



COMPENDIO No. 9

DIÁLOGOS DE POLÍTICA PÚBLICA ¿QUÉ SE ESPERA SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO?

Mayo 2023

332.4 LEAD University
L434 Diálogos de Política Pública. ¿Qué se espera sobre la evolución del tipo de cambio? / LEAD University, – 1ª. ed. – San José, Costa Rica : Editorial ULEAD, 2023.
25 páginas. – (Serie Diálogos de Políticas Públicas ; n. 9).
ISBN 978-9930-589-18-2
1. POLÍTICA ECONÓMICA 2. TIPO DE CAMBIO 3. POLÍTICA MONETARIA.
4. MODELOS ECONOMETRICOS 5. COSTA RICA I. LEAD University, II. Título.

Código E4, E41, E42, E44, E52, E58

Se agradece la colaboración de los estudiantes Verónica Ferreto y Julián Gómez en la transcripción de las ponencias, y de Toscano Luconi por la elaboración y revisión del documento base de esta publicación.

Diagramación

Luis Fernando Quirós A.

Formato y Estilo / Repositorio Digital

Lorne Cruz Saborío

Este documento se basa fundamentalmente en las exposiciones de los expertos, por lo que se atribuye a ellos todo comentario, información o fuentes que hayan consultado. Lo que se presenta a continuación no representa necesariamente las posiciones del Centro de Investigación en Política Pública y Desarrollo Empresarial de LEAD University.



Licencia Internacional Creative Commons
Reconocimiento - No Comercial - Compartir Igual 4.0

CONTENIDO

1 PRESENTACIÓN

2 ¿CÓMO LLEGAMOS A LA SITUACIÓN
ACTUAL DEL TIPO DE CAMBIO?

Dennis Meléndez Howell

10 ¿QUÉ SE ESPERA DE LA EVOLUCIÓN
DEL TIPO DE CAMBIO?

Norberto Zúñiga Fallas

14 ¿ESTÁ LA POLÍTICA CAMBIARIA MINANDO
LA COMPETITIVIDAD DEL PAÍS O SE TRATA
DE UNA SITUACIÓN DEL MERCADO?

Gerardo Corrales Brenes

18 EL MERCADO CAMBIARIO EN COSTA RICA

Hazel Valverde Richmond

PRESENTACIÓN

Esta publicación es producto de las ponencias realizadas en el foro virtual realizado por el Centro de Investigación en Política Pública y Desarrollo Empresarial de LEAD University, el pasado 9 de marzo de 2023, con el fin de promover la discusión, el análisis y la reflexión sobre la evolución reciente del tipo de cambio en Costa Rica y su impacto en la economía.

Para poner en perspectiva a los lectores, iniciaremos por hacer una breve explicación del mercado cambiario. Este mercado está dividido en dos partes; la primera se denomina ventanilla de las entidades financieras, donde las personas compran y venden a través de la ventanilla física o en línea; la otra es la plataforma MONEX, que administra el Banco Central de Costa Rica (BCCR), y es adonde participan entidades financieras, empresas, operadoras y personas con capacidad para negociar como mínimo US\$1.000. Cuando las ventanillas compran al público más de lo que venden se produce un “superávit”. Si la posición superavitaria de las entidades financieras es más elevada que su umbral predeterminado, la institución recurre al MONEX para vender el exceso.

Otro aspecto relevante del mecanismo es que en MONEX el BCCR participa de dos maneras: en intervención cambiaria (compra o venta) para estabilizar el precio de la divisa y, por medio de la compra de divisas para el sector público no bancario. En esta última, el BCCR transfiere los dólares a las entidades de sus Reservas Monetarias Internacionales y después va al MONEX a reponer su posición. Sobre esta línea, un elemento relevante de considerar es que el BCCR opera desde hace unos tres años bajo un esquema de metas explícitas de inflación; esto se anuncia al público de manera explícita con el compromiso de alcanzar un rango

meta de inflación. Actualmente la meta está en tres por ciento anual, más-menos un uno por ciento.

El tipo de cambio es un precio que afecta a los diferentes actores que participan en la economía: exportadores, importadores, deudores, ahorrantes, consumidores; y tiene implicaciones en las principales variables macroeconómicas: tasas de interés, inflación y producción, por ejemplo. El presente foro es relevante debido a que país vive un momento de incertidumbre sobre los factores que están propiciando, actualmente, una tendencia a la revaluación del colón frente al dólar, y las empresas y personas deben tomar decisiones con algún nivel de certeza o entendimiento de la situación.

Con el fin de aportar a la futura discusión sobre el tema, y compartir el conocimiento de los expositores, se genera este documento que abarca cuatro cuestiones fundamentales sobre el tema. La primera sección, a cargo de Dennis Meléndez, quien hace una revisión crítica de cómo la economía costarricense llegó a esta situación en el mercado cambiario. Seguidamente, Norberto Zúñiga hace una reflexión sobre lo que se puede esperar de este macroprecio. Y, apoyándose en lo anterior, Gerardo Corrales contesta la interrogante de si el tipo de cambio está minando la competitividad de Costa Rica. Finalmente, Hazel Valverde hace un recuento de algunas de las posiciones de los panelistas y explica con mayor detalle cómo es que funciona el mercado cambiario y el rol que juega el Banco Central en cumplimiento a su objetivo de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional.

Patricia Leitón Quirós
Moderadora del foro



¿CÓMO LLEGAMOS A LA SITUACIÓN ACTUAL DEL TIPO DE CAMBIO?*

Dennis Meléndez Howell

Economista e Investigador Asociado de LEAD University.

JUSTIFICACIÓN

La reciente revaluación experimentada por el tipo de cambio del dólar, desde ¢700 por dólar, en julio de 2022, al nivel actual, cercano a ¢535 por dólar, parte de un error fundamental cometido en el manejo de la política fiscal: el uso de deuda en moneda extranjera para financiar déficit en moneda nacional.

Si bien es cierto hubo factores, tales como el brusco incremento en la Tasa de Política Monetaria (TPM), que aumentó las tasas de interés internas, y el ingreso de recursos de apoyo de balanza de pagos del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), estas medidas por sí mismas no son suficientes para atraer grandes contingentes de capital privado, si no se hubiese producido un cambio en las expectativas cambiarias.

En el momento en que los agentes percibieron que el Gobierno contaría con recursos en exceso en moneda extranjera, (situación contraria a la experimentada en los dos años anteriores, para atender no solo los compromisos externos sino también los internos, de inmediato cambiaron sus expectativas e impactaron el mercado cambiario. Cesó el apetito de dólares en los portafolios de los ahorrantes generando tanto una reducción en la demanda de divisas como un incremento en la oferta, fenómeno que se agravó por el ingreso efectivo de recursos foráneos, tanto públicos como privados.

* Se agradece al economista Daniel Ortiz Álvarez por sus valiosos comentarios a este artículo. Cualquier error es responsabilidad exclusiva del autor.

EL GOBIERNO NO PUEDE GASTAR EN DÓLARES EN LA ECONOMÍA INTERNA

En el manejo de la política fiscal y monetaria, se olvidó que está involucrada la política cambiaria. El gobierno vive una “esquizofrenia fiscal”, manejando el mercado de deuda como si fuese un mercado unificado, en dólares y colones. Es un error conceptual muy serio creer que los gastos de gobierno en colones pueden ser financiados con préstamos en dólares, como si esto fuera neutral al mercado cambiario. Se olvida que los principales gastos y la mayor parte del déficit del gobierno se denomina en colones.

El tipo de cambio es un precio y como cualquier otro se determina por las fuerzas de la oferta y la demanda. Si bien el Gobierno demanda buena parte de los dólares también puede incidir en la oferta al decidir endeudarse en moneda extranjera. En un país donde las necesidades de financiamiento por mucho tiempo han sido superiores al 8% del PIB, tomar una decisión de financiarla en x o y monedas puede tener repercusiones en este precio tan importante.

Mientras la economía no esté dolarizada, los ingresos de moneda extranjera no le sirven para llenar la brecha financiera en colones. El banco central recibe los dólares y los tiene que cambiar por moneda local, ni más ni menos que a través de una emisión pura y simple de dinero, disfrazada con el ingreso de dólares.

Ese error tiene raíces de larga data usado como un portillo para evitar poner orden en las finanzas públicas. Y esto no es más que la culminación de un proceso de aflojamiento de la disciplina del financiamiento de capital para el Gobierno. Hace muchos años, empezó por la violación del principio constitucional de no financiar gastos corrientes con ingresos de capital, inexplicablemente avalado por la Sala Constitucional, bajo el argumento de que “nadie está obligado a lo imposible”. Luego se agravó, cuando los gobiernos recurrieron al endeudamiento interno en moneda extranjera para financiar gastos corrientes en colones, más allá de las necesidades de divisas para atender los compromisos externos.

Ahora, se da la gota que derrama el vaso. Bajo el lema de pretender “cambiar deuda cara por barata”, argumento falaz, se terminó de romper con los principios básicos de sanidad de las finanzas públicas. Este fue el detonante que nos ha llevado a la situación actual, con sobreabundancia de dólares prestados, que bajan el tipo de cambio, pero que algún día habrá que devolver, probablemente a tipos de cambio mucho más altos. Históricamente, cada vez que se ha pedido un préstamo en moneda extranjera, el tipo de cambio se estabiliza y si son eurobonos, se aprecia,

EL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO INCIDE DIRECTAMENTE EN EL MERCADO CAMBIARIO

El bimonetarismo de la economía no aplica para las transacciones públicas, pues el gobierno no puede hacer pagos en colones con dólares, al tipo de cambio vigente, sin pasar por el mercado cambiario.

Aducir que pedir prestado en el exterior es más barato que hacerlo en el mercado interno no pasa de ser una grosera ilusión. Pareciera que se hubiese generado una euforia colectiva en los poderes del Estado que obnubiló la racionalidad económica. Ministros y diputados, incluso, se sienten orgullosos de haber promovido esta política y hasta se siente padres de la criatura.

Si se comparan burdamente las tasas de interés de la deuda interna y externa, como se ve en la Tabla 1, da la ilusión de que sale más barato endeudarse en el exterior. Pero se comete un grave error: las tasas en diferentes monedas no son comparables. ¿Y el riesgo cambiario? ¿Y la tasa de conversión? ¿Y la asimetría de los mercados externos e internos? ¿Y los efectos futuros?

La experiencia ha demostrado que, ni es tan cierto que se ha dado una sustitución neta de deuda ni que el nuevo endeudamiento haya sido a tasas más baratas. De hecho, la reciente colocación de eurobonos se hizo a tasas cercanas a 7%, en dólares. Iguales a las que se está pagando en el mercado interno, pero que conllevan un

TABLA 1. TASA PROMEDIO PONDERADA DE LA DEUDA PÚBLICA DE COSTA RICA

DEUDA PÚBLICA COSTA RICA	2018	2019	2020	2021	2022	ENERO 2023	FEBRERO 2023
Deuda Interna	9,6%	6,7%	7,8%	2,7%	4,6%	5,5%	7,0%
Deuda Externa	5,3%	5,4%	4,5%	4,3%	7,7%	4,7%	4,8%

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

“pescadito envenenado”. El control de la emisión que pueda resultar puede salir muy caro.

LA SUPUESTA VENTAJA DE LOS RECURSOS MÁS BARATOS SE PIERDE, CON CRECES, AL TRATAR DE EVITAR EL IMPACTO INFLACIONARIO.

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) puede vender los dólares al público para recoger los colones emitidos, por medio del MONEX, pero eso es precisamente lo que provoca el aumento de la oferta de divisas y la revaluación cambiaria y, aunque los movimientos no se hayan concretado, los agentes lo incorporan en sus expectativas.

La alternativa que tiene el BCCR es acumular reservas internacionales, que bastante falta le hace, especialmente después de la gran pérdida experimentada en los años anteriores. Pero para evitar problemas monetarios internos debe utilizar instrumentos monetarios (por ejemplo, venta de bonos de estabilización, cambios en encajes) para recoger el exceso de circulante y evitar que se reactive la inflación, que en última instancia llevaría a una devaluación cambiaria. Pero ambos instrumentos, además de que son caros, afectan las tasas internas de interés.

Todo parece indicar que, aún sin haber ingresado los enormes contingentes de divisas provenientes del endeudamiento externo, con la complacencia legislativa, ya los agentes económicos incorporaron eso a sus expectativas y han procedido a reacomodar sus portafolios, con los consecuentes efectos cambiarios anotados. Esta es la chispa fundamental que ha producido la inestabilidad cambiaria actual.

LA ILUSIÓN DE LAS RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES

No perdamos de vista la historia reciente. Hace tres años, el BCCR anunció que seguiría una política cambiaria de libre mercado, pero con intervención discrecional para evitar fluctuaciones violentas, pero sin alterar la tendencia. Esto no se cumplió, pues se indujo una represión en el tipo de cambio. Las Reservas Monetarias Internacionales (RMI) se utilizaron para sostener el tipo de cambio y, consecuentemente, hubo una pérdida de aproximadamente US\$2.000 millones de reservas internacionales, con una sustancial pérdida

de reservas propias del Banco Central, variable que se calcula excluyendo los encajes bancarios, los préstamos de estabilidad cambiaria (FLAR, FMI) y los depósitos del gobierno.

El BCCR considera que la situación de reservas es muy sólida. Sin embargo, eso se debe al fuerte ingreso de recursos del exterior, la mayor parte para el gobierno o el propio banco y los encajes bancarios. Pero, para medir la verdadera capacidad para enfrentar un ataque especulativo debe basarse en la variable de reservas propias. Es cierto que, en situaciones críticas de liquidez internacional, el BCCR puede echar mano a los recursos de los encajes o de los depósitos del gobierno, pero eso es insostenible a mediano plazo. Cualquier modelo adecuado de riesgo inmediatamente encendería las alarmas. En estos momentos, el monto de las reservas propias del BCCR plantea dudas con respecto a su capacidad para sortear crisis cambiarias.

UN EFECTO OLVIDADO: LA SOBRE MONETIZACIÓN DE LA ECONOMÍA EN EL 2020 Y 2021

No hay que perder de vista que, a raíz de la pandemia, el BCCR puso a disposición del sistema bancario una importantísima cantidad de colones, muchos de los cuales terminaron robándose la vuelta y financiando al gobierno. El 14 de enero de 2020 aprobó una emisión de ₡700 mil millones para apoyar a los bancos y se amplió un año después a ₡843 mil millones, aunque se colocó un monto final de ₡826 mil millones a junio de 2021. Esto significó una expansión de la emisión monetaria de 30%. Los colones siguieron incidiendo en la demanda agregada de la economía, lo que explica, en buena medida las altas tasas de inflación experimentadas desde entonces, no atribuibles a la inflación internacional ni a los problemas comerciales. Y hubo otras operaciones que también incidieron en mayor expansión monetaria.

Una rebaja en el tipo de cambio permite reducir la inflación, pero utilizando un instrumento inadecuado y altamente distorsionante, pues significa afectar los precios relativos entre los bienes no transables y los transables, con consecuencias inusitadas para el aparato productivo.

El actual Presidente Ejecutivo ha reiterado que el objetivo principal del BCCR es, y será, el control de la inflación. Efectivamente, eso es lo que dice la Ley Orgánica y consecuentemente debe tomar las acciones

debidas. Pero, se supone que en esa labor debe utilizar los instrumentos monetarios, no cambiarios.

En los últimos meses de 2022, ocurrió otro fenómeno que incentivó el ingreso de capitales privados. Justificado en la actuación de la mayor parte de las autoridades monetarias mundiales, el BCCR aumentó, en cuestión de pocos meses, la tasa de política monetaria (TPM) desde 1,75% en marzo hasta 9%, en octubre de 2022. Al contrario de otras economías, el aumento se dio en pocos meses y de manera abrupta.

Es cierto que, desde hacía bastante tiempo, se requería un ajuste en las tasas de interés en colones, puesto que el premio por invertir en colones era sistemáticamente muy negativo. Pero ese brusco incremento en la TPM volvió sumamente atractivo el traer dólares, cambiarlos a colones e invertirlos. Esto tuvo un efecto indeseado: en 2022 se produjo un ingreso estimado por el BCCR de unos US\$1.900 millones, por concepto de capital privado, que han hecho recordar los tiempos en que había ingreso de enormes contingentes de “capital golondrina”. Esa política de tasas de interés incentiva la atracción de capitales foráneos para aprovechar los altos rendimientos del mercado local, mientras haya bajas expectativas de devaluación.

DE UNA REPRESIÓN CAMBIARIA A UNA DEVALUACIÓN CAMBIARIA

El tipo de cambio que rigió hasta 2021 probablemente sufría de cierta represión, atribuida a menos turismo, aumento en materias primas importadas y demanda de divisas por las Operadoras de Pensiones Complementarias y se sostuvo artificialmente con pérdida de reservas monetarias propias. Desde el momento en que el BCCR dejó mayor libertad en el mercado, el tipo de cambio se disparó, subiendo en pocos meses, hasta ₡700 por dólar. Quizás hubo una sobre-reacción, causada por una exacerbación de expectativas y el nervosismo alrededor del discurso del Gobierno de las posibilidades de no estar en capacidad de cumplir sus compromisos financieros.

En el segundo semestre, el Gobierno anunció medidas de emergencia, la más destacada, la solicitud de un préstamo al FLAR y otras medidas, como la profundización del aumento de la TPM desde 5,50% en junio, hasta 9% en octubre. Esto trajo como consecuencia una sostenida revaluación cambiaria.

Era lógico y esperable una revaluación correctiva para retomar en la tendencia que traía el tipo de cambio, pero se perdió el control y hace pensar que el BCCR puede haberse engolosinado con ella. Hubiese sido razonable esperar un ajuste a niveles de ₡650 por dólar, pero no fue así.

LA TRAMPA DEL CONTROL DE INFLACIÓN MEDIANTE EL TIPO DE CAMBIO

La revaluación tiene un efecto secundario que la hace muy atractiva a las autoridades políticas y a las económicas: desacelera la inflación, aunque en forma arbitrariamente asimétrica. Las autoridades parecen haberse entusiasmado con el uso de la revaluación como instrumento antiinflacionario. En palabras del propio Ministro de Hacienda en la Comisión de Asuntos Hacendarios de la Asamblea Legislativa, si el tipo de cambio llegara a alrededor de los ₡500 por dólar, el presupuesto asignado le permitiría cubrir la totalidad de los pagos por intereses, sugiriendo así un sesgo hacia más revaluación. Esta puede ser una visión miope, puesto que, en el mediano plazo, la revaluación desmejora las finanzas públicas, al contraer la recaudación de impuestos por menor actividad económica y la revaluación.

La apreciación del tipo de cambio favorece principalmente, según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), a las personas que tienen más ingresos. Esto es fácilmente verificable al usar los datos de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (ENIGH) y ver cuáles son los productos que se encuentran indexados al dólar. Uno se encuentra que son los vehículos nuevos, las pólizas de seguros, los televisores, suscripciones de gimnasio, boletos aéreos, etc. Productos que no pareciera ser los que consumen los primeros quintiles. Si bien el IPC general se ve mejor con una apreciación no significa que los precios estén reduciéndose de forma uniforme y en especial para las personas que tienen menos ingresos.

EL MILAGRO DE LA REDUCCIÓN DE LA DEUDA

La disminución del tipo de cambio ha logrado el “milagro” de disminuir contablemente las relaciones de deuda pública. Por una parte, porque el saldo total de la deuda se divide por el Producto Interno Bruto nominal, calculado en colones con un elevado índice de precios

implícito en el PIB (IPI/PIB), el cual creció casi 19% en 2022 y 12% solo en los dos primeros meses de 2023.

Además, la parte real de la producción puede no estar capturando todos los efectos colaterales que se han dado y que están por venir, como la contracción económica, la disminución del empleo y los rezagos especialmente en las variables tributarias. Según la Encuesta Continua de Empleo del INEC, entre octubre de 2022 y marzo de 2023 se han destruido 90 mil empleos.

Dentro de los factores más importantes, alrededor del 40% de la deuda del Gobierno está en dólares, y al colonizar las cifras, estas se distorsionan. Solo este efecto podría causar una caída en el indicador de hasta 12 pp. (40% de deuda en dólares por 30% de revaluación).

¿Cómo se explica que, sin haber disminuido el saldo de la deuda total del gobierno, expresada en dólares, los indicadores de deuda hayan mejorado sustancialmente? Como se puede observar en la Tabla 2, la deuda pública total ha continuado creciendo. El único renglón en donde se produjo una contracción de casi 8% fue en la deuda externa, en los dos primeros meses de 2023. Eso se debió a que el BCCR tuvo que amortizar eurobonos por un monto cercano a los US\$1.000 millones, en enero, pero más que compensado por la reciente colocación de US\$1.500 millones en abril y se expandirá aún más en el segundo semestre, si se insiste en colocar los otros

US\$1.500 millones, que tan generosamente autorizó la Asamblea Legislativa.

Téngase en cuenta, además, que los indicadores con respecto al PIB se calculan transformando toda la deuda a colones corrientes, en donde el tipo de cambio tiene un impacto contractivo muy importante.

Esos factores han contribuido a que la relación Deuda/PIB se haya reducido, de aproximadamente 70% a cerca del 60%, o menos. Aún es temprano para poder ponderar si este efecto será duradero, entre otras cosas porque el endeudamiento público sigue creciendo, mientras el tipo de cambio podría estar alcanzando un piso y hasta revirtiéndose. Los rezagos en el ajuste del PIB nominal podrían empezar a incidir en menor crecimiento del indicador. Es probable que haya una mejora en la relación, pero mucho más moderada de lo que indican esas relaciones. Lo grave puede ser que, al disminuir la relación deuda/PIB por debajo del 60%, se relaja la regla fiscal y el gobierno puede incrementar sustancialmente el déficit fiscal, por aumentos significativos de salarios públicos.

EFFECTOS PERNICIOSOS DE LA REVALUACIÓN PARA EL SECTOR REAL

El tipo de cambio debe ser un resultado de la interacción del mercado, nunca un instrumento. Este concepto parece haberse difuminado en la ansiedad de reducir la

TABLA 2. PRINCIPALES INDICADORES DE DEUDA PÚBLICA EN COSTA RICA: EN MILLONES DE DÓLARES

	2019	2020	2021	2022	FEBRERO 2023
Deuda Pública Total	36.993,80	39.658,82	42.436,11	47.224,96	49.049,67
<i>Crecimiento</i>	21,4%	7,2%	7,0%	11,3%	3,9%
Deuda Interna	28.910,67	30.080,41	31.887,98	35.161,26	37.936,60
<i>Crecimiento</i>	18,9%	4,0%	6,0%	10,3%	7,9%
Deuda Externa	8.083,13	9.578,41	10.548,13	12.063,69	11.113,07
<i>Crecimiento</i>	31,6%	18,5%	10,1%	14,4%	-7,9%
De lo cual					
En colones (millones de US\$)	21.521,95	23.203,34	25.528,64	28.513,88	30.729,08
<i>Crecimiento</i>	20,5%	6,4%	10,0%	11,7%	7,8%
<i>Participación</i>	58,3%	58,5%	60,2%	60,4%	62,6%
En dólares (millones de US\$)	15.471,86	16.455,49	16.907,47	18.711,07	18.320,59
<i>Crecimiento</i>	22,8%	6,4%	2,7%	10,7%	-2,1%
<i>Participación</i>	41,8%	41,5%	39,8%	39,6%	37,4%
<i>Variables de referencia</i>					
PIB Corriente	65.485,93	59.270,55	62.417,02	74.044,06	83.110,67
<i>Crecimiento</i>	11,0%	-9,5%	5,3%	18,6%	12,2%
Tipo de cambio (cierre anual)	573,53	615,74	642,66	597,64	560,79

Fuente: elaboración propia con cifras del Banco Central de Costa Rica.

inflación. La variación cambiaría de 30% en cuestión de pocos meses es altamente costosa para el adecuado funcionamiento de la economía. Una variación de esa magnitud puede causar severos daños a la estructura productiva, especialmente cuando hay inflexibilidad hacia la baja en variables fundamentales. Paradójicamente, la economía parece estar diseñada para que se adapte con más facilidad a procesos inflacionarios y devaluatorios.

El hecho de que el mercado laboral, principalmente, sea inflexible a la baja hace muy difícil la adaptación de la economía a una revaluación y deflación, con severas consecuencias para el aparato productivo.

Una revaluación tan acelerada, especialmente si se acompaña por una deflación, inevitablemente asimétrica, movida por los precios de los bienes transables, incorporan mucho mayores grados de incertidumbre en el riesgo cambiario. Téngase en cuenta que, normalmente, los empresarios tienen que ser cautelosos, en el corto plazo, a ajustar sus estructuras productivas y modelos de precios ante mayores niveles de riesgo. Cambios en los costos pueden absorberse con disminución de utilidades por algún tiempo, pero es insostenible en el mediano plazo. El comerciante no puede modificar sus precios de manera perfecta, ya que debe considerar los rezagos, la demanda y otros factores que puedan influir en su operación. Entonces, este hecho de trabajar con esta política cambiaria incorpora un alto nivel de ruido a la economía y, consecuentemente, aumenta sustancialmente los riesgos.

¿HASTA CUÁNDO SE POSPONDRA EL EQUILIBRIO FISCAL?

Una economía funciona sanamente cuando se controla el déficit fiscal. Desde luego que es aceptable e incluso necesario, para que haya mayor justicia intergeneracional que los gastos de capital se financien con ingresos de capital. Tradicionalmente nunca se permitió que se utilizaran recursos de capital externos para financiar el gasto corriente (sueldos y salarios, principalmente). De hecho, los organismos financieros internacionales tenían prohibido dar financiamiento a los países para que financiaran sus gastos corrientes en moneda local. El Fondo Monetario Internacional solo prestaba a los bancos centrales. En general todos los organismos prestaban para proyectos de desarrollo y pedían una contrapartida para financiar los gastos en moneda local. Todo

esto se comenzó a perder en el mundo y empezamos, alegremente, a indisciplinarnos.

¿Qué hay de malo en usar endeudamiento externo para financiar el déficit presupuestario en colones? Si el déficit en colones se financia con préstamos en dólares, estos entran al banco central para cambiarlos por colones, lo que implica una emisión monetaria, con las conocidas consecuencias.

Los efectos finales, dependerán de lo que haga el banco central con los dólares. Una opción es acumular Reservas Monetarias Internacionales. Si el BCCR acumula los US\$3.000 millones de eurobonos de este año, significaría una emisión monetaria de ₡1,7 millardos (a un tipo de cambio de ₡550/US\$) equivalente a casi el 50% del saldo de la base monetaria actual (₡3,6 millardos). Inevitablemente, para sostener los equilibrios el BCCR tendría que utilizar los instrumentos disponibles para esterilizar dicho movimiento. El encaje mínimo legal está al tope, las tasas de interés ya están a niveles muy elevados, es decir, el único disponible parece ser los bonos de estabilización monetaria (BEM). Y con esto, se va lo servido por lo comido, puesto que además de pagar los intereses externos, el BCCR tendrá que pagar las tasas internas por la venta de los BEM para esterilizar el exceso de emisión.

Si el Gobierno financiara el déficit fiscal en colones (en el mercado local), esto traería una presión al alza en la tasa de interés, cuyos niveles altos afectan el crecimiento y generan desempleo. Pero aún eso, es menos pernicioso que hacerlo en el exterior.

Si el BCCR libera esos dólares en el mercado cambiario, directa o indirectamente, agravaría la revaluación. Aunque use los dólares para financiar la parte en dólares del déficit fiscal en dólares, igual significa una disminución de la demanda de dólares en el mercado. Bien haría el gobierno en seguir la recomendación del anterior presidente del BCCR, Dr. Rodrigo Cubero, de suspender las nuevas colocaciones de eurobonos. Indistintamente de cuál sea el instrumento, la carga del ajuste siempre recae sobre el sector privado y el empleo.

UNA POLÍTICA CAMBIARIA MÁS APROPIADA

La política cambiaria, de alguna manera, debe permitir que el precio del dólar siga la tendencia del mercado. Eso se ha incumplido, con el agravante de que el tipo de cambio se determina en Monex, que es una fracción

minoritaria del mercado cambiario total (apenas alrededor del 16% del mercado total). El BCCR maneja discrecionalmente el mercado de las entidades públicas, sin que exista claridad de cómo utiliza las RMI para corregir solo los movimientos de muy corto plazo. Siendo Monex una fracción minoritaria del total se produce el fenómeno de “la cola moviendo al perro”.

UNA ALTERNATIVA NADA DESDEÑABLE: DOLARIZACIÓN

Es interesante preguntar ¿para qué se quiere una política monetaria soberana? De hecho, el BCCR y el Gobierno están actuando como si existiera una perfecta convertibilidad monetaria. Ni la política monetaria es neutral a lo que pasa en el mundo, ni la política fiscal se libra de la interferencia externa, pues el Gobierno actúa como si se viviera en una economía dolarizada.

¿Por qué razón no se dolariza la economía de una vez y se evitan todos esos inconvenientes? Todo lo que se ha analizado hasta el momento ha despejado las dudas de los antidolarizacionistas, pues les ha demostrado que sus viejos argumentos no son ciertos.

En primer lugar, no hay tal cosa como la soberanía de la política monetaria; además de que es falso que no haya instrumentos monetarios locales cuando la economía se dolariza. Las tasas de interés y el encaje permiten seguir controlando la oferta monetaria. Lamentablemente, con dolarización o sin ella, se depende de lo que pase en otras economías, como por ejemplo en Estados Unidos; de hecho, esa fue una de las razones esgrimidas por el BCCR para aumentar drásticamente la TPM.

Uno de los temores para dolarizar es la pérdida del “prestamista de última instancia” para los bancos. Pero, siendo objetivos, en Costa Rica nunca ha existido esa figura. Cuanto banco recurre al banco central para redescantar activos, irremisiblemente está condenado a la quiebra. En todo caso, si se quiere, en una economía dolarizada, a los bancos les resulta menos complicado conseguir financiamiento externo para afrontar crisis de liquidez.

Otro de los temores para dolarizar es que el gobierno tampoco tendría opción de recurrir al BCCR para financiamiento de emergencia a través de la Letras del Tesoro. Siendo realistas, cuando el gobierno recurre a ellas, es visto como una situación de fracaso y genera expectativas muy negativas. En todo caso este financiamiento es a plazos muy cortos. Precisamente, ahora

ha quedado demostrado que el gobierno puede recurrir al mercado internacional para cubrir sus déficits. Más bien en una economía con moneda propia, recurrir a este mecanismo significa una duplicación en el costo, si quiere esterilizar la emisión monetaria.

El último mito es la pérdida del señoreaje. La emisión de billetes y monedas usualmente es más cara que su valor facial. Además, el banco central no pierde la posibilidad de crear dinero, por medio del multiplicador bancario.

CONCLUSIONES

En diez meses ha ocurrido una revaluación de 30%, caída por demás inconveniente, lo que indica, claramente, que el mercado cambiario no está funcionando de manera adecuada.

Con la excepción de las tasas de interés en colones, las variables determinantes del tipo de cambio no han variado sustancialmente. Específicamente no se ha visto un cambio sustancial en la productividad de la economía. Si la estructura económica estuviese cambiando y con ello la productividad y la producción aumentasen aceleradamente, se podría tener la relativa sensación de que la apreciación del tipo de cambio podría mantenerse. Pero todo parece indicar que más bien está ocurriendo lo contrario.

En los últimos años se ha vendido la idea de que pedir préstamos externos permitiría “sustituir deuda cara por deuda barata” y casi todo mundo se la compró. Se hacía un cálculo sencillo sin mucho rigor y se determinaba que si se colocaban los títulos a tasas de 3%-4% con organismos financieros internacionales mientras que, internamente, se tenía que pagar un 7%-8% en dólares, entonces resultaba mejor acudir al mercado internacional y tomar provecho de ese diferencial. Se olvidó el riesgo cambiario. Esta ocurrencia se la compraron técnicos, políticos y el público en general. Y se decidió pedir prestado todo lo que se pudiese, pero no para sustituir deudas.

Ha quedado comprobado que no se está cambiando ninguna deuda cara por deuda barata. Esta falsa premisa lo que hizo fue quebrar las expectativas e inundar el mercado cambiario de recursos y generó un reacomodo de los portafolios de los inversionistas.

Es cierto que al inicio se recibieron fondos baratos y a más plazo para financiar el déficit corriente, pero

eso no es cambiar deuda cara por deuda barata, es seguirse endeudando a tasas menos caras. Sigue siendo un mecanismo perverso. La reciente colocación de “eurobonos” se hizo a tasas de mercado y prácticamente a las mismas que se había estado consiguiendo internamente. No son recursos baratos. En el agregado, no ha disminuido la tasa promedio de la deuda.

Hubo una mejora en la calificación crediticia, apenas una pequeñísima mejoría. Costa Rica sigue formando parte del grupo de países en donde los títulos de deuda son considerados “altamente especulativos”. Pretender que las tasas de interés pueden ser sustancialmente más baratas en el exterior es casi utópico.

Hay que tener presente que la causa primaria del desequilibrio cambiario actual proviene del crónico mal manejo de la política fiscal, especialmente en el errado mecanismo de financiamiento del déficit. Si bien es cierto, los indicadores fiscales han venido en franca mejoría, mientras se siga recurriendo al endeudamiento, no se puede lograr estabilidad. Por más que se busquen estrategias para financiar los déficit, estos

seguirán incidiendo, sobre las generaciones actuales o sobre las futuras.

La economía costarricense es altamente dependiente del resto del mundo. Y casi todo el comercio internacional y flujos de capital son en dólares. ¿Para qué complicar las transacciones pasando por un mercado cambiario lleno de imperfecciones, altamente volátil, costoso y distorsionante? La dolarización podría facilitar todas las operaciones financieras, economizaría gran cantidad de recursos que actualmente deben ser empleados para predecir, manejar e implementar las transacciones cambiarias y haría más transparente el sistema económico.

Tal como la historia lo demuestra, la existencia de un mercado cambiario, producto de tener una moneda propia, siempre causa más distorsiones y genera más costos que si se operase con una divisa internacional. ¿Por qué se sigue viendo la dolarización como un asunto político o de falsa vanidad, en vez de integrar al país a un sistema monetario más sencillo y transparente?



¿QUÉ SE ESPERA DE LA EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO?

Norberto Zúñiga Fallas

Economista y Asociado de la Academia de Centroamérica.

No existe ningún modelo económico confiable para pronosticar el comportamiento del tipo de cambio. Uno de los mejores, es el más simple de series de tiempo, denominado *random walk*, o camino aleatorio. Hay muchas maneras de interpretarlo; una de las más sencillas es caracterizarlo como un “camino de borracho”. Uno nunca sabe hacia dónde se dirigirá una persona alcoholizada. Por lo que, es totalmente impredecible; no hay manera de predecir cuál será la evolución del tipo de cambio en un mercado libre.

A pesar de no poder responder de manera certera esa pregunta, se procurará la mayor aproximación posible a este tema. La siguiente ponencia está estructurada en cuatro partes: 1. Relevancia del tipo de cambio. 2. Evolución del tipo de cambio. 3. Principales determinantes y 4. Conclusiones y recomendaciones.

RELEVANCIA DEL TIPO DE CAMBIO

El tipo de cambio es el precio relativo más importante en una economía pequeña, abierta y muy dolarizada como la costarricense. Las variaciones, sobre todo si son abruptas, impactan la rentabilidad de la mayoría de actividades reales y financieras. Es conocido como puede afectar las exportaciones de bienes, los servicios, el turismo, los que compiten con importaciones, los ahorros, los flujos de capital; incluso los costos de endeudamiento del sector privado y del gobierno, quienes

tienen deudas en dólares, etc. Los fondos de pensiones, con inversiones en dólares, también han sido impactados, así como la inflación por los productos importados y hasta los *stocks* de riqueza. En no pocas oportunidades puede generar dificultades al sistema financiero.

Tan relevante es el tipo de cambio que los economistas se preguntan si debería dejarse a las fuerzas del mercado; un mercado que no reúne las condiciones de competitividad para una adecuada determinación; donde no hay suficientes y líquidos instrumentos de cobertura. Por eso, no es de recibo siquiera comparar el mercado de divisas con el de papas, como lo he escuchado algunas veces, con el respeto que se merecen estos productores. Las eventuales implicaciones de uno y otro, son totalmente diferentes.

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

El año pasado el tipo de cambio empezó en alrededor de 640 colones por dólar y se aproximó a los 700 colones por dólar el 21 de junio. Luego cayó en picada hasta alcanzar cerca de 552 colones por dólar en el MONEX. Más recientemente la compra en ventanilla se ubicó en alrededor de ₡540. En un periodo muy corto, el tipo de cambio nominal cayó, o se apreció poco más 20% con respecto al que prevaleció en junio, 2022 y 13,5% en relación al que había a principios de ese año; el nivel más bajo en los últimos seis años.

En términos reales, el índice de tipo de cambio real (ITCER), había alcanzado en junio, 2022 un nivel de 98,5, el mayor en los últimos 12 años; pero aún inferior a 100, que es lo que prevaleció durante todo el periodo de mini devaluaciones. Para enero, 2023 había descendido a un nivel de 82,8, es decir, en sólo siete meses el tipo de cambio real cayó 16 puntos; algo inédito en la historia de Costa Rica. Lo que tomó casi una década en recuperar el tipo de cambio real, se evaporó en sólo siete meses. Es un cambio abrupto que podría dejar fuera de mercado a algunas actividades; no por ineficientes, sino simplemente por la evolución cuestionable del tipo de cambio.

PRINCIPALES DETERMINANTES

¿Qué pasó en los últimos meses para semejante apreciación? ¿Qué transformaciones se dieron en el país? Incluso, ¿sucedió algún milagro económico en la economía costarricense? Ciertamente hubo algunos

cambios en lo que los economistas llaman “fundamentales”, es decir, las variables reales. En efecto, se ha observado una caída en el precio de las materias primas importadas, sobre todo el petróleo que pesa mucho en la demanda de dólares, por ejemplo. Los costos de transporte de contenedores también bajaron. El turismo y la inversión extranjera directa repuntaron en la segunda parte del año. La productividad es difícil que haya experimentado cambios significativos en un periodo tan corto.

De conformidad con la Balanza de Pagos, donde se registran todas las transacciones del país con el resto del mundo, más bien el déficit de cuenta corriente sí se incrementó en alrededor de 1.100 millones de dólares; es decir, las importaciones de bienes y servicios superaron a las exportaciones por ese monto, según reporta el mismo Banco Central. Entonces, ¿qué presionó la baja en el tipo de cambio? No fue consecuencia del intercambio de bienes y servicios, pues más bien fue deficitario. Tampoco la inversión extranjera directa, como se ha mencionado, ya que se mantuvo estancada y disminuyó en 200 millones de dólares durante todo el año pasado.

No pareciera entonces que la explicación de la gran caída del tipo de cambio esté en las variables reales fundamentales. La mayoría de las actividades del país, el régimen definitivo no presentó gran dinamismo el año pasado. Inclusive, hubo algunos sectores estuvieron en recesión. La inversión real total del país se mantuvo estancada; sólo creció 0,8%. Tampoco se han generado grandes niveles de empleo; según las últimas encuestas, más bien la población ocupada ha estado disminuyendo en los últimos meses. No se percibe un gran milagro económico o grandes transformaciones.

Lo que si cambia de manera significativa en este periodo son las variables monetarias y financieras; así como el riesgo país y de tipo de cambio, los cuales disminuyen por la mejora fiscal y las entradas de capital público y privado. La política monetaria ha sido muy restrictiva; aparte del significativo incremento en la TPM (de 0,75% al 9%; 12 veces en menos de un año), también se aumentaron los encajes legales en colones de 12% a 15%. Esto implicó una absorción de alrededor de ₡400.000 millones (US\$700 millones); una diferencia importante con los demás países que no recurrieron a este instrumento. Como resultado de esta política restrictiva, en el 2022 la emisión monetaria cayó 2%, el

medio circulante un 10%, y el multiplicador bancario en un 20%, de un 1,69 a 1,33; reduciéndose la capacidad de creación de dinero secundario de los bancos, a través de los préstamos.

Con el aumento en las tasas de interés, el premio por invertir en colones, que era negativo en los primeros meses (-3%/4%), se elevó a un 6-7% en cuestión de pocos meses, un incremento de cerca de 10 puntos porcentuales. Evidentemente a todos los inversionistas les atrajo esta elevada rentabilidad. También el Banco Central se endeudó en US\$1.100 millones con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR); se mejoraron las finanzas públicas; se autorizaron los eurobonos; todo esto ayudó a reducir el riesgo país y el riesgo cambiario, generando expectativas de apreciación.

Cuando se analiza la Balanza de Pagos, se observa es un aumento muy significativo de los ingresos netos de capital privado (casi US\$2.000 millones en el año); más acentuado hacia el segundo semestre. También, aumentaron en US\$1.300 millones los ingresos de capital público. Hay entonces un gran incremento de los ingresos de capital, provocando el superávit en el mercado de divisas. Pero también es evidente la desatención y pasividad del BCCR para adoptar acciones correctivas. Al contrario, siempre justificó los ingresos de capital en la mayor inversión extranjera directa, el turismo y las exportaciones. Hasta ahora, en la presentación del Programa Monetario del 3 de mayo, 2023, reconoce sutilmente que los diferenciales de tasas de interés sí podrían impactar los flujos de capital y consecuentemente el tipo de cambio y que lo tomará en cuenta para próximas decisiones de la tasa de política monetaria. Pero lo reconoce ahora que podrían presentarse menores ingresos netos y eventualmente presionar al alza el tipo de cambio, no cuando era a la inversa; confirmando la tesis del sesgo hacia la apreciación del tipo de cambio.

Finalmente, existe un modelo teórico que permite ilustrar lo que sucedió en Costa Rica. Se denomina, o se conoce como el “*overshooting* del tipo de cambio”, es decir una sobre-reacción del tipo de cambio y fue publicado por Rudiger Dornbusch en 1976. Es un modelo cuyos supuestos se ajustan muy bien a la economía costarricense; un modelo dinámico, de economía pequeña y abierta. En síntesis, este modelo indica que los cambios no anticipados en la política monetaria provocan una sobre reacción del tipo de cambio, debido a las diferentes velocidades que tienen los mercados para ajustarse.

Siempre son más rápidos y ágiles los mercados financieros que los de bienes. Aunque el modelo se refiere a una política monetaria expansiva, lo opuesto aplica al caso observado en Costa Rica, es decir, una política monetaria muy restrictiva. Es lo que explica gran parte de la sobre reacción experimentada en el tipo de cambio. No es nada nuevo, ya se había presentado, pero no en estas magnitudes. Incluso, en el periodo anterior cuando se ejecutó una política expansiva; se evidenció una gran presión en el mercado de divisas, se depreció el tipo de cambio y cayeron las Reservas Monetarias Internacionales.

Al ser un modelo, una simplificación de la realidad, no toma en cuenta todos los factores involucrados. Además de esa política monetaria restrictiva, se dieron una serie de factores adicionales: una mejora en los términos de intercambio; menor riesgo país; mayor premio por invertir en colones; baja en las expectativas de inflación y por supuesto lo que algunos economistas denominan un “sesgo a la apreciación” por parte del Banco Central. En síntesis, destacan las variables monetarias y financieras como las principales determinantes del superávit en el mercado de divisas; no variables reales.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

En este momento la economía se encuentra en “el peor de todos los mundos”: altas tasas de interés en colones, que elevan el costo de los créditos y presionan la apreciación del tipo de cambio con todos los efectos mencionados; grandes entradas de capital en vista de la extraordinaria rentabilidad que se ha dado, y esto obliga al Banco Central a intervenir, inyectar liquidez y neutralizar. Esto se convierte en un círculo vicioso porque no ataca la verdadera causa, que es, a criterio del autor: las elevadas tasas de interés. Todo resulta entonces poco eficiente y muy costoso.

Puntualmente, lo que se debe hacer en el plazo inmediato es revisar a la baja la Tasa de Política Monetaria, al menos en 100 puntos base en primera instancia. Esto por múltiples razones: en los últimos meses se ha evidenciado una gran caída de la inflación; en ocho meses la inflación acumulada es cero, es decir, la inflación interanual actual corresponde al periodo marzo-junio de 2022). Cuando se compara la Tasa de Política Monetaria, ya sea con la inflación observada a febrero, que fue 5,6%, o con la inflación subyacente, no

se encuentra nunca antes una diferencia tan significativa entre la TPM y la inflación. La misma expectativa de inflación, que se supone sigue el Banco Central, la moda es de 4% (mientras que en agosto fue de 12%), y el BCCR indica que la tasa debería ser solo 1% superior al indicador de las expectativas.

En el corto plazo, en vista de esta abundancia de dólares y que ha acumulado el Banco Central, se debería prepagar el préstamo con el FLAR una vez que ingresen los US\$1.500 millones por eurobonos. Esto especialmente porque le cuesta al país, solo por concepto de intereses alrededor de US\$50 millones, sin ninguna necesidad, ya que el BCCR estima reservas por encima

de los US\$11.000 millones. También, se puede evaluar la posibilidad de posponer la colocación de la otra porción de los eurobonos en el segundo semestre. De vital importancia es afinar la política de intervención en el mercado cambiario. Además, se debe tener un plan de reposición de las reservas que se perdieron en el periodo anterior.

En el mediano plazo es importante limitar y condicionar el endeudamiento externo del Banco Central, ya que se ha usado en diversas ocasiones para apreciar el tipo de cambio. Finalmente, en el largo plazo, no se debería dejar de lado la posibilidad de analizar la adopción de la dolarización *de jure*, en vista de esta situación que se ha presentado en el país.



¿ESTÁ LA POLÍTICA CAMBIARIA MINANDO LA COMPETITIVIDAD DEL PAÍS O SE TRATA DE UNA SITUACIÓN DEL MERCADO?

Gerardo Corrales Brenes

Economista y Profesor de LEAD University.

Quando en un país se habla más del tipo de cambio que de fútbol, algo está mal. Inclusive, cuando los economistas de pensamientos diferentes están de acuerdo, y solo el Banco Central está en la posición contraria, también hay algo que está mal. Todo esto está llevando a serias dificultades a la hora de afectar el macroprecio más importante, como lo es el tipo de cambio, es decir, el precio del dólar en términos de la moneda local.

El ejercicio económico se torna imposible; todos los presupuestos de las empresas están falseados y se dificulta grandemente el cálculo económico. Ningún economista se aproximó al valor del tipo de cambio y las empresas no hay que hacer con sus presupuestos. Hay un desenfoque total del empresario y las personas, al estar pensando más en el tipo de cambio que pensar en cómo ser más productivos y eficientes. Estos aspectos son evidencia de que algo está pasando con la política monetaria y cambiaria del Banco Central y que afecta la competitividad y el aparato productivo del país.

Todos estamos de acuerdo con el enfoque ortodoxo que la inflación se controla a través del medio monetario y subiendo las tasas de interés. Sin embargo considero que hay "gula", ya que el mismo Banco Central reconoce que se está llegando al rango meta de inflación más rápido de lo que se anticipaba. Pero claro, todo esto tiene un costo de oportunidad; lo sabemos por la curva de Phillips que existe un efecto recesivo cuando este

shock de oferta mundial se trata de atacar por el enfoque tradicional, al buscar reducir el consumo y la inversión y con ello la demanda agregada. Estas decisiones tienen un enfoque recesivo, sobre todo en la industria que utiliza mano de obra no calificada (construcción, comercio, industria local y agrícola) que son los que más están sufriendo y pertenecen al régimen definitivo que crece solamente 0,7%, cuando el régimen de Zona Franca crece al 20%. Las Zonas Franca solo explican el 15% de la producción, y el régimen definitivo el 85% restante, pero son estos últimos los principales contribuyentes a los empleos con 1.700.000 plazas y el principal contribuyente de impuestos. La estimación de ingresos tributarios que hace la administración podría estar sobreestimada, porque no considera los efectos recesivos sobre la economía de esta política cambiaria.

Como bien comentó Norberto (ver comentario), el ajuste en la política monetaria (en la Tasa de Política Monetaria) fue un duro golpe. Fue de 0,75% al 9% y en un período relativamente corto. Hasta cierto punto se explica por el intento de contención de inflación, pero es también evidente que se hizo para aumentar el premio por invertir en colones y evitar que las operadoras de pensiones siguieran sacando dólares y presionado el tipo de cambio al aumento. Ahí si hubo una preocupación por parte del Banco Central, al ver que muchas familias estaban endeudadas en dólares y percibían ingresos en colones; así como el endeudamiento de instituciones públicas que tenían parte o la totalidad de su deuda en dólares.

En cuanto a la inflación, se puede ver que después del pico en 12% interanual el año pasado, el Banco Central ha sido efectivo en cuanto a controlarla, llegando en febrero de 2023 a 5,58%; todo esto hace prever que en los próximos meses se estaría cumpliendo el artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central, pero a costas de un sacrificio a largo plazo del sector productivo.

En otra materia, el premio por invertir en colones se ha disparado en los últimos meses: cuando se ofrece una tasa de interés del 7-8% en colones y, además, el tipo de cambio en 6 meses se aprecia 20%, la rentabilidad equivalente en dólares es del 26% aproximadamente. Es por esto, que se incentiva la conversión y la llegada de capitales golondrina, locales y externos, que buscan especular con esos rendimientos salidos de la realidad del mercado y obtener ganancias en corto plazo.

Cuando se ven las variaciones en la Balanza de Pagos, como indica el Presidente del Banco Central, las exportaciones de bienes aumentaron (US\$1.652 millones), pero lo que no comentan es que las importaciones también aumentaron (US\$3.710 millones). Por lo tanto, hubo más demanda por propósito de comercio de bienes internacionales. En servicios, el turismo y otros aportaron US\$1.710 millones, pero no cubren el incremento deficitario en bienes. Si se toma en cuenta las salidas de capital netas, por pago de dividendos y repatriación de capitales de inversión extranjera directa, la cuenta corriente de bienes y servicios tuvo un incremento, es decir una demanda incremental de dólares de US\$1.139 millones en el 2022. ¿Cómo se cubrió ese faltante de dólares? Prácticamente los préstamos de apoyo presupuestario del sector público compensan en el desequilibrio en la cuenta corriente. Hay también un exceso que el Banco Central que no ha separado de estos movimientos financieros privados: la cuenta de errores y omisiones, que es donde se encuentran los movimientos de capital de origen dudoso. Lo cierto y evidente es que en el 2022, hubo un incremento en los movimientos financieros del sector privado por más de US\$2.000 millones que ha estado presionando el tipo de cambio a la baja, a la vista y paciencia del Banco Central, enfocado totalmente en regresar al rango de metas de inflación.

Las declaraciones que hizo el Ministro de Hacienda a inicios de marzo, son preocupantes. Con comentarios así no se genera confianza y lo que los agentes empiezan a considerar es que se está manejando por interés político (reducción de inflación, por ejemplo). En su comentario el Ministro indicó que si el tipo de cambio se ubicara en 500 colones por dólar, el Ministerio podría satisfacer todas las necesidades presupuestarias del Estado; si subiese el tipo de cambio, entonces tendría que recurrir a métodos de endeudamiento externo para cubrir los vacíos presupuestarios. ¿Cuál escenario es mejor para el Ejecutivo? Un tipo de cambio de 500 colones por dólar; consecuentemente el agente económico se cuestiona si el ejecutivo está a favor de este movimiento, ya que le beneficia en reducir la inflación y mejorar sus indicadores de endeudamiento.

Estos serían dos grandes logros para mejorar ante la opinión pública su imagen *vis a vis* lo que no se habla sobre la recesión económica y el aumento de desempleo.

La política cambiaria debería ser neutral en términos reales. Su objetivo no debe ser la fijación de un tipo

de cambio. En Costa Rica el mercado es muy pequeño y casi inexistente; hay grandes participantes que controlan gran parte de ese mercado. Inclusive, como la contabilidad de las operadoras de pensiones, fondos de inversión, los bancos y otras entidades financieras se lleva en colones, hay un sesgo en tratar de manipular el tipo de cambio y con eso mejorar rendimientos e indicadores.

Lo anterior, hace que entonces sea necesaria una flotación administrada por parte del Banco Central, pero con reglas de intervención que sean simétricas; está bien que solo la entidad las conozca, pero que sean parejas y simétricas. Así como cuando se devalúa hay grandes intervenciones, conferencias y comunicados de prensa del Banco Central tomando medidas para detener la devaluación, uno se debe cuestionar ¿por qué no aplica cuando hay una fluctuación abrupta en la otra dirección hacia la apreciación real del colón?

Las autoridades dicen que no ha habido tal movimiento, que las fluctuaciones son las adecuadas. Sin embargo, al revisar los datos se ve que el nivel de tipo de cambio en el que nos encontramos es igual al de agosto de 2016. Es decir, retrocedimos 6 años y esto genera un enorme impacto. ¿Por qué pasa esto? Porque no es cierto que haya un mercado. Todos los agentes económicos esperan que el tipo de cambio se aprecie en este momento, entonces quien tiene dólares debe salir a vender hoy mismo para evitar pérdidas futuras al creer que el tipo de cambio continuará bajando. Todos los economistas coinciden en que cuando las expectativas se fijan en una sola dirección, el mercado se destruye en razón de la especulación financiera.

En el mercado de ventanillas se puede ver que el flujo neto de compras de los intermediarios por mes, es superavitario. Si el tipo de cambio se fijara únicamente por los individuos, hogares y entidades bancarias, se daría una apreciación todos los días. Es decir, en Costa Rica sobran los dólares en las negociaciones del sector privado. Lo que es preocupante en ese mercado es que, cuando el Banco Central empieza a tomar medidas para frenar la devaluación (junio de 2022), el sobrante de divisas empieza a aumentar prácticamente 3 o 4 veces; de 164 millones de dólares a 609 millones de dólares en enero 2023. La pregunta entonces ¿de dónde están saliendo tantos dólares? ¿Cómo es posible que, el promedio de excesos de dólares de julio 2022 a marzo 2023, sea 2,2 veces el promedio del año anterior, si no hay tanto turismo y exportaciones que justifiquen esos excesos?

El mercado cambiario costarricense tiene el problema de la intervención del Sector Público No Bancario (SPNB). En el pasado, el sector público podía ir al MONEX a buscar o vender sus dólares. Estando el autor en la Asociación Bancaria Costarricense, se modificó el reglamento cambiario para obligar a las entidades del Sector Público No Bancario que fueran al Banco Central y no directamente el MONEX, para que esta entidad graduara estos requerimientos. Es decir, que fuera quien compraba o suministraba los dólares al Sector Público No Bancario y posteriormente fuera dicha entidad la que decidiera en qué momento y cantidades regresar esos flujos al mercado de moneda extranjera (MONEX), para evitar fluctuaciones abruptas en dicho precio. ¿Qué es lo que ha pasado? Que al Banco Central le ha gustado utilizar este mecanismo más allá de los requerimientos del SPNB para intervenir no directamente, sino indirectamente y no de forma más transparente.

En el año 2019, por razones de estabilización directa, el Banco Central vendió 76 millones de dólares. El Sector Público le pidió US\$1.454 millones y el Banco Central fue al MONEX –donde hay muchos dólares en 2019– donde compró de más 886 millones de dólares para evitar una mayor apreciación del colón, aumentado en ese monto sus reservas monetarias. En el 2020 y 2021 el movimiento fue inverso, se utilizaron cerca de 2.000 millones de dólares en reservas para evitar que el tipo de cambio superara los 700 colones. ¿Qué pasa en 2022? Entran por estabilización US\$192 millones y el Sector Público pide US\$3.499 millones; en esta ocasión el Banco Central lo que compró fue la cantidad que mantenía el equilibrio entre estos dos movimientos y dejó que el exceso de oferta de dólares continuará bajando de forma abrupta el tipo de cambio. A partir de enero de 2023, el Banco Central toma la política otra vez de absorber dichos excesos de dólares, pero ya el mercado se había vuelto hacia un solo lado, generando una tendencia creciente a la apreciación del colón y movimientos especulativos financieros.

En el primer semestre de 2022 se perdieron 851 millones de dólares, mientras que en el segundo semestre se compraron 853 millones de dólares, para reponer reservas. Si se analiza el MONEX, en el 2019 se transaron 4.216 millones de dólares y el Banco Central compra 57% de ellos. Comparando el 2019 con el 2022, se ve que se mantiene estable la participación del Banco Central

(57% en 2019 y 59% en 2022). Este detalle no es relevante en realidad, en lo que se debe centrar el análisis es cuánto más compraron o vendieron con respecto a las necesidades del Sector Público, porque se está utilizando ese mecanismo para intervenir encubiertamente en el mercado cambiario. Sobre esta línea se puede observar que de porcentajes de 40%, se pasa a un 5%; que son los 194 millones de dólares para recuperar los dólares que vendieron por estabilización directa. Ya en 2023 se retoma la política de los años anterior, sin antes haber hecho que el 2022 fuera un año causante de la situación que estamos viviendo.

Al analizar la intervención directa del Banco Central, se puede observar que pasa en niveles mínimos todo el tiempo. Sin embargo, si se toma la diferencia entre lo que el Sector Público No Bancario demanda y lo que el Banco Central compra realmente, se observa que la intervención indirecta es constante y de una magnitud significativa; esto lo que implica es que la entidad no es transparente en sus acciones y no le da toda la información a los agentes económicos. Aquí hay una oportunidad de mejora en indicar claramente lo que es intervención, o en todo caso, de los requerimientos del Sector Público decir cuánto es necesidad y cuánto es reponer.

Sobre las Reservas Monetarias Internacionales, hay una demanda real para recuperar el nivel de reservas adecuadas. Se estima que ese monto está en 2,200 millones de dólares, que es casi el 35% del mercado del MONEX. Toda esta situación ha hecho que el tipo de cambio real perdiese competitividad. Pasamos de un índice de 98,5 a 82,8. Comparándolo con los tipos de cambio de otros países, Costa Rica definitivamente se ha encarecido. El caso más preocupante es Colombia, cuando devalúa 18% real y Costa Rica se aprecia un 12%; es decir, 30 puntos porcentuales a favor del industrial colombiano y del importador costarricense, que ahora dice que es más barato traer producto importado que comprarlo localmente.

En síntesis, y a modo de conclusión, este 2023 según el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial será un periodo de estanflación, de mayor desempleo y de menor poder de compra. No obstante lo anterior, Costa Rica lo que está ofreciendo es un

coctel complicado de macroprecios: inflación, tasas de interés altas, menor crecimiento de los socios comerciales y una apreciación abrupta. Esto está afectando los flujos de caja y las empresas no quiebran por solvencia, quiebran por liquidez. Los bancos están temerosos, empiezan a pedir información sobre la capacidad de pago de las personas y empresas, que se ha empeorado, lo que conlleva a reclasificaciones crediticias. Está en riesgo los empleos en zonas rurales y la mano de obra no calificada; hay un problema económico y social más severo. La Tributación está considerando que las ganancias cambiarias de los pasivos en dólares son gravables por la valoración, y no por el realizado. Eso va a hacer que la tasa de impuestos efectiva sea altísima; otro golpe al sector productivo. Aunado a lo anterior, altas cargas sociales y salarios mínimos comparados al resto de competidores.

El Banco Central, a pesar de reiteradas conversaciones, y a criterio del autor, ha mostrado “oídos sordos”. En el sentido de utilizar su persuasión moral para intervenir en este mercado, para lograr intervención cambiaria y para modificar las expectativas; bajando las tasas de interés en colones; anunciado un programa tardío de reposición de reservas; un prepagó del préstamo de reservas que se realizó con el FLAR; entre otras acciones.

Lo que ha propuesto el Banco Central es que se utilicen derivados de cobertura cambiaria, pero es sabido que no existe un mercado para esto, por lo que es una solución sin factibilidad práctica.

El Poder Ejecutivo y Legislativo deberían en conjunto con el sector productivo, promover una agenda de reactivación económica que incluya, en primera instancia, un adecuado cuestionamiento de la política cambiaria y monetaria actual, por sus efectos recesivos en la economía.

Finalmente, la pregunta sobre este foro, ¿qué se espera del tipo de cambio? La respuesta es sencilla: hay que preguntarle al Banco Central. La institución debe ser objetiva y simétrica en cuanto a los movimientos y la intervención se refiere, caso contrario, el daño que se le está haciendo al aparato productivo turístico, de exportación y local, tendrá sus repercusiones negativas en el mediano plazo.



EL MERCADO CAMBIARIO EN COSTA RICA

Hazel Valverde Richmond

Gerente del Banco Central de Costa Rica
y Profesora de LEAD University.

De manera introductoria quisiera reiterar que el objetivo del Banco Central y de los bancos centrales del mundo es mantener la estabilidad de precios mediante el control de la inflación. Lo que estamos diciendo es que el Banco Central de Costa Rica tiene el objetivo de que la inflación se ubique en un nivel del 3%, y tiene tolerancia para que se mueva de ese 3% en un 1% hacia arriba o hacia abajo, ese es el objetivo que él tiene que cumplir.

Cuando el Banco Central toma decisiones de política monetaria, las toma basadas en datos. La junta directiva se reúne y analiza una enorme cantidad de factores: el IPC, la inflación subyacente, las encuestas de expectativas de inflación, las proyecciones de los modelos económicos. Se toman las decisiones con base en la mejor información posible, siempre con una mirada al futuro. Pero es imposible tomar decisiones sobre eventos ya sucedidos que sean 100% ciertos; entonces, por supuesto que existen cosas que van cambiando en el tiempo que van moviendo la dirección de las decisiones hacia adelante.

Es imposible negar la realidad del pico de inflación que tuvimos el año pasado (por encima del 10%) que ha venido cediendo durante finales del año pasado y principios de este año. El incremento de precios estuvo a niveles muy altos en todo lo que

veamos: bienes y servicios, regulados y no regulados. También, es cierto que las expectativas inflacionarias llegaron cerca del 10%. Una de las características particulares de las expectativas de inflación es que es difícil que cedan, de hecho, si se analiza, a partir de diciembre de 2022 en adelante las expectativas han venido bajando más lentamente de lo que disminuyeron entre agosto y diciembre, todavía tenemos expectativas de inflación que rondan, en promedio, el 5,4% y la mediana el 5%. La inflación subyacente y la inflación general si se estudia en los modelos de proyección del Banco Central es hasta el final de este año que volverían a estar dentro de los rangos deseables para Costa Rica.

Entonces bajo todas estas realidades es que se toman las decisiones de tasa de política monetaria. La teoría económica nos dice que el Banco Central solo puede conseguir dos de los siguientes tres elementos al mismo tiempo: libre movilidad de capitales, autonomía monetaria y manejo de tipo de cambio. Es decir, nosotros no podemos tener una autonomía monetaria y una libre movilidad de capitales y además pretender manejar el tipo de cambio; eso no es posible. El Banco Central tiene autonomía monetaria, usa la tasa de política monetaria para gestionar la inflación y eso hace que le sea imposible manejar el tipo de cambio porque tampoco el modelo de desarrollo costarricense permite imponer límites a la movilidad de los capitales, ósea no hay ningún interés en que limitemos la cantidad de dólares que pueden salir o entrar del país para importadores, para exportadores, para inversionistas y ahorrantes; ya Costa Rica tuvo una mala experiencia en el pasado con el proyecto de ley de los capitales golondrina que resultó ser un problema grave para la inversión extranjera. Entonces, si quisiéramos establecer un tipo de cambio tendríamos que abandonar realmente la autonomía monetaria y eso es algo que el Banco Central no está dispuesto a hacer.

Es necesario recordar que el mercado cuando se le ve funcionar es distinto a lo que el libro de texto indica. El tipo de cambio responde a los flujos del mercado, no al resultado acumulado de la balanza de pagos; por eso cuando se intenta llegar desde la balanza de pagos a qué está pasando en el mercado cambiario hoy, es imposible. La balanza de pagos permite ver el pasado, mientras que el tipo de cambio del mercado va a responder a los movimientos de compra y venta que se observan en el presente. Entonces cuando acumulamos un año

completo de balanza y queremos a partir de eso explicar el mercado cambiario se hace complicado. Si se quisiera hacer como una semejanza de qué representaría eso en el área financiera sería que a partir de que nos den el balance de situación de diciembre del año pasado y con eso intentemos entender qué está pasando con el flujo de caja a hoy.

Están relacionados, pero no están absolutamente amarrados como para poder hacer una relación de uno a uno. ¿Por qué? No todos los flujos que vemos en la balanza como exportaciones o importaciones van al mercado cambiario; por ejemplo: si se tiene un certificado de inversión en dólares siendo una empresa y, va a pagar una importación con el resultado de ese certificado que liquida, la empresa no pasa por el mercado cambiario, pero eso en la balanza va a seguir siendo una importación. Igual en una exportación: si el exportador decide no liquidar los dólares porque tiene que hacer un pago de una materia prima en dólares eso tampoco va al mercado cambiario. Tampoco todo lo que se refleja como inversión extranjera va a ir al mercado cambiario. Si una empresa extranjera está interesada en invertir y compra un edificio en Costa Rica, dependiendo de los términos de pago no iría al mercado cambiario; si quien vende decide que se lo deposite en el exterior o en una cuenta local, pero en dólares, eso no va a ir al mercado cambiario. Entonces el hecho de que no cuadra la balanza con el mercado cambiario es normal, es decir, eso es lo que debería de estar sucediendo.

Para un exportador parte de sus costos también están asociados con el tipo de cambio: los fertilizantes, los combustibles, los bienes de capital. Por lo cual dependiendo del modelo de negocio que tenga cada exportador la apreciación de la moneda les va a afectar de forma distinta. Es complicado decir que todos tienen que cubrirse al 100%, porque eso no es cierto, existen diferentes flujos para los diferentes negocios. Existen grupos de interés en ambas puntas del mercado: siempre habrá ganadores y perdedores independientemente del tipo de cambio que estemos viendo.

En un régimen de metas de inflación los participantes del mercado cambiario tienen que incorporar en su gestión de negocio la realidad de que va a haber mayor volatilidad y es necesario y recomendable buscar las coberturas correspondientes. Un mercado de cobertura se desarrolla a partir de la demanda, si no hay demanda entonces no hay mercado de coberturas.

Definitivamente a partir de la consciencia de que hay volatilidad en el tipo de cambio se va a percibir la necesidad de tener coberturas cambiarias y ese mercado se va a ir desarrollando más allá de lo que tenemos hoy. Otra área sobre la que es necesaria hacer énfasis es que es importante que cuando vemos tipo de cambio lo veamos: 1) en el largo plazo y, 2) por trimestre, porque el mercado cambiario costarricense tiene características distintas, durante un año pasan cosas distintas que en los diferentes trimestres.

Se habla de que hay una enorme volatilidad. Es cierto, hay más volatilidad de la se venía presentando y los agentes estaban acostumbrados. Eso es parte del cambio que hace el país cuando determina que va a ir sobre metas de inflación. Si se analiza la volatilidad del tipo de cambio –que es cuánto se mueve diariamente el tipo de cambio en el mercado–, vemos que Costa Rica está lejos de la volatilidad de otros países que están en la misma región como: Chile, México y Colombia. Igual si revisamos la variación porcentual diaria entre el mínimo y el máximo para estos mismos países nosotros también estamos lejos de los países que tienen mucha más volatilidad. ¿Qué podemos decir? Que estamos teniendo una volatilidad más propia de un régimen de flotación administrada. Durante muchos años se nos ha criticado del miedo a flotar; ahora que flotamos un poco más, entonces nos da miedo. Eso es una de las características de los países que salen de un proceso de muchos años de minidevaluaciones hacia un régimen de flotación.

Entonces, sí ha habido cambios y una circunstancia extraordinaria: el 2020 y el 2021. Definitivamente en el 2020 tuvimos promedios negociados muy por debajo de los históricos; pasamos de negociar 16 millones de dólares en promedio en el tercer trimestre del 2019 a negociar 10 millones en el primer trimestre de 2020. Hay, en definitiva, una circunstancia particular.

¿Qué otro cambio hay y por qué el MONEX está más grande en el 2023? A partir del segundo trimestre del 2022 se acabó la operación de las operadoras de pensiones a través de las ventanillas y ahora éstas vienen al MONEX y eso hace que nos incremente el tamaño del MONEX. Estamos viendo un resultado de ventanillas con un superávit por encima del promedio que, en los últimos años, anduvo alrededor de los 560 millones. Las ventanillas históricamente siempre son superavitarias. Los intermediarios cambiarios que hacen negociación de monedas siempre han sido vendedores

netos; liquidan una cola vendedora, eso quiere decir que del flujo que ellos los bancos, las cooperativas, los puestos de bolsas reciben normalmente hay un exceso de dólares.

Si se analiza lo que sucedió durante el 2018 hasta el 2023, podemos apreciar que en momentos en que las operadoras de pensiones han entrado al mercado a comprar montos por encima de lo que normalmente negocian (históricamente es cerca de un 19% de lo que se negocia en MONEX), hemos tenido una presión fuerte en el tipo de cambio. Si ingresan por montos que el mercado no puede proveer en momentos particulares definitivamente tenemos una complicación, y eso fue a lo que respondió todo el movimiento de las declaraciones que hizo el Banco Central en el segundo trimestre del 2022. La entidad tenía una enorme presión que podía representar hasta un 35% del monto que se negociaba en MONEX, comprado por las operadoras de pensiones. Como lo mencionaron otros ponentes: definitivamente la situación de presión que se tuvo en el segundo trimestre del 2022 fue fuera de lo normal y eso es realidad. La demanda del sector público no bancario también tuvo “un pico” muy fuerte entre final del 2021 y el principio del 2022; básicamente impulsado por los precios del petróleo. En este momento esa demanda sigue siendo alta, pero más moderada que la que tuvimos en ese momento.

El Banco Central ha estado participando activamente en el mercado y ha estado comprando dólares todo este tiempo, si se analizan los cambios en la participación, son cambios fuertes. Pasó de comprar 40 millones de dólares en promedio en el segundo trimestre del 2022, a comprar 71 millones de dólares promedio. Se decía que el banco central cambió la actuación en el 2023, eso no es así, realmente a partir del tercer trimestre del 2022 que se empiezan a ver exceso de dólares en el mercado el banco central cambia fuertemente su actuación y comienza a comprar 69 millones de dólares promedio vs 40 que había podido comprar en el trimestre anterior. Por eso reitero la importancia de ver el mercado segmentado por trimestres. Tenemos 2 trimestres que son superavitarios: el primero y el último de cada año. Pero también tenemos dos trimestres que no lo son tanto: el segundo y el tercero. Las características son bastante diferentes.

Es cierto que el Banco Central utilizó reservas para poder cubrir la demanda del sector público no bancario,

eso es un dato que siempre ha estado a la vista y es público. Tenemos que recordar que estábamos en pandemia y la situación no era normal. El Banco Central actuó acorde con las circunstancias. Si se analiza la pendiente de la caía de reservas en relación con el uso del monto que se le vendió al sector público no bancario y la pendiente de la recuperación que se ha hecho, por supuesto que la pendiente de la recuperación es mayor; la entidad ha estado enfocada en recuperar esos montos que estaban pendientes de cubrir.

En este año se han comprado US\$820 millones de dólares por encima del requerimiento del sector público no bancario. Eso es una actuación del Banco Central en el mercado cambiario, sí. ¿Podríamos decir entonces que el Banco Central participa en la compra y en la venta para suavizar los movimientos del mercado? Sí. Desde el punto de vista de la compra, hay un problema de cómo transmitimos el mensaje porque se le llama “compras para el sector público no bancario”, pero cuando se entra a comprar es difícil segregar cuánto de eso que estamos comprando es para el sector público no bancario, cuánto es porque estamos haciendo una intervención, y cuánto es porque estamos reponiendo divisas para las reservas monetarias internacionales. Entonces definitivamente el Banco Central ha actuado.

Las reservas monetarias internacionales son un mecanismo de protección para el país, por eso es importante que estén en un nivel alto, y lo exponía don Dennis: en efecto el banco está comprometido con un nivel de reservas monetarias que sea suficiente, y para eso ha estado trabajando en recuperarlas después de un proceso que definitivamente fue fuera de lo normal.

¿Por qué hablamos de derivados de tipos de cambio como una forma de resolver el problema de volatilidad

para las empresas? Porque los *forwards* tienen muchos años de existir, les permiten a las empresas cubrir sus riesgos tanto en balance como en flujo y hay entidades financieras en Costa Rica que están autorizadas para realizar este tipo de contratos y lo hacen, no es un mercado que no exista.

¿Cuáles son los retos de las empresas? Tienen que entender cuál es la posición estructural del balance, la exposición al riesgo que tienen y hacer los ajustes necesarios, además de analizar sus flujos para ver cómo disminuyen la exposición. Tienen que capacitar a su gente y enfocarse en la productividad al mediano y al largo plazo y adoptar normas contables adecuadas. ¿Representa retos? Sí, pero eso es parte de lo que hay que hacer.

¿Cuáles son las tentaciones por las cuales normalmente las empresas no se cubren? Puede ser que se aprecie o deprecie más de lo que esperábamos, por lo que, es necesario cubrir los riesgos. Hay que afrontar algunos retos en la parte contable, hay que aprender a no culpar a quien toma coberturas porque si no la hubiera tomado ¿qué hubiese pasado o que pasa si sí la hubiera tomado? Hay que usar los derivados y evitar las tentaciones de no usarlos.

Está demostrado que el manejo que el Banco Central puede hacer y su aporte para el crecimiento de la economía y del empleo en el mediano y largo plazo está basado en mantener la estabilidad de precios. Ese es el objetivo del banco y en eso es en lo que tiene que centrarse. La mayor volatilidad cambiaria permite una mejor transmisión de la política monetaria y está alineada con el objetivo del banco de disminuir la dolarización que definitivamente es un riesgo y es, además, coherente con un régimen de flotación administrada.

ISBN: 978-9930-589-18-2



9 789930 589182



BUSINESS &
TECHNOLOGY