Seminario Bandas cambiarias y tasas de interés en Costa Rica

Eduardo Lizano

Academia de Centroamérica

5 de julio de 2007

Preocupación: el tipo de cambio nominal se encuentra pegado al piso de la banda

No se logra lo que se deseaba:

- Lograr la fluctuación del tipo de cambio nominal dentro de los límites de la banda.
- Detener la acumulación de reservas monetarias internacionales en manos del Banco Central y así ayudar a disminuir sus pérdidas.

Dos observaciones

i. El cambio de régimen cambiario es un proceso. Como tal, requiere de cierto tiempo para que los agentes económicos ajusten su comportamiento. Mal podía esperarse que el régimen de bandas funcionara de manera satisfactoria de un día para otro.

ii. Era de esperarse que el tipo de cambio nominal se pegara al piso, dada la importante acumulación de reservas monetarias internacionales que había ocurrido antes de la adopción del régimen de bandas.

¿Cómo acortar el periodo de transición?

Dos propuestas:

- Disminuir el piso de la banda.
- Disminuir la tasa de interés en colones.

Antes de analizar estas dos propuestas es necesario hacer dos observaciones

- El régimen cambiario de bandas implica el compromiso del Banco Central de defender los límites de la banda. El Banco Central considera inconveniente para la economía del país salirse de la banda.

- Por eso está dispuesto a comprar y a vender dólares para mantener el tipo de cambio dentro de la banda. Al Banco Central le interesa que el tipo de cambio nominal fluctue pero dentro de la banda.

En el régimen cambiario de tipo de cambio fijo el Banco Central se compromete a defender un determinado tipo de cambio. En el régimen cambiario de flotación el Banco Central se compromete a no defender el tipo de cambio nominal.

- En segundo lugar, el tipo de cambio nominal se pega al piso de la banda porque la oferta de dólares es mayor que la demanda. El exceso de divisas se vende al Banco Central al precio del piso de la banda.

Para que el tipo de cambio nominal se despegue del piso de la banda es necesario que la demanda de dólares sea mayor que la oferta de dólares

La oferta de dólares esta alimentada por diferentes movimientos de capital:

- Inversión extranjera directa orientada a los sectores reales de la economía.
- Capitales “golondrinas” cuyo propósito es aprovechar el arbitraje de tasas de interés.
- Capitales especulativos atraídos por una posible ganancia de capital, originados en la disminución del piso de la banda.

Disminuir el piso de la banda no parece lo más conveniente.

- Si cada vez que el Banco Central acumula reservas procediera a disminuir el piso de la banda, se estaría haciendo el juego a los especuladores. Se les enviaría el mensaje de traer más dólares al país. Sería un circulo vicioso. ¡La cola movería al perro!

- El régimen cambiario de bandas representa un paso hacia el establecimiento del "*Inflation Targeting*". Si bien el Banco Central puede establecer la meta de inflación como su objetivo **principal**, no lo puede considerar como su **único** objetivo.

- De hecho, aún cuando la estabilidad de precios sea el objetivo principal de algunos bancos centrales, como es el caso de Chile y de Suiza, ambos toman en consideración, al diseñar su política, también la evolución de la parte real de la economía. Asimismo, la Reserva Federal de EE.UU. tiene un ojo puesto en la inflación y el otro en el PIB. El Banco Central difícilmente podría desentenderse totalmente de variables como el PIB, el empleo y las exportaciones. Ello explica la existencia del piso y del techo de la banda.

Disminuir la tasa de interés pareciera un camino más conveniente:

i. Los ingresos de capital “golondrina” disminuirían dada la convergencia de las tasas de interés en Costa Rica con las internacionales. La oferta de dólares se reduciría.

ii. Al no disminuir el piso de la banda, desaparecería el propósito de traer al país capitales especulativos. La oferta de dólares se reduciría.

iii. Al disminuir la tasa de interés los inversionistas en colones optarían por:

- Cambiar la composición de su cartera aumentando la participación de títulos en dólares.
- Aumentar el consumo de bienes y servicios.
- Participar en proyectos de inversión.

En los tres casos, la demanda por dólares aumentaría.

iv. Aumentaría la inversión nacional, al abaratarse el costo del capital para proyectos tanto de exportación como para abastecer el mercado local.

v. Disminuiría el costo de la deuda pública y el de la privada.

- El período de transición debe aprovecharse además para tomar varias medidas complementarias:
  - Proseguir con el fortalecimiento de la situación financiera del Banco Central a fin de abatir sus pérdidas.
  - Permitir a los bancos comerciales aumentar, con debida cautela, el monto de divisas que pueden acumular.

- Evitar que los bancos comerciales del Estado, dada su importancia relativa en el mercado financiero, tomen medidas que propicien movimientos de capital de carácter especulativo o la expansión de crédito sin tomar en debida consideración los mayores riesgos cambiarios y la volatilidad de las tasas de interés
- Mejorar la supervisión bancaria para tomar en cuenta los riesgos de operaciones cambiarias de carácter especulativo por parte de los intermediarios financieros.

- Promover el funcionamiento del mercado de divisas a futuro.
- Poner énfasis en la operación del mercado monetario de muy corto plazo para lograr la convergencia de la tasa de interés *overnight* y la tasa de interés de política monetaria. Este debe llegar a ser el principal instrumento de la política monetaria del Banco Central.

- Una vez logrado el funcionamiento adecuado del nuevo régimen cambiario (el tipo de cambio nominal fluctúa dentro de las bandas) bien podría ocurrir que los movimientos de capital para propósitos de inversión sean la causa del problema y no los movimientos de capitales “golondrina” o los de carácter especulativo.

- La oferta de dólares podría sobrepasar la demanda con la consiguiente apreciación del colón.

  Se presentaría una situación inconveniente dado el esfuerzo del país por lograr una mayor inserción en la economía internacional.

- Los exportadores se verían afectados por dos razones:
  i. Recibirían menos colones por cada dólar de bienes y servicios que exporten.
  ii. Sus costos de producción de una parte, disminuyen (componente importado) y, de otra, aumentan (costos de producción)

- Esta situación puede enfrentarse solo mediante aumentos de la productividad (control de los costos unitarios de producción).

  Esto, a la vez, significaría un importante cambio en el actual modelo de desarrollo económico del país, lo cual sería tema de otro seminario.

- Existen varias alternativas en cuanto al régimen cambiario

i. Lograr el adecuado funcionamiento del sistema de bandas. Esto requiere tiempo. Ahora bien, si implica la apreciación sistemática del colón habría que plantearse si este es el mejor camino para el desarrollo económico del país.
ii. Regresar al régimen de minidevaluaciones. Esta alternativa es poco realista debido a las debilidades apuntadas a este régimen cambiario.
iii. Permitir la libre flotación del colón.
iv. Proceder a la dolarización *de jure*, con alguna variante como la adoptada en El Salvador.