

## ¿FRACASÓ LA POLÍTICA DE LAS “METAS DE INFLACIÓN” Y LAS BANDAS CAMBIARIAS? UN ENSAYO DE LA APLICACIÓN DE LAS BANDAS CAMBIARIAS EN COSTA RICA

---

Helio Fallas Venegas<sup>1</sup>

### Resumen

El viernes 13 de octubre del 2006, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) emitió un comunicado de prensa anunciando que modificaría, a partir del 17 de ese mes, el esquema cambiario de minidevaluaciones por otro denominado bandas cambiarias. En el nuevo esquema, el tipo de cambio podría ser fijado por el “mercado” siempre que fluctuara dentro de bandas predeterminadas.

Este artículo analiza la evolución del tipo de cambio desde que se estableció el nuevo esquema, profundizando desde setiembre de 2009, cuando el BCCR dejó de intervenir el mercado cambiario y con ello aumentó la inestabilidad y volatilidad del tipo de cambio. Se pone en duda si el BCCR debe preocuparse solo por lograr una baja inflación y olvidarse del crecimiento económico, al igual que si el mercado cambiario opera en un mercado de competencia.

**Palabras clave:** mercado cambiario, inestabilidad y volatilidad del tipo de cambio, metas de inflación

### Abstract

On Friday October 13, 2006, the Banco Central de Costa Rica (BCCR) released a press communication announcing that the exchange regime would change, from the crawling-peg exchange regime to other called exchange rate band, effective on the 17th of that month. In the new scheme, the exchange rate may be established by the “market”, when the fluctuation happened within predetermined bands.

This article analyzes the evolution of the exchange rate from the establishment of the new scheme, deepening on the month of September 2009 when the BCCR stopped intervening the foreign exchange rate and therefore increased the instability and volatility of the exchange rate. It questions not only if the BCCR needs to worry only on achieving low inflation and forget

---

Recibido el 30 de Agosto del 2010 – Aceptado el 9 de Febrero del 2011

1 El autor es Licenciado en Economía de la Universidad de Costa Rica y tiene un Magíster en Economía de la Universidad de los Andes, Colombia. Correo electrónico: helio.fallas@gmail.com

about the economic growth, but also if the foreign exchange market operates in a competitive market.

**Key words:** exchange rate band, instability and volatility of the exchange rate, Inflation Targeting

## Introducción

El viernes 13 de octubre del 2006, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) emitió un comunicado de prensa anunciando que modificaría, a partir del 17 de ese mismo mes, el esquema cambiario de minidevaluaciones por otro denominado bandas cambiaras. En el nuevo esquema, el tipo de cambio podría ser fijado por el “mercado” siempre que fluctuara dentro de bandas predeterminadas<sup>2</sup>. Advertía que ese paso era necesario para reducir la inflación, aunque debía solucionarse el problema fiscal, mediante la aprobación de nuevos ingresos para el Gobierno y proceder a la capitalización del BCCR para eliminar el efecto de sus pérdidas sobre los precios internos.

Luego, el informe de inflación del BCCR de agosto 2007 expresaba en detalle la política monetaria que seguiría ese banco en la transición hacia un esquema de metas de inflación. Por otra parte, ese esquema se ha definido como un “marco de referencia de política monetaria caracterizado por el anuncio público de metas cuantitativas (o rangos) de carácter oficial de tasas de inflación con respecto a uno o más horizontes temporales, con la certeza explícita de que una inflación baja y estable es el prin-

cipal objetivo de largo plazo” (Bernanke y otros, 2000).

Lo anterior contrasta, profundamente, con el régimen cambiario de paridad reptante (minidevaluaciones) que se tuvo por más de 20 años y al que se le reconocen ventajas y desventajas<sup>3</sup>. Entre los elementos positivos, según algunos, resaltan la reducción de la incertidumbre con respecto al valor del tipo de cambio, la contribución al proceso de estabilización (luego de la crisis de la deuda), la aproximación a un tipo de cambio de equilibrio y la contribución a mantener la competitividad internacional del país (o al menos un tipo de cambio neutro, sin que el colón se aprecie aumentando el precio de los productos exportables. En relación con las desventajas se señalan las siguientes: la inercia inflacionaria que se genera al incorporar los agentes económicos las devaluaciones esperadas, la disminución de la incertidumbre cambiaria que favorece el ingreso de capitales de corto plazo, la necesaria intervención del Banco Central en el mercado financiero para producir altos costos financieros y reducir la efectividad de mediano y largo plazo de la política monetaria, el impulso a la dolarización de los depósitos y del crédito –lo que incide eventualmente en mayores riesgos cambiarios–, la restricción al BCCR para realizar una política monetaria limitada.

2 Según el comunicado, para ese martes 17 de octubre, el tipo de cambio de intervención de compra (el llamado piso de la banda) se establecía en quinientos catorce colones con setenta y ocho céntimos (514,78) por dólar y el tipo de cambio de intervención de venta (el llamado techo de la banda) en quinientos treinta colones con veintidós céntimos (530,22) por dólar. Ver también BCCR, setiembre 2006. Una guía rápida para conocer el funcionamiento de la banda cambiaria de Costa Rica.

3 Prado y Mora, 2007. : “El régimen de banda cambiaria: hacia la flexibilidad cambiaria y el control de la inflación”. Programa Estado de la Nación. San José, Costa Rica.  
<http://www.estadonacion.or.cr/images/stories/informes/013/docs/Oportunidades/Regimen-cambiar.pdf>

En ese contexto, se presenta a continuación una breve revisión del marco conceptual de las metas de inflación, luego un análisis de la información en relación con la evolución del tipo de cambio y algunos comentarios finales.

## 2. Las metas de inflación y la política monetaria. Algunos elementos de crítica

### El punto de partida del BCCR

En enero del 2006, el BCCR publicó el Informe de Inflación en el que le dedica dos capítulos al tema de las metas de inflación: el tercero sobre la “Política Monetaria bajo Metas de Inflación” y el cuarto “La Flexibilización del régimen cambiario como parte de las reformas hacia un nuevo régimen monetario en Costa Rica” (BCCR, 2006).

En la presentación del documento se expresa: “En primer lugar, se analiza el tema de la política monetaria bajo un esquema de Metas de Inflación (MI). Ya se ha mencionado en este Informe la necesidad imperiosa de efectuar una rigurosa revisión de nuestro régimen monetario, y dentro de las opciones disponibles para realizar una migración hacia otro tipo de régimen, el BCCR considera el esquema de MI como el más adecuado para nuestra economía” (BCCR, 2006). Con ello, se expresa claramente haber realizado un estudio riguroso y que la mejor alternativa es migrar hacia las metas de inflación. No obstante, más adelante menciona: “se ha reconocido la existencia de una serie de restricciones adicionales que escapan del alcance del Banco Central y que limitan su capacidad para poder propiciar una reducción de la tasa de inflación, como lo son su elevado nivel de pérdidas cuasifiscales y la situación fiscal del Gobierno Central, estos elementos no deben limitar ni mucho menos impedir la toma de acciones complementarias en otros aspectos que sí son claramente responsabi-

lidad de la autoridad monetaria” (BCCR, 2006). Pareciera que aún reconociendo estas limitaciones, que al día de hoy no se han reducido, incluso más bien el déficit fiscal ha tendido a aumentarse, el BCCR debe arriesgarse a dar pasos concretos hacia las metas de inflación, aunque no estén dadas todas las condiciones económicas para ello. ¿Autonomía aunque sin evidente coordinación con el Gobierno Central?

Más adelante, en el capítulo tres (3), el Informe afirma que “ha crecido el consenso alrededor del mundo sobre el hecho de que el principal objetivo de la política monetaria debe ser el control de la inflación”. Con el ello se desprende del otro objetivo que se considera de gran importancia como el crecimiento de la economía y, por tanto, de la generación de empleos decentes.

Luego explica en qué consiste la meta de inflación:

“Esta estrategia consiste en desarrollar una estructura para la política monetaria, caracterizada por el anuncio público oficial de metas cuantitativas para la tasa de inflación para un horizonte de dos o más años y por el reconocimiento explícito de que el principal objetivo de largo plazo de la política monetaria es el logro de niveles de inflación bajos y estables. Otros elementos importantes del esquema son: un esfuerzo vigoroso para comunicar al público los planes y objetivos de la autoridad monetaria y, en muchos casos, mecanismos que fortalezcan el compromiso del banco central en el logro de ese objetivo”<sup>4</sup>.

Como puede inferirse y así lo resalta, el informe lo que se supone es que el banco central de un país solo debe preocuparse

4 Opus citado. Página 27.

por la estabilidad interna (nivel de precios o tasa de inflación) y los demás objetivos de la política económica debe dejarlos al Gobierno o al mercado. Adicionalmente, se explicita que el objetivo principal al adoptar el esquema de metas de inflación es:

“Utilizar las expectativas inflacionarias como ancla nominal para controlar la inflación, en vez de utilizar un agregado monetario o el tipo de cambio. La manera de llevar a cabo lo anterior es por medio de un compromiso creíble por parte del banco central en mantener la inflación baja y estable”<sup>5</sup>.

No se explica con claridad porqué necesariamente las expectativas de inflación pueden o no fallar para un país como Costa Rica y ello independientemente de lo que suceda en el mercado cambiario, que sería fijado por las fuerzas del “mercado”. Sí se menciona que la ejecución de esta estrategia, como el BCCR la denominó, “requiere la estimación de una demanda por saldos reales de dinero que se contrasta con la evolución del acervo monetario” (BCCR, 2006).

También, se expone que el instrumento de la política monetaria, que se debe utilizar en su contexto es la tasa de interés, a fin de señalar al mercado si el costo de los recursos financieros debe aumentar o disminuir, ello a pesar de que en Costa Rica las tasas de interés no habían tenido en el pasado (antes del 2006, en ese momento) un poder dado que la señal de política del BCCR no llegaba a los agentes económicos.<sup>6</sup> Adicionalmente, el informe resalta las acciones operativas que en su criterio deben realizarse para lograr implantar el sistema de metas de inflación.

5 Opus citado. Página 29.

6 Opus citado. Página 39.

Precisamente, el Informe de Inflación de agosto del 2007 del BCCR ya mencionado resalta, asimismo, que desde hace años se habían realizado distintas acciones para cumplir con un conjunto de precondiciones que exigía el esquema de metas de inflación como son: “i) anunciar de manera explícita una meta inflacionaria, ii) avanzar en el desarrollo de herramientas para el pronóstico y el entendimiento del fenómeno inflacionario así como en la modelación macroeconómica... iii) publicación de informes en los que se señale el objetivo de la política monetaria y las medidas que se implementarán durante cada período, como por ejemplo el Programa Macroeconómico y el Informe de Inflación, iv) procurar un mayor contacto de las autoridades superiores con los agentes económicos...y, v) crear las condiciones para la reducción de las dos fuentes estructurales de expansión monetaria de nuestro país. Específicamente el abandono... “minidevaluaciones” y los esfuerzos por capitalizar al BCCR...”

Ese informe indica, además, aspectos que están *en vías de desarrollo*: “1. La transición desde los agregados monetarios hacia la tasa de interés como variable intermedia de la política monetaria”, aduciendo que en un esquema de metas de inflación el instrumento monetario que debe ser más utilizado es la tasa de interés que, finalmente, busque reducir las presiones sobre los precios internos. En segundo lugar, “Operaciones de Mercado Abierto (OMA) para defender la tasa de política monetaria (TPM)”. En tercer lugar, se señala “Revisión y mejora de los instrumentos de política monetaria en poder del Banco Central de Costa Rica”.

En relación con el último punto se mencionan los temas: la intervención diaria del Banco Central en el mercado del dinero, el diseño de nuevos instrumentos para la participación activa del Banco Central en los mercados del dinero, desarrollo de

una plataforma de negociación en el Banco Central para el mercado de dinero, eliminación de fuentes estructurales de creación de liquidez en la economía (por ejemplo, las pérdidas del Banco Central por causas cuasifiscales y la monetización originada en operaciones cambiarias – sustitución de las minidevaluaciones por el sistema de bandas cambiarias a partir del *17 de octubre 2006*)<sup>7</sup>, y, finalmente, consolidar el nivel de credibilidad del Banco Central de Costa Rica y se resalta la importancia que el banco le otorga a la información y comunicación con el público sobre sus objetivos de política económica.<sup>8</sup>

### Referencias sobre la efectividad del esquema de Metas de Inflación

En un artículo de Espinoza (2007, p 3) se hace mención que desde 2007 Costa Rica ya era candidata a incorporarse a la lista países que se lanzaban al desarrollo del esquema de metas de inflación como parte central de su política monetaria.

Asimismo, Espinoza presenta las siguientes críticas al uso del esquema de metas de inflación:

“Los cuestionamientos a estas estimaciones, realizados por Epstein (2007), señalan en primer lugar, que

7 En el Informe de Inflación de agosto 2007, el BCCR reitera, desde su punto de vista, las bondades del nuevo esquema cambiario: “La transición ha ocurrido de manera ordenada, existe una mayor percepción en los agentes económicos del riesgo cambiario provocada por la incertidumbre en el comportamiento futuro del tipo de cambio, se ha promovido un proceso de desdolarización en la economía reflejado en una mayor preferencia por títulos en moneda nacional y una desaceleración del crédito en moneda extranjera e incluso una reducción de las posiciones propias en divisas de las entidades financieras”.

8 Una evaluación inicial del esquema de bandas cambiarias para Costa Rica fue elaborado por Prado y Mora, 2007: “El régimen de banda cambiaria: hacia la flexibilidad cambiaria y el control de la inflación”. Programa Estado de la Nación.

el modelo no simula los impactos de los esquemas de metas de inflación en comparación con otros posibles regímenes de política, como uno basado en metas de variables reales (escenario contra-factual). En segundo lugar, el modelo utilizado se basa en estimaciones del producto potencial que en sí mismas son afectadas por la política monetaria. Si la política monetaria enfría la economía, también disminuye la tasa de crecimiento del producto potencial con lo que disminuye la brecha entre el producto efectivo y el potencial. Esto hace que de manera aparente se logre la estabilización de la economía, aunque de hecho lo hace a expensas de reducir el crecimiento o, en el peor de los casos, produciendo estanflación.”

La experiencia con metas de inflación presenta otro resultado que es criticado por Epstein (2007). Tal como se puede apreciar: con mucha frecuencia las metas no son alcanzadas y a veces por márgenes significativos. Generalmente se falla más por debajo de la meta que sobre ella, lo que indicaría una tendencia a que la PM sea sesgadamente contractiva en estos esquemas. Entonces, i) si bajo el esquema de metas, la meta es muy baja, significa que el Banco Central está manteniendo una política monetaria muy rígida con implicancias negativas para el empleo y el producto, que representan costos no considerados; ii) las explicaciones que dan los bancos centrales cuando no se consigue la meta es que no refleja una mala política monetaria, sino *shocks* de oferta, así diluyen su responsabilidad y iii) dado que el FMI defiende este esquema, aún cuando Epstein (2007) señala que sus beneficios no han sido demostrados, los países que han adoptado metas de inflación están “atrapados”, ya que sienten que si abandonan este esquema se envía una señal negativa a los inversionistas, pues puede

resultar costosa en términos de confianza y provocaría inestabilidad en el tipo de cambio y la salida de capitales. Por este motivo, aún cuando siempre se falle en las metas, el esquema sigue vigente en los países.

Por otra parte, incluso si la PM ha conseguido reducir la inflación, su performance en términos de crecimiento del PIB (fin último al cual la inflación baja contribuye) en los países es variada. Como se puede ver en el cuadro 1, que muestra promedios de variables medidas cinco años antes y cinco años después de la adopción del esquema de metas de inflación, siete de los veintiún países muestran una declinación en sus tasas de crecimiento mientras otros tres no experimentan cambios después de la adopción del enfoque de metas de inflación. De todos modos es muy difícil separar este resultado de otros factores (p. ej. crisis financieras) lo que constituye una limitante del análisis (es difícil hacer inferencia causal).

En términos de desempleo, las cifras indican un significativo incremento posadopción de metas de inflación. Sólo tres países de la lista (Chile entre ellos) reportan una pequeña disminución en el desempleo, pero en general el aumento es importante, incluso en países que mostraban tasas de crecimiento del producto positivas. Como se indica en este trabajo, el aumento del desempleo a escala global parece haber afectado igual de fuerte a las economías que usan el esquema de metas de inflación, con lo que la explicación teórica de que “la estabilidad de precios trae mayor crecimiento y empleo a largo plazo” parece estar lejos de materializarse.

Aún para Bernanke, Laubach, S. Mishkin y Posen (2000), el esquema de metas de inflación debe aplicarse con cuidado, luego de algunas condiciones básicas; además, no omiten los peligros de una reducción de

la producción y un aumento del desempleo abierto.<sup>9</sup>

“De acuerdo al análisis teórico y a la evidencia empírica, se puede concluir que un “Esquema de Metas de Inflación” es una estrategia útil para la conducción de la política monetaria, siempre y cuando las precondiciones que el sistema exige, entre ellas, el saneamiento de las finanzas públicas, la existencia de un sistema financiero solvente y un sector externo fuerte estén presentes. En ese sentido, transparencia y flexibilidad, apropiadamente balanceadas, constituyen la clave del éxito de esta política en el logro de estabilidad en el corto plazo y una inflación baja y sostenida en el largo plazo.

Sin embargo, un “esquema de metas de inflación” no debe ser considerado como una panacea; la reducción de la inflación no se hace sin incurrir en costos medidos en disminución de la producción y del empleo. Además, la reducción de la inflación no se logra de forma inmediata, sino sólo después de que se ha demostrado que el banco central es capaz de cumplir con las metas”.

Para Stiglitz (2008) los gobernadores de los bancos centrales son un club privado y muy dado a modas. Para él, las fuentes de inflación pueden ser muy variadas en los países y la tasa de interés pueden controlarla en algunas circunstancias:

9 Bernanke y otros (2000). “Extracto y traducción del libro *Inflation Targeting: lessons from the International Experience. 1999*”. Princeton, University Press, Pp 282.” por Ben Bernanke. Thomas Laubach, Brederick S. Mishkin y Adam S. Posen en <http://www.banguat.gob.gt/info/politica2001/anexo2.pdf>

**Cuadro 1**  
**Antes y después de la adopción de las Metas de Inflación**  
**(Tasa promedio de crecimiento)**

Antes: promedio anual de 5 años antes de la adopción de IT; Después de promedio anual de la adopción de IT al presente									
		Tasa de crecimiento		Tasa de desempleo		Balance Comercial/PIB (%)		Reservas externas BC (Mill US \$)	
	Año inicio IT	Antes	Después	Antes	Después	Antes	Después	Antes	Después
Nueva Zelanda	1990	2.7	3.0	4.2	6.9	0.4	1.3	2,897.9	4,623.2
Canadá	1991	2.9	2.8	8.4	8.7	0.5	2.7	11,964.0	24,256.0
Reino Unido	1992	2.2	2.7	7.4	5.2	-2.5	-1.6	39,666.5	37,408.5
Suecia	1993	0.8	2.7	2.8	6.1	1.3	6.2	15,399.0	18,521.8
Australia	1994	2.2	3.9	8.6	7.3	-0.6	-1.3	13,777.9	20,337.1
Israel	1997	5.8	3.1	8.5	9.4	-14.6	-7.2	7,567.3	24,421.1
República Checa <sup>a</sup>	1998	4.5	3.2	4.0	8.9	-3.4	-1.8	9,172.5	21,686.5
Polonia	1998	7.9	3.7	14.3	16.7	0.0	-4.1	12,591.8	31,581.8
Brasil <sup>b</sup>	1999	3.2	2.3	7.0	9.8	-1.7	1.0	47,701.3	42,304.5
Colombia	1999	3.3	2.3	11.1	15.8	-6.0	-0.5	7,567.3	24,421.1
México	1999	1.7	4.8	2.7	1.9	-0.5	-1.9	20,630.9	51,396.6
Sur Africa <sup>c</sup>	2000	2.6	3.8	n.a	27.7	0.0	0.0	15,860.0	9,580.0
Suiza	2000	1.4	1.7	4.1	3.1	0.1	0.1	38,277.1	40,646.5
Tailandia	2000	1.5	1.7	1.9	2.4	0.0	0.1	32,556.1	40,474.8
Korea	2001	4.6	4.5	4.4	3.7	0.0	0.0	55,299.5	157,739.2
Hungría	2001	4.2	4.2	8.0	6.1	-1.3	-2.9	9,918.1	13,652.1
Perú <sup>d</sup>	2002	2.0	5.2	7.8	10.2	-3.2	-0.4	9,264.8	11,222.9
Filipinas	2002	3.1	5.1	10.2	11.5	-3.6	-0.7	11,281.6	14,006.6
Indonesia	2005	4.6	5.6	6.5	10.3	7.3	-4.6	31,326.7	32,989.2
Turquía <sup>e</sup>	2006	4.5	7.8	9.9	10.4	-9.8	-11.0	33,237.4	56,990.4
Turquía <sup>e</sup>	2001 Q2	4.0	4.5	6.6	10.0	-7.5	-9.8	20,083.4	33,237.4

Fuente: Estadísticas del FMI y del Banco de Desarrollo de Asia

- a- El periodo antes de las metas de inflación se refiere al periodo 94-97 para el “crecimiento” e “Inflación CPI” para la República Checa.
- b- El periodo después de las metas de inflación se refiere al periodo 96-98 para las reservas en Brasil.
- c- El período anterior a las metas de inflación se refiere al período 94 a 97 y después de las metas de inflación se refiere al período 99-04 para la tasa de desempleo en el sur de África. Tome en consideración que debido al cambio en la metodología y la cobertura de los datos, las cifras de desempleo no son directamente comparables antes y después del *apartheid*.
- d- El periodo después de las metas de inflación se refiere al periodo 03-04 para la tasa de desempleo en Perú.
- e- La fecha oficial de adopción para Turquía es 2006. Sin embargo, el BC de Turquía declaró “metas de inflación disfrazadas” como consecuencia de la crisis en Febrero de 2001.

Fuente: Epstein y Yeldan, 2006

“El aumentar los tipos de interés puede reducir la demanda agregada, lo que es posible que ralentice la economía y frene las subidas del precio de algunos bienes y servicios, sobre todo de los bienes y servicios no comerciales. Pero estas medidas, a menos que se lleven hasta un punto intolerable, no pueden reducir por sí solas la inflación hasta los niveles estipulados. Por ejemplo, aunque la energía global y el precio de los alimentos aumentara a un ritmo más moderado que en la actualidad –por ejemplo, a un 20% anual- y esto se reflejara en los precios nacionales, para llevar la inflación general al 3%, pongamos por caso, sería necesario que los precios sufrieran una bajada acusada en otros lugares. Esto implicaría casi seguro una aguda crisis económica y un paro elevado. Sería peor el remedio que la enfermedad” (Stiglitz, 2008; pag 3)

Fernando Rassiga, comentando un trabajo de Emiliano S. Pagnotta, Elementos de análisis para la adopción de metas inflacionarias como estrategia monetaria, expresa aún más críticas al esquema de metas de inflación. Entre otros aspectos expresa:

“Un problema adicional que enfrentaría esta estrategia en el caso de los países emergentes es la vulnerabilidad del sistema financiero y de la moneda frente a ataques especulativos. Como señala el autor, si los agentes económicos consideran probable que el Banco Central inyecte liquidez con vistas de evitar una crisis sistémica, la credibilidad del anuncio de metas puede ser muy baja, aun cuando el Banco Central tenga un importante grado de independencia. En economías pequeñas y abiertas el tipo de cambio es un determinante importante del nivel

de precios y un cierto control del mismo se vuelve necesario para alcanzar el objetivo inflacionario anunciado. Este compromiso implícito de intervenir en el mercado de cambios abre las puertas a un ataque especulativo. Si el Banco Central renunciara a este monitoreo, el sistema podría perder credibilidad rápidamente. Otro aspecto que podría condicionar la credibilidad de un esquema de metas de inflación en países emergentes es, como señalan Calvo y Reinhart (2000), el limitado acceso al mercado de capitales del Banco Central que condiciona la efectividad como prestamista de última instancia en oportunidad de enfrentar una crisis sistémica.”

De forma similar a Espinoza (2007), Stiglitz (2008), y Bernanke (2000), se considera que el juicio más relevante de crítica al objetivo inflacionario exclusivo de los bancos centrales es de economía política. La preocupación centrada en la inflación en la política monetaria parece querer liberar a los bancos de sus obligaciones con el desarrollo económico y social de un país. Además, si se impulsa un esquema de metas de inflación en forma ortodoxa, se omite la utilización de instrumentos útiles que pueden servir en escenarios complejos.

Otros comentarios críticos, en este caso, relativos a la labor de asesoría del FMI, los expresa la Oficina de Evaluación Independiente del Fondo Monetario Internacional (IEO, por sus siglas en inglés).

Un estudio de esta oficina, Asesoramiento del FMI sobre políticas cambiarias, de mayo de 2007 concluyó entre otros aspectos que:

“Principal conclusión. En el período examinado (1999–2005), el FMI sencillamente no cumplió con la debida eficacia sus responsabilidades en la



supervisión de las políticas cambiarias. Con esta afirmación no se pretende desmerecer la dedicación y esforzada labor del personal técnico, ni dejar de reconocer la complejidad intrínseca de muchos de los aspectos analizados en este informe y la falta de un consenso profesional sobre los mismos. No obstante, la efectividad del FMI en propiciar la cooperación internacional depende, en última instancia, de la capacidad de la institución para focalizar su atención en los temas analíticos cruciales del momento (que han variado radicalmente a lo largo del tiempo) y para establecer un diálogo eficaz con los países, tanto a nivel individual como colectivamente. Aunque esta conclusión no es de ninguna manera aplicable a todos los países, la evaluación encontró graves deficiencias en ambos aspectos, las que determinaron una “brecha de eficacia” en la principal línea de actividad del FMI. La mengua de su capacidad de tracción entre las economías avanzadas corre el riesgo de extenderse a las grandes economías de mercados emergentes, e incluso a otras. Tal evolución tiene un efecto corrosivo, engendra un cierto cinismo en el personal técnico y en los países miembros y se suma a la percepción de falta de imparcialidad. A menos que las deficiencias sean abordadas con éxito en el siguiente período, y en tanto siga aumentando el número de países que buscan otras fuentes de asesoramiento y respaldo para sus políticas, esta situación podría implicar graves consecuencias en lo que respecta a la capacidad del FMI para desempeñar sus responsabilidades en el futuro” (Oficina de Evaluación Independiente del FMI, 2007).

Estas conclusiones afectan la calidad de la asesoría del FMI en general, máxime que se

trata de temas cambiarios, que es el objeto de este trabajo.

Otro informe de esa misma oficina, pero en relación con la crisis cambiaria que sufrió Argentina (oficina de Evaluación Independiente del FMI, 2006) por mantener un tipo de cambio fijo expresa lo siguiente:

“La crisis fue consecuencia de la falta de adopción de las medidas correctivas necesarias con oportuna antelación por parte de las autoridades argentinas, sobre todo en lo que se refiere a la consistencia de la política fiscal con el régimen cambiario elegido. Por su parte, el FMI, en el período previo a la crisis, cometió el error de respaldar durante demasiado tiempo políticas inadecuadas, pese a que ya a fines de los noventa era evidente que no existía la capacidad política para adoptar la disciplina fiscal y las reformas estructurales necesarias. Cuando estalló la crisis a fines de 2000, ya se advertía una gran inquietud por la sustentabilidad del tipo de cambio y de la deuda, pero no había una solución sencilla. Habida cuenta del grado de dolarización de la economía, los costos que entrañaría abandonar la convertibilidad ya eran muy elevados. El FMI apoyó los esfuerzos de Argentina por preservar el régimen cambiario mediante un compromiso sustancial de recursos, los cuales fueron posteriormente incrementados en dos ocasiones. Este apoyo era inicialmente justificable, pero el FMI continuó pres-tándolo hasta fines de 2001 pese a que en repetidas ocasiones las políticas demostraron ser inadecuadas. En retrospectiva, los recursos utilizados en el intento de preservar el régimen cambiario durante 2001 podrían haberse aprovechado mejor para paliar al menos algunos de los costos inevitables del cambio de régimen, si el FMI hubiese decidido suspender antes el apoyo a una estrategia que, tal como se había puesto en práctica, ya no era sostenible y en su lugar hubiera insistido en un enfoque alternativo.”

Nuevamente, se anota otra falla fundamental en la asesoría de temas cambiarios por parte del FMI, por una oficina independiente, que deja enormes dudas en el caso de Costa Rica, porque, aunque no es el caso de un tipo de cambio fijo como en Argentina, es una situación donde la moneda nacional se aprecia en forma significativa (12% desde setiembre de 2009).

En resumen, en este segundo apartado se han presentado, someramente, los esfuerzos del BCCR por introducir las metas de inflación, al mismo tiempo que se señalaron severas críticas a este esquema desde el ámbito de reconocidos economistas y aún de un organismo de evaluación del FMI.

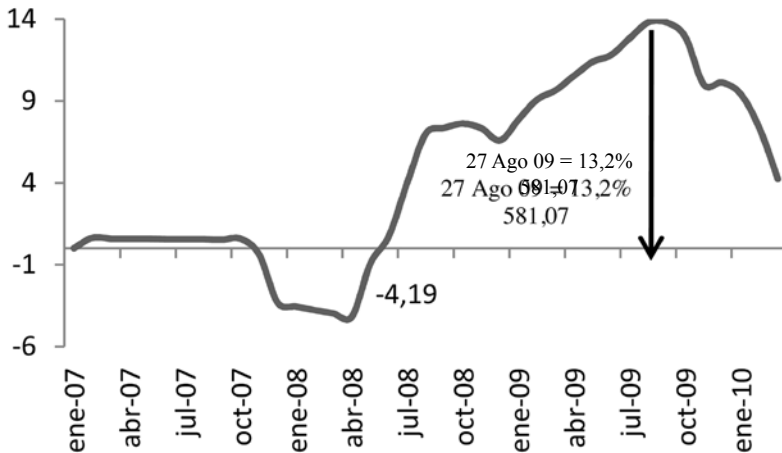
**3. Los datos recientes sobre el comportamiento del mercado cambiario**

Como paso previo a la migración del esquema de minidevaluaciones a metas de inflación, era necesario que el tipo de cambio se flexibilizara aún más. Para ello, se establecieron las bandas cambiarias el 17 de octu-

bre del 2006. A continuación se presenta el gráfico 1 para el periodo 2007 al 2009; en él se notan cuatro tendencias principales: una corresponde casi en su totalidad al 2007 que denota estabilidad en el tiempo de cambio; otra de diciembre 2007 a mayo 2008 en la que el tipo de cambio nominal tiende a bajar, luego empieza a subir hasta agosto del 2009 con un mayor nivel de volatilidad (periodo de crisis mundial y nacional); y, finalmente, se muestra una tendencia clara de reducción del tipo de cambio y de volatilidad aún mayor que la experimentada hasta ese momento desde que se crearon las bandas cambiarias. El tipo de cambio que se presentaba al 7 de mayo 2010 era de 532,06 colones por dólar norteamericano, similar al que se presentó el 15 de julio 2008 (casi tres años), fecha posterior a la vigencia del esquema de bandas cambiarias.

Por otra parte, cabe resaltar tres etapas en la intervención del BCCR en el mercado cambiario y particularmente en el periodo de aplicación de las bandas cambiarias. Ello se resume en el Cuadro 2 a continuación:

**Gráfico 1**  
**Costa Rica: Evolución del tipo de cambio**  
**(Variación porcentual respecto a enero 2007)**  
**(Ene 07- Mar 10)**



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR, 7 mayo 2010

**Cuadro 2**  
**Etapas de la intervención del BCCR en el mercado cambiario**

Fecha (aproximada)*	Situación del mercado cambiario	Actuación del BCCR
Semana del 17/10/6 al 18/04/8	Estabilidad en el tipo de cambio con algunas fluctuaciones fuertes	Compras de dólares con el fin de dar estabilidad a un tipo de cambio
Semana del 14/7/8 al 14/8/9	Aumento en el tipo de cambio hasta niveles cercanos a los 600, con algún grado de inestabilidad	Ventas de dólares con el propósito de reducir el tipo de cambio
A partir de la semana 17/8/9 al 21/8/9 y hasta el 8 de abril 2010	Inestabilidad y volatilidad del tipo de cambio	Ninguna, pues deja situación al mercado

\*Se expresa aproximada porque existen algunas pocas semanas donde no se presentan intervenciones del BCCR en el mercado cambiario en los intervalos de semanas que se mencionan.

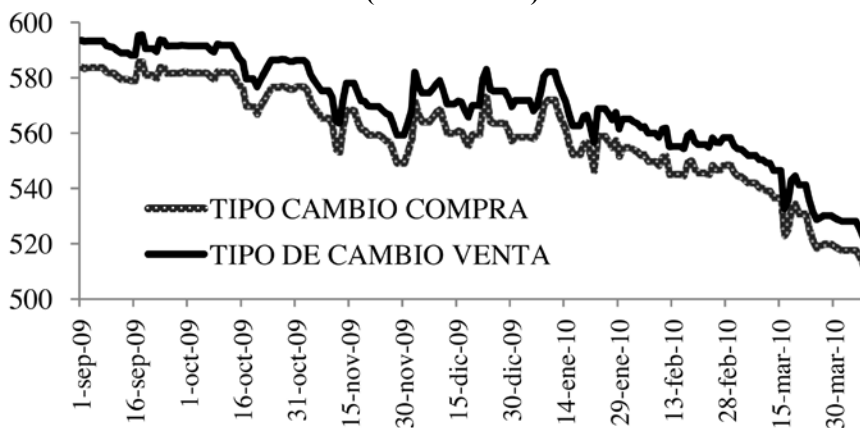
**Fuente:** Elaboración propia con base en datos del BCCR

Nótese que a partir de setiembre del 2009, el BCCR optó por no intervenir en el mercado cambiario y como un paso previo para la liberación completa del tipo de cambio, elemento exigido por el enfoque de las bandas cambiarias.

de cambio, la volatilidad y la incertidumbre, el gráfico 2 presenta en ese contexto, dos tendencias claramente diferenciadas: una que se extendió desde setiembre a diciembre del 2009 y otra, a partir de enero del 2010, particularmente agudizada a partir de marzo de ese año

Dado que desde setiembre de 2009 y hasta el presente, se profundiza la caída del tipo

**Gráfico 2**  
**Costa Rica: Tipo de cambio de referencia del BCCR**  
**(Set 09-Abr 10)**



**Fuente:** Elaboración propia con base en datos del BCCR

En el primer tramo, correspondiente al 2009, el tipo de cambio se redujo en -4,3% (el tipo de cambio de compra del dólar pasó de 584,04 a 558,67 (25,37 colones menos). En la segunda tendencia, desde el 1 de enero de 2010 hasta el 8 de abril de 2010, el tipo de cambio disminuyó -12,1% (71,56 colones menos), lo que se tradujo que el tipo de cambio llegara a 512,48 colones, casi el piso de la banda definida por el BCCR (500 colones por dólar norteamericano).

El gráfico 3 muestra claramente las dos tendencias referidas y cuanto se ha depreciado el dólar con respecto a la moneda nacional.

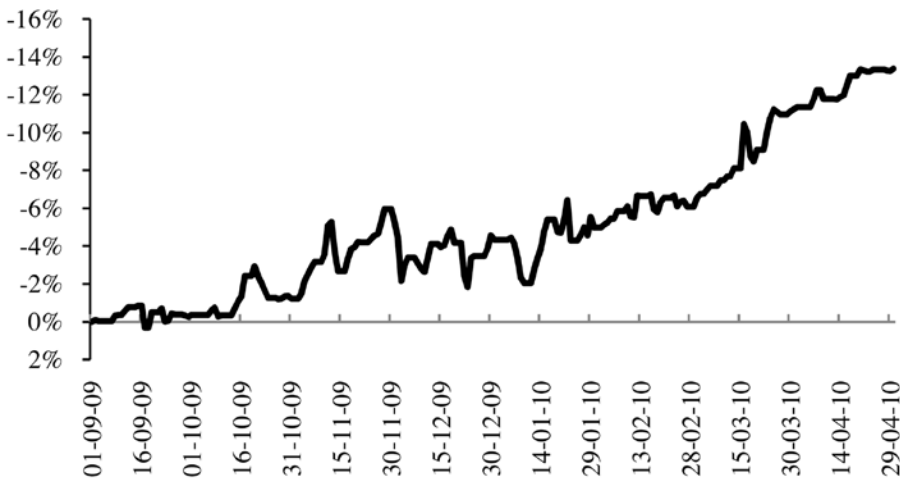
Por otra parte, si se analiza la tendencia del mercado MONEX, desde setiembre 2009 y hasta marzo de 2010, se nota que en 12 ocasiones la relación “porcentaje monto máximo negociado / monto total negociado” superó el 20%. Esto significa que un agente económico, que puede variar de una sesión a otra y participa en ese mercado tiene una influencia significativa en el monto total negociado. En un caso, el 31 de marzo

2010, esa proporción alcanzó el 57%. Es preocupante que esa relación se presenta la mitad de las veces en el mes de marzo del 2010. Ello apunta a que en marzo 2010 se produjo una mayor distorsión en el mercado cambiario, sin ninguna reacción del BCCR aduciendo que aún no llega a la emblemática cantidad de 500 colones por dólar.

En este punto, cabe preguntarse, ¿si la reducción fuera de alrededor de 90 colones por dólar sería sostenible para el sector productivo exportador? En otras palabras, ¿es necesario sacrificar diversos sectores productivos o industrias locales para mantener un esquema monetario? En ese sentido, cabe resaltar que las pérdidas acumuladas en esas 12 ocasiones representan casi 0% del total de la reducción del tipo de cambio en el periodo mencionado de setiembre del 2009 a marzo 2010.

Adicionalmente, se presentan casos en los que algunas de esas 12 fechas coinciden con días cercanos a pagos de salarios (quincenas) por parte de empresas, lo que podría

**Gráfico 3**  
**Índice de variación TCi/TC**  
**(Set 09-Abr 10)**



**Fuente:** Elaboración propia con base en datos del BCCR

estar incidiendo en el tipo de cambio. Si bien esa coincidencia no se da en todos los casos, un grupo importante de empresas se pone de acuerdo para cambiar sus dólares por colones en esas fechas, lo que podría estar afectando el tipo de cambio hacia abajo.

Lo referido en los temas comentados, arroja serias dudas sobre el comportamiento de ese mercado como competitivo y, por lo tanto, confiable como para dejarlo a disposición de las “fuerzas del mercado”; esta preocupación es real, puesto que la tesis del BCCR es que al tipo de cambio lo fije solo “el mercado”, lo que constituye una condición para aplicar el esquema de metas de inflación. En esas circunstancias, se tendría quizás un panorama tal vez mejor en inflación, aunque poco probable porque los efectos de una apreciación del colón no siempre se han trasladado al consumidor, salvo en el caso de algunos servicios públicos, pero se tendría, al mismo tiempo, un sector productivo muy debilitado y mayores niveles de desempleo abierto.

En ese contexto, es importante mencionar lo que una empresa de consultoría explica sobre la situación del mercado cambiario (Ecoanálisis, marzo 2010).

“...las expectativas de devaluación siguen disminuyendo. La encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y de Variación del Tipo de Cambio del BCCR, realizada a inicios del pasado mes de febrero así lo confirma.

Desde el anuncio el pasado 31 de enero, el tipo de cambio se mantiene pegado al piso. Entre las razones que explican esta situación se pueden señalar las siguientes:

a. fuerte entrada de capitales relacionados con desarrollos inmobiliarios,

b. dinamismo del sector exportador, su crecimiento alcanzó 31.2% en enero 2009,

c. mejor clima de inversión por las expectativas positivas del CAFTA y

d. financiamiento externo y cambios en la posición de los bancos.

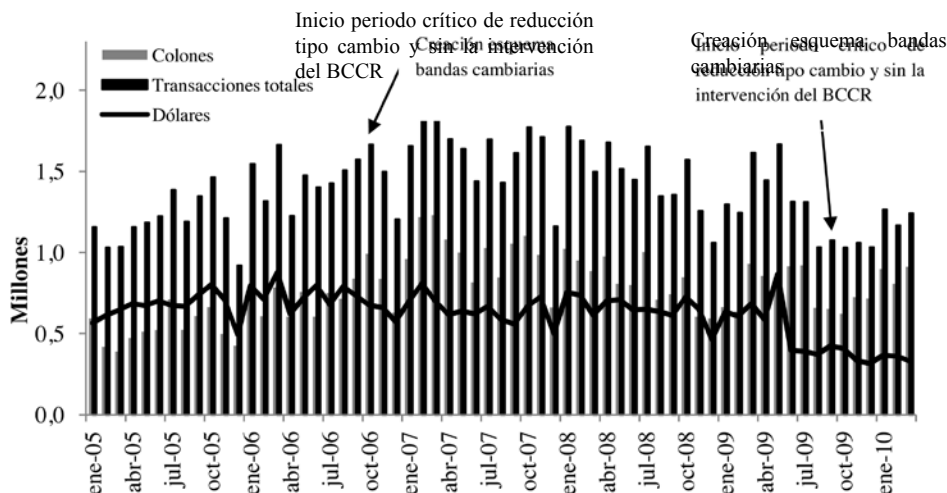
Hasta ahora la reducción en las tasas de interés de política monetaria con el propósito de desestimular la entrada de capitales, en particular los financieros, no ha variado la tendencia del tipo de cambio, que sigue pegado al piso, lo cual apunta a que su nivel actual podría ser superior al que las fuerzas de oferta y demanda indican. Esto sugiere la necesidad de cambiar la tendencia de la banda inferior en los próximos meses, a fin de buscar un nivel más adecuado con el mercado.

Las presiones a la baja que se registran en el tipo de cambio no parecen indicar que sean por causas coyunturales, sino más bien apuntan hacia cambios estructurales. De esta manera, la defensa del piso de la banda vía reducción en las tasas de interés tendrá poco efecto. Es necesario el ajuste de bandas.

Tal pareciera que se sugiere un nivel más reducido del piso de la banda, independientemente de si el mercado es competitivo o no y de si existe o no una entrada especulativa de capitales.

Finalmente, en relación con la evolución del tipo de cambio del colón por dólar resulta necesario valorar qué ha sucedido con las transacciones en la Bolsa Nacional de Valores (BNV), según moneda. El gráfico 4 muestra el comportamiento de las transacciones de la BNV desde enero del 2005 hasta el 2010. Como puede observarse (línea continua), existe una leve tendencia

**Gráfico 4**  
**Costa Rica: transacciones en la Bolsa Nacional de Valores según moneda**



**Fuente:** Elaboración propia con base en datos del BCCR

hacia la desdolarización en las transacciones, la cual se acentúa desde que se fijaron las bandas cambiarias en octubre del 2006, situación que aumentó aún más a partir de setiembre del 2009, cuando el BCCR se salió del mercado de divisas y renunció a su participación como paso previo a la puesta en marcha del esquema integral de metas de inflación.

Otras dos tendencias a resaltar en las transacciones de la BNV son:

- Los plazos de de las transacciones que varían desde que se aprobó el esquema de bandas cambiarias (en setiembre del 2007 representaban el 77% del total de transacciones, en setiembre del 2006 el 60,5% y en marzo 2010 solo el 52%). Paralelamente, aumentaron las transacciones por plazos de 361 y más días de 20,7% en octubre del 2006 a 29,1% en marzo del 2010.
- Predominio de títulos del sector público: se mantiene alrededor de 90% del total de las transacciones,

lo que evidencia un estancamiento en esta materia.

### El acuerdo con el FMI

En abril del 2009, en plena crisis financiera mundial y nacional, el FMI le aprobó a Costa Rica un acuerdo *Stand-By* mediante el cual le otorgaba un préstamo por US\$ 735 millones, con el propósito de fortalecer la estrategia económica del país en vista de la situación en ese campo.

Uno de los componentes del programa indicaba que Costa Rica debería adoptar pasos para la adopción de un esquema de metas de inflación, incluyendo medidas que tendieran a fortalecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria<sup>10</sup>. En realidad, este acuerdo se presentó como un apoyo del FMI a la crisis económica mundial del 2009, pero, además, sirvió para

<sup>10</sup> El compromiso del Gobierno y el BCCR de poner en marcha el esquema de metas de inflación, según mi opinión, no era necesario incluirlo, a no ser que fuera una condición impuesta por el FMI. Ello por más que se argumente que los acuerdos del FMI con los países son de mutuo acuerdo.

buscar la consolidación de los pasos que ya el BCCR había realizado para asegurar la apuesta por las metas de inflación.

#### 4. Conclusiones

1. Síntesis de los efectos en Costa Rica en los diversos actores económicos y en las personas ante la puesta en marcha de las bandas cambiarias.  
En el Cuadro 3 (ver página siguiente) se resumen las tendencias en el mercado cambiario, como resultado de la aplicación de las bandas cambiarias.
2. Con el nuevo esquema cambiario en el marco de la migración al sistema de metas de inflación, el BCCR obligó al ciudadano común y al empresario a convertirse en un “adivinator” y eventualmente en un “especulador” en potencia en vista de la imposibilidad o las dificultades de prever el tipo de cambio. Esto significa que el ambiente económico se volvió más inestable e inseguro. Por supuesto, que el papel de especular lo pueden cumplir solo muy pocos agentes económicos participantes del mercado cambiario.
3. Si bien uno de los objetivos en el esquema de metas de inflación es que el BCCR pueda administrar mejor su política monetaria mediante el uso de una política de interés apropiada, de manera que el país tenga una tasa de inflación baja, economistas de la academia también reclaman que los bancos centrales deben velar por el crecimiento y el empleo (Espinoza, 2007; Bernanke y otros, 2000 y Stiglitz, 2008; entre otros).
4. La información para Costa Rica evidencia que el mercado cambiario no es competitivo. En doce oportunidades, entre setiembre de 2009 y marzo de 2010, un solo agente participó en más de un 20% del total negociado en un día y el 31 de marzo de 2010 llegó hasta 57%. Además, la pérdida del valor del colón -desde que se ampliaron las bandas en setiembre del 2009- se explican casi en 50% por esos 12 días. Quizá más importante es que casi 30% se explica por la variaciones en el tipo de cambio de marzo de 2010.
5. Narcotráfico: si bien es imposible llevar estadísticas sobre el lavado de dinero, las capturas de droga y dinero en grandes cantidades y en forma persistente hace pensar en que se estaría lavando dinero en actividades lícitas, pero con financiamiento de la comercialización de las drogas.
6. Movimientos internacionales de capitales. El periódico La República (Abril 2010) alertó sobre esta posibilidad sin que el BCCR lo haya desmentido. Estos movimientos hacen que el tipo de cambio varíe fuertemente, pero no por aspectos estructurales o razones de

las “fuerzas” de un mercado competitivo. Por otra parte, no existe información precisa del BCCR sobre eventuales capitales especulativos en el mercado cambiario.

En conclusión, hace falta preguntarse con seriedad y responsabilidad: ¿es necesario seguir con el actual proceso de migración hacia un esquema de metas de inflación o

es necesario, nuevamente, replantearnos otras alternativas cambiarias que propicien un clima económico más estable para el crecimiento y el desarrollo social? ¿El elevado déficit fiscal y la dificultad de subsanarlo no es motivo suficiente para pensar en un mecanismo distinto para la determinación del tipo de cambio? ¿La pérdida de competitividad de las exportaciones ante la reducción del tipo de cambio no será un factor limitante para su recuperación? Finalmente, ¿es

**Cuadro 3**  
**Costa Rica: Síntesis de las tendencias en el mercado cambiario con las bandas cambiarias**

Tendencias principales	Indicador	Efecto en actores económicos y personas
Disminución del tipo de cambio del dólar norteamericano, particularmente después de setiembre de 2009 (apreciación del colón)	Tasa de variación del dólar abril de 2010 respecto a agosto 2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Importadores:</b> se reducen los precios de importación de bienes y servicios sin que necesariamente se trasladen consumidor.</li> <li>• <b>Exportadores:</b> menor incentivo lo que influye en menos exportaciones y eventualmente en más desempleo abierto y subempleo.</li> <li>• Inversionistas y pensionados ven reducir sus ingresos y buscar re-direccionar sus recursos.</li> <li>• Las personas- inversionistas se ven obligados a “adivinar tendencias” del tipo de cambio a fin de buscar alternativas en cuanto inversiones.</li> <li>• Inversiones de bancos y financieras en dólares pierden valor.</li> </ul>
No intervención del BCCR en el mercado cambiario por efectos de los pisos de las bandas	Recursos BCCR en compra y venta de dólares	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Introduce mayor inestabilidad e incertidumbre en la economía.</li> <li>• Tiende a que se paralicen inversiones.</li> </ul>
Pocos participantes dominan el mercado cambiario	Competencia monopolística en el mercado cambiario (% participación en mercado cambiario)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pocos participantes del mercado reciben ingresos extraordinarios por sus actuaciones en el mercado.</li> <li>• Desconfianza en el mercado cambiario.</li> </ul>
Desdolarización de la economía	Participación en transacciones BNV según moneda	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tendencia hacia inversiones en colones.</li> <li>• Riesgo de una devaluación severa en el futuro.</li> </ul>

Fuente: elaboración propia



deseable que en el mercado de divisas de un país pequeño, donde no opera la competencia, se deje a las fuerzas poderosas de unos pocos actores la determinación de un precio tan importante para su economía?

## Bibliografía

- Banco Central de Costa Rica. (2006). *Informe de Inflación*. BCCR. San José, Costa Rica. Página Web
- \_\_\_\_\_ (2006). *Extracto del Informe de Inflación. Capítulo 4. La flexibilización del régimen cambiario como parte de las reformas hacia un nuevo régimen monetario en Costa Rica*. BCCR. San José, Costa Rica. Página Web. Enero 2006.
- \_\_\_\_\_ (2006). *Comunicado de Prensa*. BCCR.
- \_\_\_\_\_ (2006). *Una guía rápida para conocer el funcionamiento de la banda cambiaria de Costa Rica*. BCCR. Internet. 8 páginas.
- \_\_\_\_\_ (2007). *Informe de Inflación*. Agosto 2007. Internet. 75 páginas.
- \_\_\_\_\_ (2009). Documentos presentados por Costa Rica al Fondo Monetario Internacional para solicitar un Acuerdo de Derecho de Giro (Stand-By). Internet. 16 páginas.
- Bernanke y otros (2000). “Extracto y Traducción del libro *Inflation Targeting: lessons from the International Experience*. 1999”. Princeton, University Press, Pp 382.” por Ben Bernanke, Thomas Laubach, Brederick S. Mishkin y Adam S. Posen. 9 páginas. En <http://www.banquat.gob.gt/info/politica2001/anexo2.pdf>
- Ecoanálisis (2010). *Sinopsis Económica*. Marzo. Página Internet.
- Espinoza, Á. (2007). *Comparación de Política Monetaria: Bancos Centrales con Meta de Inflación versus Bancos Centrales con Meta de Inflación y Metas de Estabilidad de Producto o Empleo*. Internet. 9 páginas.
- Instituto Costarricense del Café. (2008). *Análisis sobre el Tipo de Cambio y el Régimen Cambiario en Costa Rica*. Unidad de Estudios Económicos y Mercado. San José.
- Oficina de Evaluación Independiente del Fondo Monetario Internacional. (2004). *Informe sobre la Evaluación del papel del FMI en Argentina, 1991–2001*. Internet. 184 páginas.
- \_\_\_\_\_ (2007). *Informe de Evaluación*. Asesoramiento del FMI sobre políticas cambiarias. Conclusiones y recomendaciones. Internet. 15 páginas.
- Periódico La República (2010). *Volatilidad de cambio dispara debate dólar versus colón*. Julio. [http://www.larepublica.net/app/cms/www/index.php?pk\\_articulo=38011](http://www.larepublica.net/app/cms/www/index.php?pk_articulo=38011)
- \_\_\_\_\_ (2010). *Ingresan capitales “golondrina”*. Abril. [http://www.larepublica.net/app/cms/www/index.php?pk\\_articulo=35136](http://www.larepublica.net/app/cms/www/index.php?pk_articulo=35136)
- Prado, E. y Mora, M. (2007). *El régimen de banda cambiaria: hacia la flexibilidad cambiaria y el control de la inflación*. Banco Central de Costa Rica. Documento elaborado como colaboración al Programa Estado de la Nación. San José, Costa Rica.
- Rassiga, F. (2003). Comentarios al trabajo: “Elementos de análisis para la adopción de metas inflacionarias como estrategia monetaria” de Emiliano S. Pagnotta.
- Stiglitz, J. 2008. *El fracaso de las metas de inflación*. 25 de agosto 2008. El País, Negocios.