

Las bandas cambiarias y la tasa de interés en Costa Rica

Eduardo Lizano*

Abril 2007

*El autor desea agradecer a los miembros del Círculo de Economistas de La Academia de Centroamérica sus observaciones y sugerencias en una presentación de la versión preliminar de este trabajo. La responsabilidad del texto final es solo del autor.

I

Durante más de dos décadas 1984-2006- el Banco Central de Costa Rica (BCCR) tuvo vigente el régimen cambiario de “minidevaluaciones” (crawling peg). El análisis de las ventajas y desventajas de este régimen cambiario puede consultarse en Lizano (2004). Después de este largo período, se consideró necesario cambiar el régimen cambiario y pasar a uno denominado de “bandas” cambiarias, lo cual ocurrió en octubre del año 2006.¹

II

Recientemente, se ha planteado, con cierta frecuencia, la necesidad de disminuir el “piso” de la banda cambiaria por parte del Banco Central. Esto por cuanto el tipo de cambio nominal al haberse pegado al “piso” ha forzado al Banco Central a aumentar sus reservas monetarias en varios centenares de millones de dólares al “defender” dicho “piso”. Por consiguiente, el Banco Central no ha podido aún encaminarse a alcanzar el propósito fundamental del sistema cambiario de bandas, cual era el de lograr una determinada meta de inflación. El sistema de bandas además permitirá al Banco Central dejar de acumular reservas monetarias internacionales y no incurrir en las pérdidas ocasionadas por la emisión de bonos de estabilización monetaria para absorber los colones emitidos al comprar dólares. En esencia, el Banco Central de Costa Rica busca aplicar lo que Taylor (2001) denomina la trinidad posible: tipo de cambio flexible, meta de inflación y política monetaria independiente.

¹ Costa Rica siguió el ejemplo de varios países Latinoamericanos como Chile y Colombia que tuvieron vigentes el régimen de “bandas” por varios años antes de pasar al régimen cambiario de flotación.

Para solucionar este problema se propone entonces disminuir el piso de la banda, así el Banco Central no se vería forzado a comprar más dolores, la emisión de bonos de estabilización sería menor y sus pérdidas disminuirían, con lo cual la meta de inflación sería menos difícil de alcanzar. Este camino no parece, sin embargo, el más acertado como se explica seguidamente.

III

En primer lugar, es conveniente reiterar las razones por las cuales ingresan capitales del extranjero al país. Deben diferenciarse al menos tres, a saber:

- i) Ingresos de capital atraídos por una mayor rentabilidad. Sean recursos del extranjero o repatriación de capitales del exterior por parte de costarricenses. Se trata de recursos financieros para los sectores “reales” de la economía (agricultura, turismo, servicios, industria) sean de largo plazo (inversiones) o de corto plazo (capital de trabajo). Vienen al país porque aquí logran una rentabilidad más elevada que en otras partes del mundo.
- ii) Ingresos de capital por razones financieras. Ocurren cuando las tasas de interés, descontado el “riesgo país”, son más elevadas en San José que en Miami. O bien, cuando el costo del financiamiento externo en dólares resulta más barato que el nacional en colones, debido, en buena parte, a medidas tributarias, por ejemplo, exenciones de impuestos a los intereses pagados al exterior.

iii) Ingresos de capital de carácter “especulativo”. Se trata de aquellos capitales que vienen al país, por cuanto se espera la disminución del “piso” de la banda cambiaria, lo cual permitiría realizar una ganancia de capital.

Los tres tipos de movimientos de capital, aunque tienen diferentes consecuencias para la economía nacional, son movidos por el mismo propósito: obtener ganancias. Así la IED busca rentabilidad de largo plazo; el capital “golondrina” diferenciales de tasas de interés y el capital especulativo ganancias de capital originadas en la disminución del “piso” de la banda.

Al país, claro está, le interesa y mucho, los movimientos de capital mencionados en el punto (i). Los correspondientes al punto (ii), los llamados capitales “golondrina”, deben desalentarse mediante la convergencia de las tasas de interés nominales menos la devaluación en el país, con las de los mercados financieros internacionales. En cuanto a los movimientos de capitales señalados en el punto (iii) no son convenientes para la estabilidad económica y el desarrollo económico del país.

Dicho lo anterior, debe reconocerse que muy posiblemente, en la actualidad, ocurren movimientos de capital de los tres tipos, de manera simultánea. La dificultad reside en cuantificar cada uno de ellos a fin de determinar, al menos de manera aproximada, su incidencia en la evolución del mercado cambiario.

Ahora bien, sí el Banco Central, una vez puesto en práctica el régimen cambiario de bandas, cada vez que acumula reservas monetarias internacionales decidiera bajar el “piso” de la banda, le estaría haciendo la “masa aguada” a las

especuladores. Se crearía un círculo vicioso: cuanto mayores sean los ingresos de capital especulativo, más pronunciada será la acumulación de reservas por parte del Banco Central, mayor la disminución del “piso” de la banda, más elevadas las ganancias del especulador y mayor el incentivo para traer al país más capitales especulativos. Se trataría ni más ni menos de una situación en la cual la cola mueve al perro que el Banco Central, con toda razón, desea evitar a toda costa².

IV

Pareciera más conveniente, en el corto plazo, proceder a disminuir la tasa de interés en colones y no a disminuir el “piso” de la banda. Esta es la tesis principal de estas notas.

Debe reiterarse que el tipo de cambio nominal abandonará el “piso” de la banda y se ubicará dentro de la banda solo cuando la demanda de dólares sea mayor que la oferta. Ahora bien, la disminución de la tasa de interés por parte del Banco Central tendría, precisamente, ese resultado. En efecto, la oferta de dólares se contraería porque el ingreso de capitales por razones financieras (capitales “golondrinas”) dejaría de justificarse. Si el Banco Central, además, mantiene firme su política de no disminuir el “piso” de la banda, entonces se detendrá también el

² Es importante tener presente, por un lado, que alcanzar un nivel “razonable” o “satisfactorio” de reservas monetarias internacionales (RMI) es un elemento importante para disminuir la vulnerabilidad del país, aumentar la credibilidad del Banco Central y, por ende, disminuir el riesgo país y el costo de la deuda externa privada y pública. Sin embargo, por otro lado, alcanzar un nivel “excesivo” de RMI no es conveniente: exacerba las pérdidas del Banco Central al esterilizar sus propias emisiones al comprar las divisas, disminuye la credibilidad del Banco Central y aumenta el riesgo país con el consecuente efecto en el costo del endeudamiento externo. Un país pobre en vías de desarrollo no puede darse el “lujo” de acumular RMI sin límite debido al costo que ello representa. La diferencia entre el “exceso” de RMI y el nivel “razonable” debe ser utilizado, dependiendo de las circunstancias, bien para aumentar las importaciones a fin de mejorar el consumo nacional y aumentar las inversiones del país o bien para disminuir el endeudamiento externo.

ingreso de capitales de carácter especulativo³. Por otra parte, la demanda por dólares aumentaría, como consecuencia de la menor tasa interés en colones, si los agentes económicos modifican la composición de su cartera: liquidarían títulos en colones y comprarían títulos en dólares o bien aumentarían su consumo, parte del cual consiste en bienes importados.

Así, la disminución de la oferta y el aumento de la demanda de dólares permitiría al tipo de cambio nominal separarse del “piso” de la banda y comenzar a fluctuar dentro de ella⁴.

V

Tres observaciones son pertinentes:

- i) La disminución de las tasas de interés en colones debe verse como una medida transitoria. Ella haría que las tasas de interés reales en colones lleguen a ser negativas, es decir las tasas de interés nominal resultan menores que la inflación. Esta situación no puede mantenerse por mucho tiempo. Una vez que el tipo de cambio nominal comience a fluctuar dentro de la banda y el Banco Central deje de acumular reservas monetarias internacionales, entonces, muy probablemente, las tasas de interés en colones se ajustarán hacia arriba.
- ii) De hecho, en un sistema monetario basado en un régimen cambiario cada día más flexible y con una meta de inflación como objetivo principal, el Banco

³ Esta pareciera ser también la posición del BCCR cuando su Presidente afirma “... con la baja en las tasas de interés hemos reducido el incentivo para el arbitraje financiero fácil... el Central no está dispuesto a reaccionar cada vez que haya una presión en el mercado y bajar la banda”. (Gutiérrez, 2007).

⁴ Debe tenerse también presente que en tanto la inflación nacional ronde el 9% y la internacional el 2% - 3% y además, el tipo de cambio nominal se mantenga fijo, el precio de los bienes y servicios importados disminuirían en relación con los de los productos nacionales. Esta situación aumentaría las importaciones y el turismo de costarricenses al extranjero.

Central debe influir en la oferta de liquidez en la economía a fin de que la tasa de interés "*overnight*" converja con la "tasa de interés de la política monetaria", según la terminología del Banco Central de Chile⁵.

iii) Por más que el Banco Central establezca como su objetivo principal la meta de inflación, ello no significa que sea el único. De hecho, difícilmente podría desentenderse totalmente de la evolución del nivel y de la volatilidad de la producción nacional y del volumen de empleo. Desde este punto de vista, mientras disminuir el "piso" de la banda, es decir revaluar el colón, representa un "garrotazo" para los exportadores, afectando las decisiones de mediano plazo sobre inversiones y producción aún cuando el precio en colones del componente importado disminuya, la reducción de la tasa de interés es una "zanahoria" para los inversionistas en general, se dediquen a abastecer el mercado interno o el externo; así como para los deudores en colones, incluidos el Gobierno Central y el Banco Central.

VI

Para lograr la evolución de la política monetaria en la dirección deseada, una primera etapa consiste entonces en lograr el funcionamiento adecuado del régimen de bandas. Es decir, primero que el tipo de cambio nominal fluctue dentro de la banda sin que el Banco Central deba comprar o vender cantidades significativas de dólares; segundo que las pérdidas del Banco Central disminuyan de manera significativa; tercero que se prepare el terreno para lograr una mayor liberalización

⁵ La tasa de interés de la política monetaria la define el Banco Central de Chile como aquella que permita maximizar la probabilidad de que la inflación se ubique, la mayor parte del tiempo, en el rango anual establecido por el Banco Central, por ejemplo, entre 3% y 1%.

del mercado cambiario más allá del régimen cambiario de bandas. Ahora bien, mal podría pretenderse alcanzar este objetivo rápidamente. El nuevo régimen cambiario es un proceso gradual que requiere de bastante más tiempo para alcanzar su cometido. No sería, por lo tanto, de extrañar si durante los primeros meses el régimen de bandas funcione de manera muy semejante al anterior de las “minidevaluaciones”

Mientras se logra lo anterior debe aprovecharse el tiempo para llevar a cabo varias tareas importantes, relacionadas con el régimen cambiario de bandas:

- i) Proseguir con el fortalecimiento de la situación financiera (balance de situación y estado de resultados) del Banco Central, a fin de hacer desaparecer sus pérdidas. El apoyo del Ministerio de Hacienda es indispensable. Debe continuar a un paso más acelerado para lograr este objetivo cuanto antes.
- ii) Analizar la posibilidad de permitir a los bancos comerciales aumentar, con la debida precaución, el monto de divisas que pueden acumular diariamente. Esto con el propósito de ayudar a crear un mercado de divisas más activo.
- iii) Mantener una estrecha coordinación entre el Banco Central y los bancos comerciales del Estado a fin de evitar, dado su tamaño en el mercado financiero nacional, acciones que propicien los movimientos de capital de carácter especulativo o la expansión de crédito sin considerar debidamente los mayores riesgos cambiarios o la volatilidad de las tasas de interés.
- iv) Promover el funcionamiento del mercado de divisas a futuro (*forward*, *swaps*, *put*) cuyas operaciones ayudarían a cubrir a los importadores deudores en

dólares y al sector público de futuras devaluaciones y a los exportadores de futuras reevaluaciones, ambas inevitables en regímenes cambiarios de bandas o de flotación. La adopción del régimen cambiario de bandas ha permitido al Banco Central trasladar a los agentes económicos privados y al Sector Público buena parte del riesgo que él asumía con el anterior régimen cambiario de minidevaluaciones. Ahora bien, el Banco Central debe evitar crisis financieras que puedan desembocar en crisis económicas generalizadas, como consecuencia del mayor riesgo asumido por el sector financiero privado. De ahí el marcado interés del Banco Central en el desarrollo del mercado financiero nacional para permitir a los agentes económicos reducir los nuevos riesgos a los cuales deben hacer frente.

- v) Mejorar el funcionamiento del mercado monetario de muy corto plazo para lograr la convergencia entre la tasa de interés *overnight* y la tasa de interés de la política monetaria. En el tanto se logre este objetivo se facilitaría la formación de la curva de rendimiento a diferentes plazos. En condiciones normales, el BCCR no tendría que intervenir en el mercado financiero a otros plazos y además podría prescindir de ciertos esquemas *sui generis* como el llamado "Central Directo".
- vi) Redoblar esfuerzos de parte de los supervisores bancarios para evitar los riesgos originados en operaciones cambiarias de carácter especulativo por parte de los intermediarios financieros.

Las medidas mencionadas no se tomarán todas a la vez, sino más bien se trata de un proceso de ajustes y reajustes de acuerdo con los resultados logrados y el cambio de las circunstancias. Como de costumbre el Banco Central deberá actuar con prudencia, firmeza y transparencia.

VII

Consolidada la etapa anterior queda por examinar si no han ocurrido cambios significativos en la economía nacional que presionen la apreciación de la moneda nacional y eleven el tipo de cambio real.

Bien puede suceder que algunos sectores de la economía (hotelería, turismo, bienes inmuebles) crezcan a un ritmo muy elevado gracias a ingresos de capital extranjero atraídos por la rentabilidad de las inversiones en esos sectores. Si esos ingresos de capital aumentan la oferta de dólares, a pesar de la disminución de los ingresos de capitales “golondrinas” y los especulativos y del aumento de la demanda de dólares, consecuencia de la disminución de la tasa de interés en colones, entonces esa mayor oferta de dólares haría disminuir el precio de las divisas en relación con el colón. Es decir, la moneda nacional se apreciaría y el tipo de cambio real aumentaría.

De constatarse esta situación, se plantearía una situación delicada. De hecho, la pérdida de competitividad de las exportaciones, debido a la apreciación del colón, no es un camino adecuado cuando el país se encuentra enfrascado en un proceso – amplio y profundo – de inserción en la economía internacional, con el propósito

principal de beneficiar a los consumidores nacionales gracias a una mayor división internacional del trabajo y a una mayor diversificación de las fuentes de abastecimiento del mercado costarricense.

Los exportadores se verían afectados por dos razones. Primero, recibirían menos colones por cada dólar que exporten. Segundo, sus costos de producción tienden de una parte, a disminuir (componente importado), pero de otra, a aumentar (inflación interna). De hecho, el gerente, el contabilista y el obrero de la fábrica de camisas son mejor remunerados en los sectores en plena expansión. Para retenerlos sería necesario aumentarles el salario, con lo cual los costos de producción aumentarían. Hacer frente a esta situación significaría producir las camisas (y demás bienes y servicios) con más conocimiento (tecnología, innovación), más capitalización de las empresas (sustituir trabajo por capital), mayor productividad de los factores de la producción (trabajo, capital, tierra), mayor productividad del sector público (infraestructura, servicios públicos) y mayor oferta de trabajo importado (calificado, no calificado y gerencial). Así, mediante el aumento de la productividad y del control de los costos unitarios de producción, sería posible hacerle frente a la apreciación del colón. Ello plantea, sin embargo, un importante cambio en el modelo actual de desarrollo: pasar de un modelo orientado al aumento de las exportaciones a otro basado en la promoción de las inversiones en general. Esto es, claro está, harina de otro costal.

VII

Es conveniente recapitular. El Banco Central de Costa Rica tiene ante sí varias alternativas en cuanto al régimen cambiario.

- i) Lograr el adecuado funcionamiento del régimen de bandas. Esta posibilidad debe explorarse a fondo y permitir cierto tiempo para que los agentes económicos adecuen sus decisiones al nuevo régimen. Sin embargo, si el funcionamiento de bandas implica la apreciación sistemática del colón debido a factores reales de la economía⁶, entonces el Banco Central de Costa Rica tendría que plantearse si este es el mejor camino para el desarrollo económico del país.
- ii) Regresar al régimen cambiario de “minidevaluaciones”. Esta posibilidad es poco realista en vista de las debilidades que se apuntaron a este régimen cambiario al sustituirlo por el de bandas.
- iii) Emigrar a uno de los polos: la flotación.
- iv) Emigrar al otro polo: la dolarización.

Estas dos últimas alternativas deberían ser objeto de análisis pormemorizado por parte del Banco Central a fin de aquilatar, a la luz de las experiencias de otros países y de las circunstancias – políticas, económicas, financieras y legales – propias de Costa Rica, cual es el camino más aconsejable de tomar.

⁶ Habría de considerarse además el posible efecto de la eventual participación de Costa Rica en el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos en los ingresos de capitales para fines de inversión.

Bibliografía

- Banco Central de Chile (2007), La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación.
- Cecchetti, Stephen G; Flores – Lagunas, Alfonso & Krause; Stefan (2006), Assessing the Sources of Changes in the Volatility of Real Growth, NBER Working Paper Series 11946. Washington, NBER.
- Citigroup (2007), Costa Rica's FX Transition, Thought Piece, Latin America.
- Gutiérrez, Francisco de Paula. (2007, 14-20 de mayo). Seguiremos defendiendo las bandas cambiarias. Banco Central no cederá a presiones. *El Financiero*. Entrevista a Francisco de Paula Gutiérrez, Presidente del Banco Central de Costa Rica.
- Hausmann, Ricardo; Rodríguez – Clare, Andrés & Rodrik, Dani (2005). *Toward a Strategy for Economic Growth in Uruguay*. Economic and Social Study Series. Interamerican Development Bank.
- Kahn, George A. (2007). Communicating a Policy Path: The Next Frontier in Central Bank Transparency?, *Economic Review, Federal Bank of Kansas City, First Quarter, Vol. 24, number 1*, p 25 - 51.
- Lizano, Eduardo. (2005). Veinte años sin crisis financieras (1984 – 2004): el caso de Costa Rica. *Revista del FLAR, número 1, año 1*, p.103 – 166.
- Rogoff, Kenneth. (2006). *Impact of Globalization on Monetary Policy*, min.
- Taylor, John B. (2001). The Role of the Exchange Rate in Monetary – Policy Rules, *American Economic Review, Vol. 91, No. 2*. p. 263 – 267.