Rica

Sergio Navas, Ex Vicepresidente Ejecutivo, Cámara de Exportadores (CADEXCO)

Eduardo Prado, Banco Central de Costa Rica

Jorge Sequeira, Gerente General, Promotora del Comercio Exterior de Costa Rica (PROCOMER)

Anabel Ulate, Observatorio del Desarrollo, Universidad de Costa Rica

Álvaro Valverde, Director Ejecutivo, Asociación de Empresas de Zonas Francas (AZOFRAS)

Hazel Valverde, Gerente Administrativo – Financiero, Banco BAC San José

Alfredo Volio, empresario agroexportador y Presidente de la Junta Directiva, Banco Nacional de Costa Rica

## Notas

---

<sup>1</sup> A lo anterior se agrega la intención del Ministerio de Hacienda de cobrar impuestos sobre las ganancias cambiarias no realizadas que la apreciación genera en empresas con préstamos en dólares.

<sup>2</sup> Al respecto cabe señalar que aproximadamente el 50% de los episodios de aumento de las entradas de capital en las economías emergentes acaban en una crisis bancaria o en una recesión. El mundo de los senderos que se bifurcan. América Latina y el Caribe ante los riesgos económicos globales. Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2012, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2012.

<sup>3</sup> Algunos aducen que el Banco Central no da suficiente información, incluyendo la fecha cuándo RECOPE va a comprar. Sin embargo, no hay que confundir la transparencia con la ingenuidad, pues informar cuándo RECOPE va a comprar equivale a anunciar cuándo se va a incrementar el tipo de cambio, con lo cual se estimularía la especulación.

<sup>4</sup> Este mercado se ha venido ampliando con la creciente participación directa de otros oferentes y demandantes, pero su participación es todavía reducida, siendo los bancos los mayores protagonistas en el mismo.

<sup>5</sup> Empresas en el sector agrícola se quejan de la falta de asistencia en manejo poscosecha, la falta de semilla certificada y la falta de investigación aplicada.

<sup>6</sup> Según PROCOMER, en los años 2008, 2009 y 2010 se ha reducido el empleo en las empresas exportadoras y se ha reducido la cantidad de empresas exportadoras. Sin embargo, no se sabe si ello se debe a la crisis económica internacional, a la apreciación cambiaria o a ambos fenómenos.

<sup>7</sup> A lo anterior debe agregarse que la apreciación cambiaria no solo se ha dado en Costa Rica, sino también en otros países con regímenes cambiarios más flexibles, como Brasil, Chile, Perú y Colombia. Estos países son competidores nuestros y su competitividad también ha sido afectada, por lo que algunos aducen que la competitividad de las exportaciones costarricenses en realidad no se ha reducido o no se ha reducido mucho.

<sup>8</sup> Se transan entre US \$10 y US \$15 millones de dólares diarios, el 60% lo maneja el Banco Central, y hay meses que el Banco Central llega a manejar el 85%.

<sup>9</sup> La Nación, 1 de junio, 2011.